

# QUALIDADE DO LUCRO E AS NOTAS DE *RATINGS* DE CRÉDITO: EVIDÊNCIAS EM COMPANHIAS LISTADAS NA B3

*EARNINGS' QUALITY AND CREDIT RATING: EVIDENCE IN BRAZILIAN COMPANIES LISTED IN B3*

**WESLEY CIRINO DOS SANTOS**

Mestrando Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: [wcsantos104@gmail.com](mailto:wcsantos104@gmail.com)

**RENATA TUROLA TAKAMATSU**

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Professora da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). E-mail: [rettakamatsu@gmail.com](mailto:rettakamatsu@gmail.com)

---

Endereço: Av. Pres. Antônio Carlos, 6627 - Pampulha, Belo Horizonte - MG, 31270-901

---

**Resumo:** A pesquisa objetivou analisar influência da qualidade do lucro sobre as classificações de crédito atribuídas pelas principais agências de *rating* para as companhias que negociaram na [B]³. Para tanto, realizou-se uma pesquisa documental, descritiva e quantitativa, cuja amostra abrange empresas brasileiras de capital aberto, que possuem *ratings* nacionais de longo prazo atribuído pelas principais agências classificadoras de risco e o modelo operacionalizado por meio de regressão logística multinomial. A variável dependente foi categorizada em quatro grupos, a saber: i) grau de investimento, ii) grau especulativo, iii) risco de *default*, e iv) empresas sem classificação de *rating*. Os resultados encontrados evidenciam que a qualidade do lucro influencia nas classificações de crédito, indicando como a qualidade afeta os diferentes graus de classificação em relação as empresas sem determinação de *rating*. Dessa forma, os resultados obtidos sugerem que empresas com classificações superiores, não interferem na qualidade dos seus resultados da mesma forma que companhias de grau inferior, por apresentarem maior qualidade de crédito.

**Palavras-chave:** *Rating* de Crédito, Qualidade dos Lucros, Índices Econômico – Financeiros.

**Abstract:** *The research has analyzed earnings' quality influence on credit ratings attributed by the main rating agencies for Brazilian companies traded in [B]³. To this end, a documentary, descriptive and quantitative research was carried out, the sample of which includes companies, with long-term national ratings assigned by the main risk rating agencies and the model operated through multinomial logistic regression. The dependent variable was categorized into four groups: i) investment grade, ii) speculative grade, iii) default risk, and iv) companies without a rating. The results have shown that earnings' quality influences credit ratings, indicating how quality affects different degrees of rating in relation to companies without rating determination. Thus, the results obtained suggest that companies with higher ratings do not interfere in earnings' quality in the same way as companies of lower grade, as they have higher credit quality.*

**Keyword:** *Credit Rating, Earnings Quality, Financial Ratios.*

## 1. INTRODUÇÃO

O mercado financeiro tem como função ser um ambiente que aproxima agentes, como investidores e tomadores de recursos, ou seja, a função dele é transferir recursos dos poupadores para os devedores. Em razão disso, tornou-se normal o uso de títulos de dívida que possibilitam a interação direta entre agentes superavitários e deficitários de recursos financeiros (SOARES; COUTINHO; CARMOS, 2012).

Entretanto, com o processo de transferência de recursos torna-se evidente o problema de custo de agência, intensificando a assimetria de informação entre os agentes, o que gera o aumento do risco. Visando minimizar essa assimetria, investidores buscam fontes confiáveis - auditorias independentes, analistas financeiros e agências de classificação de risco - para auxiliá-los na tomada de decisões (SIBIM *et al.*, 2018). Por outro lado, compulsórios por exigibilidade dos órgãos reguladores, companhias são obrigadas a divulgar suas demonstrações contábeis periodicamente com o propósito de mitigar a assimetria informacional entre administradores e usuários externos (SOARES, COUTINHO, CARMOS, 2012).

Destaca-se que uma das formas que o investidor possui para avaliar os riscos envolvidos em um investimento em títulos de dívida são os sistemas de classificação, conhecidos como *rating* de crédito. Essas classificações cumprem as funções de formar, junto aos investidores, opiniões sobre a qualidade de crédito da entidade ou da probabilidade de *default*. Por sua vez, as informações contábeis têm papel fundamental na determinação do *rating* atribuído, oferecendo subsídios para a classificação das notas emitidas pelas agências responsáveis (FERNANDINO; TAKAMATSU; LAMOUNIER, 2015).

Sendo assim, as companhias preocupam-se cada vez mais com o conteúdo informacional disponibilizado aos diversos usuários da informação contábil. Isto porque, conforme Tonin e Colauto (2015), essas informações podem afetar as previsões e recomendações dos analistas financeiros, impactando na percepção dos investidores. Em contrapartida, as informações contábeis, cujo intuito é apresentar a posição financeira das companhias às partes interessadas, podem ser afetadas pelo julgamento dos responsáveis por sua divulgação (TONIN; COLAUTO, 2015).

É evidente que as agências de classificação de *rating* necessitam das informações contábeis para formar as notas de classificações das companhias, sendo que a qualidade destas informações impacta na estabilidade e na precisão das notas atribuídas (TONIN; COLAUTO, 2015). Em adição, gestores e contadores podem ser motivados a interferirem na qualidade de seus resultados contábeis com o propósito de obterem classificações de crédito mais favoráveis à companhia (DEMIRTAS; CORNAGGIA, 2012). A essa prática de manipulação dos resultados contábeis dá-se o nome de gerenciamento de resultados.

A literatura contábil atribui o gerenciamento de resultados como uma interferência não fraudulenta, mas sim uma prática que opera dentro dos limites do que prescreve a legislação (MARTINEZ, 2001). Essa flexibilidade ao escolher um tratamento contábil quando há mais de uma opção disponível, é vista como um dos fatores motivacionais para as empresas interferirem nos números contábeis com desejo de melhorar sua classificação de risco atribuída pelas agências de *rating* (TONIN, COLAUTO, 2015).

Destarte, como em um ciclo que se retroalimenta, Vasconcelos *et al.* (2008) aponta que analistas financeiros das agências de *rating* interagem com a administração da companhia e contestam as informações contábeis apresentadas. Isto pois, conforme constatado por Castro e Martinez (2009), empresas que interferem na qualidade informacional dos números contábeis, por meio de técnicas de suavização de resultados, estão mais propensas a terem menor custo da dívida, estrutura de capital com enfoque para o endividamento de longo prazo e receberam melhores notas pelas agências de *ratings*.

Estudos nacionais e internacionais relacionaram as práticas de gerenciamento de resultados e os *ratings* com o objetivo de encontrar evidências de que as empresas manipulam suas informações para influenciar as classificações atribuídas pelas agências de risco. Dessa forma, os autores constataram que companhias que gerenciam resultados, por diferentes meios, estão mais propensas a receberem melhores notas pelas agências (MARTINEZ, CASTRO, 2009; ALISSA *et al.*, 2013; DEMIRTAS; CORNAGGIA, 2012; TONIN; COLAUTO, 2015; SIBIM; CAMPOS; COLAUTO, 2018).

A partir das considerações expostas, no que diz respeito aos *ratings* de crédito e a qualidade do lucro, observa-se que há indícios de intervenção discricionária no processo de divulgação das demonstrações contábeis. Assim, diante do contexto apresentado, define-se como problema de pesquisa deste estudo: *Qual a influência da qualidade do lucro sobre as classificações de crédito atribuídas pelas principais agências de rating para as companhias que negociaram na B3 no ano de 2017?*

O objetivo geral deste estudo é verificar a influência da qualidade do lucro sobre as classificações de crédito atribuídas pelas principais agências de *rating* para as companhias que negociaram na B3 no ano de 2017. Considerou-se como *proxy* de qualidade do lucro variáveis consolidadas na literatura sobre qualidade da informação contábil (ECKEL, 1981; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005; DECHOW; GE; SCHRAND, 2010), a saber: i) Suavização dos Lucros; ii) Gerenciamento de Resultados; iii) Persistência; e, iv) Transparência.

Estima-se que em razão de escândalos contábeis, do início dos anos 2000, houve uma queda de confiança na qualidade e transparência dos relatórios contábeis e um aumento de práticas discricionárias para o tratamento de eventos (FERREIRA; SOUZA, 2018). Portanto, entender a qualidade do lucro e a sua influência no mercado de capitais contemporâneo é um tema relevante para os diversos usuários desse tipo de dado, já que informação contábil de qualidade reduz o grau de incerteza e assimetria entre usuários e divulgadores das demonstrações (FERREIRA; SOUZA, 2018).

Devido à importância do sistema de *rating* de crédito - como acesso a novos mercados, aumento da transparência da companhia e suporte aos investidores, avaliadores e reguladores no processo de tomada de decisão (STANDARD & POOR'S, 2014) - compreender a influência da qualidade do lucro sobre o *rating* se justifica sob diversas perspectivas. Primeiramente, tem-se as agências de risco, que utilizam as informações contábeis para emissão das notas de *rating*. Assim, se faz necessário compreender a qualidade do conteúdo informacional dos demonstrativos contábeis, já que esse conteúdo compõem um requisito para emissão da nota atribuída e essas classificações são utilizados com frequência pelos agentes do mercado financeiro. Ao

que tange à perspectiva da companhia, essas classificações possibilitam a compreensão de como práticas discricionárias adotadas estão interferindo na qualidade das informações contábeis, como são interpretadas pelos analistas financeiros e como isso afeta as notas atribuídas pelas agências de *rating*. Por fim, para o investidor, compreender essa relação se faz necessário para que se possa realizar um investimento da melhor forma possível, uma vez que o *rating* permite avaliar probabilidade de inadimplência da companhia.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1. QUALIDADE DO LUCRO

A qualidade da informação, também conhecida na literatura como qualidade do resultado ou qualidade do lucro, é um tema relevante para os diversos usuários da informação contábil, já que a informação de qualidade reduz o grau de incerteza e a assimetria de informação entre usuários e divulgadores das demonstrações financeiras (MAZZIONI; KLANN, 2016). Silva, Souza e Klann (2017) apontam que a qualidade do lucro também é necessária para que usuários que se baseiam nessas informações possuam informações relevantes sobre as características do desempenho financeiro das companhias.

Quando se discute qualidade informacional pode-se considerar que dados de melhor qualidade fornecem mais informações sobre os recursos do desempenho financeiro de uma companhia, que são relevantes para uma decisão específica (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010). Por outro lado, é de se considerar que existe uma baixa qualidade quando os relatórios são manipulados, quando existe um número excessivo de itens não recorrentes ou na falta de transparência (PAULO; MARTINS, 2007).

Desta forma, a ausência de viés na informação elaborada para fins de divulgação aos usuários externos é condição *sine qua non* para deixá-la mais relevante ao mercado. Todavia, o viés pode ser gerado internamente por interesse próprio dos elaboradores da informação contábil ou por incentivos externos (BAIOCO; ALMEIDA; RODRIGUES, 2014). Neste sentido, os incentivos econômicos ou regulatórios permitem inferir a interferência proposital nos números contábeis, uma vez que há distintas alternativas para reflexão de um determinado evento, ou estimativas que são influenciadas pelo juízo de valor, podendo conter algum grau de subjetividade e incerteza (FERREIRA; SOUZA, 2018).

Healy e Wahlen (1999) mencionam que manipulações na informação contábil com o propósito de evidenciar informações que atendam a objetivos específicos conduzem às práticas de gerenciamento de resultados. Tais práticas podem também ser utilizadas com a finalidade de que os resultados empresariais permaneçam estáveis e previsíveis e, conseqüentemente, influenciem a percepção dos usuários externos sobre as condições financeiras e econômicas da empresa (SIBIM *et al.*, 2018).

Destaca-se, conforme Martinez (2001), que a interferência nos resultados contábeis não é fraude, isto é, desde que se opere dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil. Entretanto nos pontos em que as normas contábeis facultam certa discricionariedade para o gerente, este realiza suas escolhas não em função do que dita a realidade concreta dos negócios, mas em função de outros incentivos, que o leva a desejar reportar um resultado distinto. Isto posto, apesar de existirem diversos motivos para a prática do gerenciamento de resultados, Mohanram (2003) aponta que os principais deles estão relacionados ao desempenho da entidade e ao *benchmark* referente aos resultados de exercícios anteriores, expectativas dos analistas financeiros e contrato de remuneração dos administradores.

Desta forma, levando em conta que as modalidades de manipulações adotadas estão relacionadas as motivações envolvidas, tem-se diferentes tipos de manipulações. Caso a manipulação seja decorrente de ajustes de natureza discricionária, ela é denominada gerenciamento de resultados. Ronen e Yaari (2008) apontam as *accruals* como uma possibilidade de gerenciamento de resultados. As *accruals* surgem quando há uma discrepância temporal entre o fluxo de caixa operacional e o momento de reconhecimento contábil da transação. Ou seja, as *accruals* seriam todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades (MARTINEZ, 2001). Não há nada de errado no registro das *accruals*, o que há de incorreto é o fato de o gestor aumentar ou diminuir discricionariamente essas *accruals* com o intuito de ingerir o lucro (MARTINEZ, 2008).

Considerando que o gestor possa tomar a decisão de aumentar ou diminuir as *accruals* por motivos alheios à realidade do negócio, tem-se a necessidade de dividi-los em: *accruals* normais e anormais. As *accruals* normais ou não discricionárias são os exigidos de acordo com a realidade do negócio. Já o comportamento discricionário dos gestores tem relação com previsões e divulgações voluntárias de resultados e escolha de métodos contábeis, sendo que as *accruals* anormais ou discricionárias são artificiais e tem como único propósito gerenciar o resultado contábil (MARTINEZ 2001; KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005).

Complementarmente, Tonin e Colauto (2015) apresentam a suavização de resultado. Este tipo de gerenciamento é uma tentativa, por parte da administração das empresas, de reduzir as variações anormais nos lucros. Ou seja, tende-se a atenuar as flutuações no lucro gerado pela empresa ao longo dos anos, porque isso passa uma imagem de estabilidade do negócio e maior valorização do mesmo (TRIGO; MARTÍNEZ, 1991). Para Ferreira e Souza (2018), a suavização de resultados é tipicamente vista como um atributo desejável, já que analistas financeiros e investidores consideram a volatilidade dos resultados indesejável e indicativa de baixa qualidade da informação contábil.

Em sequência, Dechow, Ge e Schrand (2010) apresentam a persistência dos lucros como uma das correntes de pesquisa sobre qualidade da informação contábil. As autoras apontam que lucros mais persistentes produzem melhores *inputs* para os modelos de avaliação de capital e, portanto, ganhos mais persistentes são de qualidade superior aos ganhos menos persistentes. Um resultado altamente persistente é visto pelos investidores como sustentável, ou seja, de melhor qualidade. Em outras palavras, é de se considerar que lucros correntes devem ser analisados como um indicador dos lucros futuros e sua qualidade pode ser considerada como a probabilidade de que os lucros atuais sejam persistentes no futuro (DECHOW; GE; SCHRAND, 2010).

Deste modo, entende-se que manipulações com o propósito de intervir na percepção dos integrantes do mercado sobre o resultado reportado afetam diretamente a qualidade dos lucros, e que tais intervenções podem ser consideradas gerenciamento de resultados. Estudos relacionaram as práticas de gerenciamento de resultados e os *ratings* com a finalidade de encontrar evidências de que as empresas manipularam suas informações para influenciar as classificações atribuídas pelas agências de risco (MARTINEZ, CASTRO, 2009; ALISSA et al., 2013; DEMIRTAS; CORNAGGIA, 2012; TONIN; COLAUTO, 2015; SIBIM; CAMPOS; COLAUTO, 2018). Assim, os autores encontraram evidências que em um ambiente onde as agências de *rating* dependem das informações relatadas pelas companhias, os gerentes podem ser motivados a manipular o resultado contábil para obterem classificações de crédito mais favoráveis.

## 2.2. RATING DE CRÉDITO VERSUS QUALIDADE DO LUCRO

Agências responsáveis pela emissão de classificação de *rating* de crédito são conhecidas por refletirem opiniões em relação à capacidade de crédito que um emissor tem em liquidar suas obrigações dentro dos prazos contratuais, expressando, também, a qualidade de crédito e a probabilidade de *default* das entidades (STANDARD & POOR'S, 2014). Existem diversas agências de classificações de *ratings*, porém as principais, a nível global, e mais antigas agências de classificação de crédito são a Moody's (desde 1841), a Standard & Poor's (desde 1916) e a Fitch Investors Service (desde 1922) (PEREIRA; MARTINS, 2015). Soares, Coutinho e Carmo (2012) coloca que outras agências possuem atuação regional ou setorial, especializando-se em determinados setores da economia ou apenas em alguma região.

As agências de *rating* possuem metodologias próprias e não divulgadas para medir a qualidade de crédito, no entanto, a classificação adotada pelas principais agências globais se assemelha, não demonstrando diferenças conceituais no significado das suas atribuições de *ratings*. Segundo relatórios fornecidos pela Standard & Poor's (2018) e Moody (2017), a avaliação de crédito segue uma metodologia na qual são avaliados um conjunto de fatores, como o perfil financeiro e as políticas empresariais, o risco do setor e a posição no mercado competitivo no qual a companhia está inserida. Desta forma, compreende-se que dados históricos e expectativas de desempenho são determinantes para definir uma posição relativa de risco de crédito das companhias (SOARES; COUTINHO; CARMO, 2012).

Tonin e Colauto (2015) descrevem as demonstrações contábeis como indispensável pelas agências de *rating* para comporem as notas de classificações das companhias, sendo que a qualidade destas informações impacta na estabilidade e na precisão das notas. Nesse contexto, Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2014) esclarecem que o *rating* atribuído pelas agências classificadoras de risco é objeto de estudo de vários autores, principalmente no que tange a influência das informações contábeis sobre a determinação dos *ratings*.

Evidente que a informação contábil é atributo inevitável para determinação dos *ratings*, Demirtas e Cornaggia (2012) indicam que elaboradores da informação contábil são motivados a gerenciar resultados com o objetivo de obter classificações mais favoráveis. Dessa forma, por apresentar importância significativa aos diversos usuários da informação contábil e influenciar a percepção acerca da entidade, as companhias sofrem diferentes estímulos para melhorar os resultados contábeis com o propósito de obter melhor classificação de *ratings*.

Sibim et al. (2018) apontam motivos pelos quais companhias interferem na qualidade dos resultados contábeis com a finalidade de obter melhores classificações de *rating* de crédito, são eles: i) influenciar a percepção de risco dos agentes do mercado; ii) influenciar no preço das ações; iii) obter contratos de dívidas

com cláusulas menos restritivas, considerando que a empresa apresenta maior qualidade de crédito e dificilmente entrará em *default*.

Nesse contexto, estudos (ALI; ZHANG, 2008; MARTINEZ; CASTRO 2009; DEMIRTAS; CORNAGGIA, 2012; ALISSA *et al.* 2013; TONIN; COLAUTO, 2015; SIBIM; CAMPOS; COLAUTO, 2018), relacionaram a qualidade do lucro e os *ratings* com o objetivo de encontrar evidências de que as companhias interferiram nos demonstrativos financeiros para influenciar as classificações atribuídas pelas agências de risco, como apresentado no Quadro 1.

Quadro 1: Estudos empíricos que relacionaram gerenciamento de resultados e *ratings*.

Autores	Objetivo	Metodologia	Amostra	Resultados
Ali e Zhang (2008)	Analisar se as companhias que estão perto de uma nova avaliação de <i>rating</i> gerenciam resultados com intuito de influenciar na classificação de <i>rating</i> , no período de 1987 a 2005.	Modelo de Jones Modificado (1995) e Conservadorismo	21.859 observações de companhias norte americanas.	Companhias perto de uma ampla mudança de <i>rating</i> de crédito tendem a inflar seus ganhos reportados mais do que as companhias que não estão perto de uma ampla mudança de <i>rating</i> de crédito.
Castro e Martinez (2009)	Verificar a associação entre o grau de <i>income smoothing</i> e seu efeito na estrutura de capital, no custo de capital de terceiros e nos <i>ratings</i> de crédito, no período de 2003 a 2007.	Modelos de Eckel (1981) e Leuz, Nanda e Wysocki (2003)	4724 observações de companhias brasileiras.	Companhias suavizadoras estão mais propensas a terem menor custo de capital de terceiros, estrutura de capital com maior peso para o endividamento de longo prazo e receberam melhores notas pelas agências de <i>ratings</i> .
Demirtas e Cornaggia (2012)	Analisar a relação do <i>rating</i> de crédito e gerenciamento de resultado no período de classificação inicial, entre 1980 e 2003.	Modelo de Jones Modificado (1995)	1.257 companhias norte americanas.	Companhias antecipam lucros futuros para apresentar um cenário favorável no momento da classificação de <i>rating</i> inicial.
Alissa <i>et al.</i> (2013)	Analisar se as empresas que se afastaram da classificação de <i>rating</i> esperada gerenciam os resultados, no período de 1985 a 2010.	Modelo de Jones Modificado (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005)	23.909 observações de companhias norte americanas.	Companhias classificadas abaixo ou acima do esperado, gerenciam os resultados com a finalidade de alterar as notas futuras de <i>rating</i> de crédito.
Tonin e Colauto (2015)	Analisar a associação entre <i>rating</i> e <i>income smoothing</i> , no período de 2005 a 2011.	Modelo de Eckel (1981)	186 companhias brasileiras de capital aberto.	à medida que a companhia se torna suavizadora maior é sua chance de obter atribuição de <i>rating</i> .
Sibim, Campos e Colauto (2018)	Analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e o <i>rating</i> de crédito atribuído pelas agências classificadoras de risco, no período de 2010 a 2015.	Modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005)	59 companhias brasileiras de capital aberto.	Companhias gerenciam seus resultados, de forma a influenciar na percepção dos agentes de mercados.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Sibim, Campos e Colauto (2018) esclarecem que apesar de haver evidências de interferência discricionária na qualidade informacional com o propósito de obter melhores classificações, o *rating* de crédito pode ser fator inibidor dessa prática discricionária. Isso porque agências classificadoras tendem a detectar com maior frequência as práticas de manipulação por *accruals*.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A pesquisa apresentada neste artigo pode ser classificada essencialmente como documental, quantitativa e descritiva (SAMPIERI; LUCIO; COLLADO, 2006). A população do estudo se refere às companhias não financeiras. Porém, a amostra da pesquisa se restringiu às companhias não financeiras listadas na [B]<sup>3</sup> em 2017, cujos dados financeiros estavam disponíveis no banco de dados do Quantum Axis entre os anos de 2010 e 2017. Optou-se por se iniciar o estudo com dados de 2010, com intuito de reunir informações contábeis oriundas de um contexto contemporâneo de normas contábeis conforme os padrões

internacionais (*International Financial Reporting Standards – IFRS*) (GELBCKE; SANTOS; IUDÍCIBUS; MARTINS, 2018). Já no que se refere às companhias financeiras, optou-se pela exclusão por apresentarem particularidades nos procedimentos contábeis, os quais podem interferir nas *proxies* de mensuração do estudo. A Tabela 1 apresenta o número de companhias estudadas.

Tabela 1: Número de companhias listadas na [B]<sup>3</sup> em 2017 e que compuseram a amostra do estudo

Critérios	Número de Listagem
Empresas e fundos listados na B <sup>3</sup>	749
(-) Empresas setor econômico financeiras e outros	336
(-) Empresas com ausência de dados delimitado pelo Quantum Axis	104
(-) Empresas com dados faltantes em pelo menos uma variável	90
<b>(=) Amostra final de empresas</b>	<b>219</b>
Empresas que não possuem classificação de <i>rating</i> para o período de 2010 a 2017	101
Empresas que possuem classificação de <i>rating</i> para o período de 2010 a 2017	118

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ao que tange às classificações de *rating*, existem os de crédito corporativo e o de risco soberano. Este estudo considera o *rating* de crédito corporativo, no qual consiste em uma avaliação sobre a capacidade e vontade da companhia avaliada de honrar seus compromissos financeiros. Existem várias agências de classificações de *ratings*, no entanto, há três grandes agências com atuação global, são elas: Moody's, Standard & Poor's e Fitch Ratings. A classificação adotada por essas agências se assemelha, não demonstrando diferenças conceituais no significado das suas atribuições de *ratings*. As agências utilizam de dados históricos e expectativas de desempenho para classificar determinada empresa ou país em escalas específicas, normalmente, compostas por combinações de letras, algarismos e sinais. Basicamente as classificações seguem o padrão de AAA a D, sendo AAA menor risco de crédito e D maior risco, além disso, *ratings* de "AA" a "CCC" podem ser modificados mediante a adição de um sinal de mais (+) ou de (-) para demonstrar sua posição relativa dentro de uma categoria mais ampla de *ratings* (SOARES; COUTINHO; CARMOS, 2012; FERNANDINO; TAKAMATSU; LAMOUNIER, 2015; SIBIM; CAMPOS; COLAUTO; 2018).

Ademais, foram consideradas as notas atribuídas em escala nacional, já que levam em consideração o risco do setor de atuação da empresa, sua posição competitiva e seu risco financeiro. A fim de não limitar a amostra, considerou-se as classificações das três principais agências de *ratings* com atuação global. As notas de *rating* consideradas para a seleção das empresas foram representadas pelos *ratings* de emissão de longo prazo, cujo critério utilizado foi o menor *rating*. A escolha do *rating* nacional de longo prazo se deu pelo fato de que esta avaliação atribui menor peso ao risco soberano nacional.

Para estimar a qualidade da informação contábil foram aplicados diferentes modelos. O modelo aplicado para identificação das *accruals* é o modelo baseado em desempenho (*Performance-Matching Model*). As *accruals* calculadas segundo a abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa são obtidos por meio da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional, conforme Equação 1. Objetivando controlar a influência do desempenho empresarial na estimação das *Accruals* Discricionárias, Kothari, Leone e Wasley (2005) incorporaram ao Modelo Jones Modificado (1995) o ROA defasado, para condizer com o crescimento das receitas em períodos anteriores, como evidenciado na Equação 2. Por fim, para obtenção das *Accruals* Totais, serão estimados os coeficientes da Equação 3 e as *Accruals* Discricionárias, utilizados como proxy para o gerenciamento de resultados, descritos na Equação 4 são os resíduos da regressão da Equação 3. A seguir apresentam-se as etapas do processo de estimação das *accruals*.

$$\frac{LL_{i,t} - FCO_{i,t}}{A_{i,t-1} - A_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$NDA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rec_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$TA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Rec_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{PPE_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

Em que,

$TA_{i,t}$  = *accruals* totais da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$NDA_{i,t}$  = *accruals* não discricionárias da empresa  $i$  no período  $t$ ;  $DA_{i,t}$  = *accruals* discricionárias da empresa  $i$  no período  $t$ ;

$LL_{i,t}$  = lucro líquido da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$FCO_{i,t}$  = fluxo de caixa operacional da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$AT_{i,t-1}$  = ativos totais da empresa  $i$  no final do período  $t-1$ .

$\Delta Rec_{i,t}$  = variação das receitas líquidas da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$\Delta CR_{i,t}$  = variação das contas a receber da empresa  $i$  do período  $t-1$  para o período  $t$ , ponderada pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$PPE_{i,t}$  = saldos das contas do ativo imobilizado (bruto) e intangível da empresa  $i$  no final do período  $t$ , ponderados pelos ativos totais no final do período  $t-1$ ;

$ROA_{i,t-1}$  = retorno sobre o ativo da empresa  $i$  do período  $t-1$ ;

$\beta_0 \beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4$  = coeficientes estimados; e

$\varepsilon_{i,t}$  = termo de erro (resíduos) da empresa  $i$  do período  $t$ .

Por outro lado, para especificação da persistência dos lucros o modelo adotado toma como base o trabalho de Dechow, Ge e Schrand (2010), utilizando o modelo univariado e autoregressivo para identificar a persistência do lucro corrente na explicação dos lucros futuros. A métrica utilizada, a Persistência, é igual ao coeficiente angular da Equação 5:

$$\frac{EBIT_{i,t}}{Ativo\ Total_{i,t}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{EBIT_{i,t-1}}{Ativo\ Total_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que:

$EBIT_{i,t}$  = *Earning Before Interest and Taxes*  $t$ , dividido pelo ativo total no início do período  $t$ ;

$EBIT_{i,t-1}$  = *Earning Before Interest and Taxes* do período  $t-1$ , dividido pelo ativo total no início do período  $t-1$ ;

$\beta_0 \beta_1$  = coeficientes estimados.

$\varepsilon_{i,t}$  = erro da regressão da empresa  $i$  no período  $t$ .

A persistência dos resultados contábeis é apresentada pelo  $\beta$  da equação das regressões (5), assim, considera-se mais persistentes os resultados quando a estimativa do seu coeficiente  $\beta$  está mais próximo de 1 (um), ou seja, assume-se um passeio aleatório, o que indica que o impacto nos lucros correntes afetam plenamente a série futura, sendo consistente com o adotado por ; Dechow e Schrand (2004); Barth, Landsman e Lang (2001). Por outro lado, um valor 0 (zero) indica total transitoriedade dos aumentos, caracterizando uma ausência de persistência (KOLOZSVARI; MACEDO, 2016)

Ademais, com o propósito de avaliar a variabilidade dos resultados contábeis, foi utilizado o modelo dos coeficientes de variação proposto por Eckel (1981), cujo objetivo é identificar resultados que apresentem interferência para que permaneçam estáveis e não apresentem oscilação excessiva (MARTINEZ, 2001). Os cálculos dos coeficientes de variação do lucro e das vendas estão representados na Equação 6:

$$\left| \frac{\sqrt{\frac{\sum(\Delta L - \bar{L}\Delta)^2}{n-1}}}{\bar{L}\Delta} \cdot \frac{\sqrt{\frac{\sum(\Delta V - \bar{V}\Delta)^2}{n-1}}}{\bar{V}\Delta} \right| \quad (6)$$

$$0,9 \leq |IS| \leq 1,1$$

Suavizadoras ≤ Área Cinzenta ≤ Não Suavizadora

Em que:  $IS$  = índice de suavização;  $\overline{\Delta L} = (L_t - L_{t-1})/L_{t-1}$ : oscilação anual do lucro;  $\overline{L\Delta}$ : média da oscilação anual do lucro;  $\overline{\Delta V} = (V_t - V_{t-1})/V_{t-1}$ : oscilação anual de vendas;  $\overline{V\Delta}$ : média da oscilação anual de vendas; e,  $\overline{V\Delta}$ : número de observações.

A lógica da teoria da área cinzenta é baseada na dificuldade de classificar as empresas caso elas possuam coeficientes dentro desse intervalo. Assim, esse procedimento auxilia na redução de possíveis erros de classificação, separando empresas que possuem índices não conclusivos devido à uma pequena diferença entre os coeficientes (INIGUEZ; POVEDA, 2004; CHALAYER, 1992).

Especificamente acerca da Equação 7, esta possui como variável dependente a variável categórica *rating* de crédito e como variáveis independentes, têm-se aquelas vinculadas à qualidade da informação contábil e ao desempenho econômico-financeiro. Desta forma, antes de expor a equação, faz-se necessário apresentar o Quadro 2 das variáveis utilizadas.

Quadro 2: Construto das variáveis adotadas no modelo de regressão

Dimensão	Variáveis	Operacionalização	Evidências	Relação Esperada	Referências	
<u>Variável dependente</u> Grau de <i>rating</i>	Variável categórica multinomial	Grau de investimento, Grau especulativo, Risco de <i>default</i> e Empresas sem classificação de <i>rating</i>	Empresas manipulam suas informações para influenciar as classificações atribuídas pelas agências de risco.	Não se aplica	Sibim, Campos e Colauto (2018) e Tonin e Colauto (2015).	
<u>Variáveis independentes</u>	Qualidade da Informação Contábil	Persistência	Coefficiente angular ( $\beta$ ) da Equação 5.	Empresas persistentes apresentam resultados sustentáveis e recorrentes, indicando menor risco de crédito.	+	Francis <i>et al.</i> (2004) e Schipper e Vincent (2003)
		Troféu Transparência	Variável <i>dummy</i> , 1 se foi premiada pela transparência, 0 caso contrário.	Empresas premiadas apresentam maior transparência pela divulgação de informações de qualidade, indicando menores riscos e maiores notas de <i>rating</i> .	+	ANEFAC (2017).
			Variável <i>dummy</i> , 1 se foi premiada em mais de um ano pela transparência, 0 caso contrário.			
		Gerenciamento de Resultados	Resíduos da regressão (accruals discricionárias) do modelo de gerenciamento de resultados de Khotari <i>et al.</i> (2005).	Empresas que gerenciaram resultados apresentaram notas de <i>rating</i> superiores.	+	Sibim, Campos e Colauto (2018); Alissa <i>et al.</i> (2013) e Demirtas e Cornaggia (2012)
		Suavização dos Lucros	Variável <i>dummy</i> , 1 se suaviza, 0 não suaviza.	À medida que a empresa se torna suavizadora maior é a chance dessa companhia obter atribuição de <i>rating</i> .	+	Tonin e Colauto (2015) e Castro e Martinez (2009).
<u>Variáveis de Controle</u>	Desempenho Econômico-Financeiro	Tamanho	$Ln (Ativo Total)$	Empresas de maior porte obtêm maiores classificações de <i>rating</i> .	+	Sibim, Campos e Colauto (2018); Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015), Demirtas e Cornaggia (2012) e Damasceno, Artes e Minardi (2008).
		Alavancagem	$\frac{Passivo Circulante + Passivo Não Circulante}{Ativo Total}$	Empresas com altos índices de alavancagem apresentam classificações de crédito inferiores.	-	Sibim, Campos e Colauto (2018); Murcia <i>et al.</i> (2014), Demirtas e Cornaggia (2012) e Kim <i>et al.</i> (2013).
		Crescimento de Vendas	$\Delta Receita Líquida$	Empresas com crescimento de vendas apresentam maiores notas de <i>rating</i> .	+	Sibim, Campos e Colauto (2018); Murcia <i>et al.</i> (2014), Demirtas e Cornaggia (2012) e Kim <i>et al.</i> (2013).
		Giro do Ativo	$\frac{Receita Líquida}{Ativo Total}$	Empresas com maior eficiência operacional apresentam classificações de crédito superiores.	+	Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) e Brito e Assaf Neto (2008).

		Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$	Empresas que possuem alta liquidez no curto prazo apresentam probabilidade de inadimplência é menor.	+	Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) e Brito e Assaf Neto (2008).
		ROE	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Empresas com maiores retornos obtêm maiores classificações de <i>rating</i> .	+	Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015) e Brito e Assaf Neto (2008).
		ROA	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$			

Fonte: Elaborado pelos autores.

Apresentado o constructo das variáveis que compõem o estudo, conforme Quadro 1, tem-se então, na sequência, o modelo de equação de regressão logit multinomial, Equação 7, para analisar as características que influenciaram na classificação do grau de *rating* das empresas da amostra pelas principais agências classificadoras de *rating*.

$$\ln \left( \frac{P(\text{Resultado}=Y|X)}{P(\text{Resultado}=4|X)} \right) = \beta_0 + \beta_1 PERS_i + \beta_2 TROF_i + \beta_3 AD_i + \beta_4 SUAV_i + \beta_5 TAM_i + \beta_6 ALV_i + \beta_7 CRSC_i + \beta_8 GA_i + \beta_9 LC_i + \beta_{10} ROE_i + \beta_{11} ROA_i + \varepsilon_i \quad (7)$$

Onde  $\ln \left( \frac{P(\text{Resultado}=Y|X)}{P(\text{Resultado}=4|X)} \right)$  é o logit multinomial tomando a categoria “Empresas sem classificação de rating” como referência e  $Y$  assume as três outras categorias descritas no Quadro 2, *PERS* é a persistência dos lucros; *AD* são as *accruals* discricionárias; *TAM* é o tamanho; *ALV* é a alavancagem; *CRSC* é o crescimento das vendas; *GA* é o Giro do Ativo; *LC* é a liquidez corrente; *ROE* é o retorno sobre o patrimônio; *ROA* é o retorno sobre ativo;  $\beta$  são os parâmetros a serem estimados, e, por fim,  $\varepsilon$  é o termo de erro aleatório.

Tal modelo, segundo Fávero *et al.* (2009), é uma técnica desenvolvida para investigar a relação entre variáveis explicativas, métricas e não métricas e uma variável dependente categórica linear. O modelo de regressão selecionado para estimar a probabilidade de a empresa ser classificada em algum grau de *rating* apresenta quatro categorias de resultados, que são: i) grau de investimento, ii) grau especulativo, iii) risco de *default*; e iv) sem classificação de *rating*. A categoria de referência são as empresas sem classificação de *rating*. No desenvolvimento do modelo, para avaliar a qualidade do ajuste do modelo, foi utilizado a matriz de expectativa de predição do modelo.

## 4. RESULTADOS

### 4.1. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Este estudo foi desenvolvido por meio de variáveis categóricas, onde foram criados 4 (quatro) grupos para análises, são eles: empresas com classificações no Grau Investimento, Grau Especulativo, Risco de *Default* e sem classificação de *rating*. Abaixo, Tabela 2, é exposta a frequência das notas das empresas desta pesquisa classificadas com grau de *rating*, durante o período de 2010- 2017.

Tabela 2: Frequência anual das notas de *rating* de crédito por grau de classificação

Rating	2010		2011		2012		2013		2014		2015		2016		2017		
	Fre q.	%	Fre q.	%	Fre q.	%	Fr eq.	%									
Investimento	brAAA	9	12%	13	15%	12	13%	16	16%	17	16%	8	7%	9	8%	14	12%
	brAA+	12	16%	17	19%	16	17%	14	14%	13	12%	22	21%	12	11%	10	9%
	brAA	7	9%	8	9%	10	11%	14	14%	15	14%	14	13%	8	7%	7	6%
	brAA-	11	14%	16	18%	19	20%	17	17%	14	13%	13	12%	22	20%	26	23%
	brA+	10	13%	5	6%	8	9%	7	7%	12	11%	11	10%	10	9%	12	10%
	brA	7	9%	8	9%	6	6%	9	9%	10	10%	7	7%	9	8%	7	6%
	brA-	8	11%	9	10%	8	9%	6	6%	2	2%	5	5%	5	4%	4	3%
	brBBB+	5	7%	5	6%	4	4%	5	5%	5	5%	5	5%	7	6%	8	7%
	brBBB	3	4%	5	6%	4	4%	2	2%	6	6%	6	6%	5	4%	5	4%
	brBBB-	1	1%	0	0%	1	1%	3	3%	2	2%	4	4%	5	4%	0	0%
<b>Total</b>	<b>73</b>	<b>96%</b>	<b>86</b>	<b>97%</b>	<b>88</b>	<b>95%</b>	<b>93</b>	<b>92%</b>	<b>96</b>	<b>91%</b>	<b>95</b>	<b>89%</b>	<b>92</b>	<b>82%</b>	<b>93</b>	<b>81%</b>	
Especulativo	brBB+	0	0%	0	0%	0	0%	2	2%	1	1%	1	1%	1	1%	3	3%
	brBB	0	0%	0	0%	1	1%	0	0%	2	2%	1	1%	4	4%	2	2%
	brBB-	0	0%	0	0%	1	1%	1	1%	1	1%	0	0%	0	0%	0	0%
	brB+	1	1%	1	1%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	0	0%	0	0%
	brB	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	0	0%	1	1%
	brB-	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	2	2%	2	2%
	<b>Total</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>1</b>	<b>1%</b>	<b>2</b>	<b>2%</b>	<b>3</b>	<b>3%</b>	<b>4</b>	<b>4%</b>	<b>5</b>	<b>5%</b>	<b>7</b>	<b>6%</b>	<b>8</b>	<b>7%</b>
Default	brCCC+	2	3%	0	0%	0	0%	1	1%	1	1%	1	1%	2	2%	1	1%
	brCCC	0	0%	2	2%	0	0%	1	1%	1	1%	0	0%	1	1%	3	3%
	brCCC-	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	1	1%	0	0%
	brCC	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	1	1%	3	3%	3	3%	2	2%
	brC	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%	1	1%	2	2%
	brD	0	0%	0	0%	3	3%	2	2%	2	2%	2	2%	5	4%	6	5%
	<b>Total</b>	<b>2</b>	<b>3%</b>	<b>2</b>	<b>2%</b>	<b>3</b>	<b>3%</b>	<b>5</b>	<b>5%</b>	<b>5</b>	<b>5%</b>	<b>7</b>	<b>7%</b>	<b>13</b>	<b>12%</b>	<b>14</b>	<b>12%</b>

Fonte: Elaborado pelos autores.

Ao analisar a Tabela 2, observa-se que há uma concentração de empresas da amostra que foram classificadas com grau de investimento, sendo esse considerado o grupo de alta qualidade de crédito e com baixo risco de *default*. Observa-se, também, um predomínio de empresas concentradas na classificação brAA- em 2017, indicando que as empresas possuem capacidade muito forte de honrar o compromisso financeiro em relação à obrigação, o que proporciona qualidade de crédito muito elevada. Ao verificar as classificações de grau especulativo, constata-se ao longo dos 8 anos, aumento no número de empresas, sendo esse grupo classificado como empresas que apresentaram incertezas financeiras, sendo vulneráveis ao não cumprimento de suas obrigações. Entretanto, em 2017, observa-se, predominância nas classificações brBB+ e brBB, o que as torna menos vulneráveis ao não pagamento do que outras emissões especulativas.

Ao comparar o exercício de 2017 com os demais, é possível verificar que há maior número de empresas em risco de *default*, esse número dobrou se comparado com 2015, o *default* é uma possibilidade real e apresenta elevado risco de crédito. Segundo Sibim, Campos e Colauto (2018) o aumento do número de empresas rebaixadas para o grau especulativo e risco de *default* são reflexos de fatores endógenos e exógenos que acabam interferindo nas avaliações das agências de risco. Possivelmente, as notas de *rating* foram alteradas em função do rebaixamento do risco soberano brasileiro e das dificuldades econômicas que o país vem enfrentando, e que acabam interferindo no desenvolvimento das empresas (SIBIM; CAMPOS; COLAUTO, 2018).

Por outro lado, na Tabela 3 são evidenciadas as estatísticas de medidas de posição e dispersão da amostra.

Tabela 3: Estática descritiva das variáveis quantitativas

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mín	Max
PERS	0,04740	0,23813	-0,58197	0,6373
AD	-0,20554	5,99808	-85,6772	11,327
TAM	7,01905	0,83899	4,5344	9,5094
ALV	18,6009	126,189	0,08490	1543,47
CRESC	1,82684	25,3946	-0,99870	376,652
GA	0,18525	0,16755	-0,36421	0,97916
LC	1,82532	2,62750	0,00539	35,5038
ROE	0,12390	1,46476	-6,30432	17,9091
ROA	-0,03653	0,46176	-6,11055	0,36186

**Nota:** PERS = persistência; AD = *accruals* discricionárias; TAM = tamanho; ALV = alavancagem; CRSC = crescimento; GA = Giro do Ativo; LC = liquidez corrente; ROE = retorno sobre o patrimônio; ROA = retorno sobre ativo

Fonte: Elaborado pelos autores.

No que tange à média dos valores de cada variável, destaca-se as *proxies* de qualidade da informação contábil. O valor médio da variável persistência é 0,0474, isso indica que as empresas estudadas, na média, apresentam uma baixa persistência dos lucros, pois a persistência está entre o limite 0 e 1, e quanto mais próximo de 0 menor é a persistência. As *accruals* discricionárias demonstra que as empresas gerenciam os resultados para atender a diferentes objetivos específicos, observa-se isso devido a diferença de sinais nos valores máximos e mínimos e o alto desvio padrão dos dados. Ademais, com base na Tabela 1, percebe-se que as variáveis apresentaram elevadas dispersões em relação à média, ou seja, altos desvios-padrão. No que se refere ao índice Tamanho das empresas, logaritmo natural do ativo total, observa-se pequeno desvio-padrão (0.838), não raro, em face das empresas de capital aberto serem em sua maioria de grande porte.

A partir da rejeição da hipótese nula da normalidade dos dados, procedeu-se com a análise da matriz de correlação de Spearman.

Tabela 4: Matriz de Correlação Sperman das variáveis explicativas

	PERS	AD	TAM	ALV	CRSC	GA	LC	ROE	ROA	
PERS	1,0000									
AD	0,0034	1,0000								
TAM	-0,0842	0,0498	1,0000							
ALV	0,0822	0,0413	-0,0534	1,0000						
CRSC	0,0896	0,0704	0,1328**	0,2010***	1,0000					
GA	-0,0186	0,0319	-0,0740	0,3807***	0,2460***	1,0000				
LC	0,0609	-0,0184	0,0231	-	0,2557***	-0,0656	0,1018	1,0000		
ROE	-0,0102	0,0257	-0,0267	0,1800***	0,1991***	0,3182**	*	-0,0740	1,0000	
ROA	-0,0056	0,1704**	0,1050	-0,0089	0,2717***	0,5256**	0,2942**	0,5324**	*	1,0000

**Nota:** PERS = persistência; AD = *accruals* discricionárias; TAM = tamanho; ALV = alavancagem; CRSC = crescimento; GA = Giro do Ativo; LC = liquidez corrente; ROE = retorno sobre o patrimônio; ROA = retorno sobre ativo

\*\*\* significativa ao nível de 1%, \*\* significativa ao nível de 5%, \* significativa ao nível de 10%.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A Tabela 4 foi elaborada na intenção de que se obtivessem indícios quanto à direção das relações entre as variáveis e, principalmente, identificar a presença de significância estatística, considerando a expectativa de inferências com  $p\text{-value} \leq 0,10$ . Nestes termos, é possível visualizar que não há correlações elevadas entre as variáveis utilizadas, indicando que cada atributo captura diferentes aspectos. Os resultados em tela indicam que as *proxies* de qualidade dos lucros não apresentam relação estaticamente significativa com as demais variáveis, salvo os AD que apresenta relação significativa e positiva com o ROA.

Diante da correlação das variáveis explicativas demonstradas acima, os índices que apresentaram maior grau de correlação foram: ROA e ROE (0,5324), isso porque ambos têm como numerador, quais seja, o lucro líquido.

Confirmando os indícios evidenciados após a análise da matriz de correlação, o modelo logístico foi estimado, conforme Tabela 5

Tabela 5: Modelo logit multinomial, considerando as empresas sem classificação de *rating* como base

RATING	COEF.	STD. ERR.	COEF.	STD. ERR.	COEF.	STD. ERR.
	GRAU DE INVESTIMENTO		GRAU ESPECULATIVO		RISCO DE DEFAULT	
<b>PERSISTÊNCIA</b>	0.45	0.88	2.53	2.30	<b>2.76*</b>	1.55
Persistência (rrr)	1.57	1.38	12.60	28.99	15.83	24.55
TROF_TRANSP						
PREMIADA	0.31	0.68	-15.97	1927.90	-1.01	1.34
Premiada (rrr)	1.37	0.93	0.00	0.00	0.36	0.49
<b>RECORRÊNCIA</b>	<b>1.76*</b>	<b>1.01</b>	<b>2.32</b>	<b>1.67</b>	<b>1.74</b>	<b>1.32</b>
Recorrência (rrr)	5.86	5.92	10.22	17.09	5.71	7.55
<b>ACCRUALS</b>	<b>-2.23*</b>	<b>1.25</b>	<b>-2.15</b>	<b>1.75</b>	<b>-0.50</b>	<b>1.11</b>
Accruals (rrr)	0.11	0.13	0.12	0.20	0.61	0.67
<b>SUAVIZAÇÃO</b>	0.24	0.60	<b>2.32**</b>	<b>1.19</b>	1.24	0.87
Suavização (rrr)	1.27	0.76	10.27	12.23	3.44	3.00
<b>TAMANHO</b>	<b>2.49***</b>	<b>0.42</b>	<b>3.09***</b>	<b>1.01</b>	<b>2.73***</b>	<b>0.69</b>
Tamanho (rrr)	12.15	5.09	22.15	22.41	15.39	10.56
ALAVANCAGEM	-0.02	0.10	-0.21	1.22	-0.01	0.05
Alavancagem (rrr)	0.98	0.10	0.81	0.99	0.99	0.05
CRESCIMENTO	0.03	0.25	-3.09	2.12	-0.24	0.92
Crescimento (rrr)	1.03	0.26	0.05	0.10	0.79	0.73
<b>GIRO DO ATIVO</b>	<b>-2.13</b>	<b>1.48</b>	<b>-7.84</b>	<b>7.90</b>	<b>-9.56***</b>	<b>3.53</b>
Giro do Ativo (rrr)	0.12	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00
LIQUIDEZ CORRENTE	-0.44**	0.19	-1.20	0.78	-0.36	0.35
Liquidez Corrente (rrr)	0.64	0.12	0.30	0.24	0.70	0.25
<b>ROE</b>	<b>-0.09</b>	<b>0.30</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.41</b>	<b>0.41**</b>	<b>0.20</b>
ROE (rrr)	0.91	0.27	0.98	0.41	1.51	0.31
ROA	2.58	1.93	0.10	4.76	-1.17	1.00
ROA (rrr)	13.24	25.53	1.10	5.23	0.31	0.31
<b>CONSTANTE</b>	<b>-17.11***</b>	<b>3.05</b>	<b>-23.10***</b>	<b>7.41</b>	<b>-20.21**</b>	<b>4.97</b>
Constante (rrr)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

(base outcome)

Pseudo R<sup>2</sup> = 0,3985

LR chi2, 39 gl = 168,83 | Prob &gt; chi2 = 0,0000

Nº observações = 219

Nota: rrr = razão de risco relativo (*relative risk ratios*);

\* / \*\* / \*\*\* denotam significância bi-caudal nos níveis 0,10 / 0,05 / 0,01, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

Os indicadores que medem a qualidade da informação contábil, estimados pelas *proxies* persistência, suavização de resultados e troféu transparência, apresentaram relação positiva, tal resultado indica que, à medida que aumenta a qualidade dos lucros em 0,1 unidade, estima-se que a variável dependente, que expressa a classificação do grau de *rating*, em detrimento das empresas sem classificação de *rating*, poderá aumentar. Por outro lado, o gerenciamento de resultados, estimado pelas *accruals* discricionárias, apresentou relação negativa. Esses resultados são contrários aos resultados de Demirtas e Cornaggia (2012), que verificaram que as empresas que gerenciaram seus resultados apresentaram notas de *rating* superiores. No entanto, conforme relatado por Sibim, Campos e Colauto (2018), o gerenciamento por *accruals* é detectado com mais facilidade pelas agências de risco e como consequência, observa-se o rebaixamento das notas de *rating*.

Com 1% de significância, é possível observar que empresas com classificação de *rating* são de maior porte, em detrimento das sem classificação, sendo que conforme Damasceno, Artes, Minardi (2008), Demirtas e Cornaggia (2012), Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2015), empresas de maior porte obtêm maiores classificações de *rating* e sua probabilidade de inadimplência é menor.

No tocante às variáveis de controle liquidez corrente e giro do ativo, elas obtiveram coeficientes estatisticamente significativos, conforme os p-valores da estatística Z (normal). Ambos os coeficientes dos índices apresentaram sinais negativos, diferente do esperado, contrariando os achados de Brito e Assaf Neto (2008). Em relação ao ROE, esse indicador apresentou relação positiva, conforme esperado.

Com relação aos demais resultados do modelo logit multinomial (Tabela 5), nota-se que o teste qui-quadrado, razão de verossimilhança para as todas as equações simultaneamente, indica que pelo menos uma das equações possui os coeficientes da regressão estatisticamente diferentes de zero, ao nível de

significância de 1%. No entanto, para verificar a capacidade explicativa do modelo, foram comparadas as classificações estabelecidas pelo modelo com a classificação realmente obtida pelas empresas componentes da amostra, conforme Tabela 4.

Tabela 6: Matriz de expectativa de predição do modelo

CLASSIFICAÇÃO DE <i>RATING</i>		CLASSIFICAÇÃO DAS AGÊNCIAS				TOTAL
		GRAU DE INVESTIMENTO	GRAU ESPECULATIVO	RISCO DEFAULT	SEM CLASSIFICAÇÃO	
CLASSIFICAÇÃO DO	GRAU DE INVESTIMENTO	63	0	0	19	82
	GRAU ESPECULATIVO	2	3	0	1	6
	RISCO DEFAULT	7	0	1	5	13
	SEM CLASSIFICAÇÃO	16	0	0	102	118
	<b>TOTAL</b>	<b>88</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>127</b>	<b>219</b>
SENSIBILIDADE		71.59%	100.00%	100.00%	80.31%	
ESPECIFICIDADE		85.50%	98.61%	94.50%	82.61%	
<b>CLASSIFICAÇÃO CORRETA DO MODELO</b>		<b>77.17%</b>				

Fonte: Elaborado pelos autores.

Com base no exposto acima, das 88 empresas com grau de investimento, 63 foram identificadas no modelo como de referido nível (71.59% de sensibilidade), 100% das empresas em grau especulativo e risco de *default* foram classificadas corretamente, enquanto 102 das 127 empresas enquadradas como sem classificação de *rating* foram classificadas corretamente (80.31% de sensibilidade). De um modo geral, o modelo previu 77.17% das empresas corretamente, sendo esse o *Count R2* (nº de previsões corretas / nº de observações), assim, pode-se dizer que o modelo obteve um satisfatório nível de acurácia.

## 4.2. DISCUSSÃO CONSUBSTANCIADA DOS RESULTADOS

Com base na literatura, é evidente que a informação contábil é um fator chave para determinação das classificações de *rating*, e isso cria uma oportunidade potencial para as companhias se beneficiarem no processo de classificação. Em consonância com Martinez e Castro (2009), Alissa *et al.* (2013), Demirtas e Cornaggia (2012), Tonin e Colauto (2015) e Sibim, Campos e Colauto (2018) este estudo encontrou evidências de que as empresas que apresentam classificação de *rating* apontam relação com a qualidade do lucro.

Tal constatação é relevante tanto para empresas com classificação definida quanto para as que não apresentam *rating*, uma vez que determinadas decisões dos gestores, a respeito dos números contábeis, apresentam relação com a nota atribuída e isso influencia na sinalização passada ao mercado, ou seja, o sinal de qualidade de crédito. Assim, as partes interessadas dessas companhias devem se atentar a situações que podem afetar negativamente a classificação dessas empresas.

Contribuímos com novas ideias para a literatura de classificações de crédito, fornecendo evidências empíricas de que os gestores empregam diferentes estratégias para afetar as percepções das agências de classificação sobre o risco da empresa. Em concordância com Sibim, Campos e Colauto (2018), a qualidade do lucro ocorre de maneira diferente entre o grau de classificação das companhias, isso porque quanto maior o grau maior é a qualidade de crédito. Alissa *et al.* (2013) aponta que a interferência na qualidade informacional tem impacto de curto prazo, visto a necessidade de reversão, no entanto, a classificação da qualidade de crédito baseada em informações gerenciadas podem ter consequências de longo prazo.

Em razão disso, os resultados deste estudo apontam que empresas classificadas no grau de investimento apresentam relação negativa com gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Sibim, Campos e Colauto (2018) esclarecem que companhias com alto grau de classificação não apresentam a mesma intensidade de gerenciamento de resultados que companhias em outro nível, isso porque agências classificadoras tendem a detectar com maior frequência tais práticas de manipulação. Além disso, observa-se que estar no grau de investimento sugere-se uma maior transparência em relação a informação contábil apresentada, sendo que a recorrência de reconhecimento pela transparência dos dados contábeis apresenta uma sinalização positiva ao mercado.

O grau especulativo indica aumento no número de companhias que foram classificadas nesse nível, sendo esse o grupo que apresenta incertezas financeiras. Isto posto, de acordo com a literatura, observa-se relação positiva da suavização de resultados e a nota atribuída, quando comparado as companhias não classificadas. Nesse contexto, a variável *dummy* (suaviza) demonstra que à medida que a companhia se torna

suavizadora maior é a chance dessa companhia obter atribuição de *rating*, similar ao resultado obtido no estudo de Castro e Martinez (2009) e Tonin e Colauto (2015). Ademais, está evidência corrobora a visão de Ferreira e Souza (2018), em que a suavização de resultados pode ser vista como um atributo desejável, já que a volatilidade dos resultados é indesejável ao mercado e indicativa de baixa qualidade da informação contábil.

Apesar da iminência do risco de crédito, os resultados apresentados nesta pesquisa destacam uma relação positiva e significativa da persistência para o grupo de empresas classificadas no grupo de risco de *default* quando comparado as empresas sem classificação. Este atributo, conforme destaca Dechow, Ge e Schrand (2010), aponta que ganhos mais persistentes são de qualidade superior aos ganhos menos persistentes, ou seja, de melhor qualidade. Neste cenário, a persistência indica que à medida que a companhia apresenta resultados mais sustentáveis maior é a chance de a companhia obter classificação de *rating*. Em adição, os resultados apontam que independentemente do aumento do número de companhias classificadas em risco *default*, resultados altamente persistentes são vistos pelos investidores como de melhor qualidade. Por fim, destaca-se que o aumento do grupo de empresas classificadas tanto no grau especulativo quanto no risco de *default*, possivelmente tem relação com rebaixamento do risco soberano brasileiro e as dificuldades econômicas que o país vem enfrentando.

Por fim, embora tenha ocorrido o descrédito da qualidade informacional dos relatórios contábeis provocados pelos escândalos financeiros do início dos anos 2000, observa-se a importância destes relatórios para composição das notas de *rating*. Isto porque mesmo que as agências de classificação assumam que os relatórios contábeis sejam razoáveis e precisos (ALISSA *et al.*, 2013) a literatura e os resultados desta pesquisa indicam como a qualidade do lucro interfere na classificação de *rating*.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo se valeu da utilização de regressão logística multinomial à fim de comparar as companhias que apresentam classificação de *rating*, seja grau de investimento, especulativo ou *default*, com as companhias que não apresentam classificação atribuída pelas principais agências. Valendo-se da literatura que envolve o impacto da informação contábil de qualidade acerca dos diferentes usuários da informação, acredita-se que empresas interferem nos resultados contábeis para influenciar as classificações de *rating*.

Dessa forma, reportando-se a aplicação de diferentes modelos de mensuração de qualidade do lucro observou-se que todas as variáveis se apresentaram estatisticamente significativas em pelo menos um grau de classificação de *rating*. Verificou-se que para o grau de investimento o gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários apresentou relação diferente do esperado, indicando que o gerenciamento por *accruals* é detectado pelas agências de risco e como consequência, observa-se graus de *rating* inferiores. Para este mesmo grupo, também se observou que quanto mais recorrente a empresa for premiada por sua transparência, maior seria a probabilidade de a empresa obter classificação de *rating*, isso pois as empresas vencedoras são aquelas que se destacam por seguir as melhores práticas contábeis, num esforço para apresentar o conjunto de informações mais objetivas para o mercado.

Quanto as variáveis suavização dos resultados e persistência dos lucros, ambas indicaram relação positiva esperada, indicando que medida que a empresa apresenta resultados menos voláteis e mais sustentáveis maior é a chance dessa companhia obter atribuição de *rating*. Os índices de desempenho econômico-financeiro estatisticamente significativo, forma: tamanho da empresa, liquidez corrente, giro do ativo e o ROE, sendo que a liquidez corrente e o giro do ativo apresentaram relação diferente da esperada. Por fim, quanto ao nível de acurácia do modelo, o mesmo foi capaz de prever corretamente 77,17% da amostra de dados, respectivamente, nível esse superior de alguns estudos na mesma área.

Ademais, os resultados encontrados evidenciam que a qualidade do lucro influencia nas classificações de crédito, indicando como a qualidade afeta os diferentes graus de classificação em relação as empresas sem determinação de *rating*. Dessa forma, os resultados obtidos sugerem que empresas com classificações superiores, não interferem na qualidade dos seus resultados da mesma forma que companhias de grau inferior, por apresentarem maior qualidade de crédito.

Como limitação da pesquisa encontra-se a ausência de uma série histórica das classificações de *rating*, o que não possibilitou realizar qualquer tipo de comparação com outros períodos, principalmente no que diz respeito à evolução dos resultados, podendo essa questão ser tratada em futuras pesquisas. Em relação à categorização da variável dependente, recomenda-se a adoção de uma escala ordinal, o que poderia levar a outros resultados em função do modelo utilizado.

Por fim, recomenda-se para futuras pesquisas a utilização de testes de causalidade com intuito de compreender para além da relação de dependência entre as variáveis *rating* e qualidade do lucro, sendo assim possível reforçar o impacto adotada no modelo. Sugere-se ainda a inclusão de novas variáveis

qualitativas como nível de *disclosure*, ressalvas em pareceres de auditoria, risco-país, informações de tendência, e impacto de informações de fatos relevantes.

## REFERÊNCIAS

- ALI, A.; ZHANG, W. Proximity to broad credit *rating* change and earnings management. **Social Science Research Network**. 2008.
- ALISSA, W., BONSALL, S. B., KOHARKI, K., PENN, M. W. Firms' use of accounting discretion to influence their credit *ratings*. **Journal of Accounting and Economics**, v.55, n. 2, p. 129-147, 2013.
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE. Troféu Transparência 2017: Regulamento. Disponível em: <[https://www.anefac.com.br/TrofeuTransparencia\\_internas.aspx?ID=2](https://www.anefac.com.br/TrofeuTransparencia_internas.aspx?ID=2)> Acesso em: 17 abr. 2018.
- BAIOCO, V.; ALMEIDA, J. E.; RODRIGUES, A. Incentivos da Regulação de Mercados sobre o Nível de Suavização de Resultados. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 24, n. 2, p. 110-136, 2014.
- BARTH, M. E.; LANDSMAN, W. R.; LANG, M. H. International Accounting Standards and Accounting Quality. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 3, p. 467-498, 2008.
- BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A. Modelo de Classificação de Risco de Crédito de Empresas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v.19, n.46, p. 18-29, 2008.
- CASTRO, M. A. R.; MARTINEZ, A. L. Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de capital no Brasil. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 6, p. 25-46, 2009.
- CHALAYER, S. **Identification et motivations des pratiques de lissage des résultats comptables des entreprises françaises cotées en Bourse**. 1992. Thèse (Doctorat)–Université de Saint-Etienne.
- DAMASCENO, D. L.; ARTES, R.; MINARDI, A. M. A. F. Determinação de *rating* de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. **Revista de Administração**, v. 43, n. 4, p. 344-355, 2008.
- DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. M. Understanding Earnings Quality. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 344-401, 2010.
- DECHOW, P.; SCHRAND, C. Earnings Quality. The Research Foundation of CFA Institute. **Charlottesville, Virginia**, 2004.
- DEMIRTAS, K. O.; CORNAGGIA, K. R. Initial credit *ratings* and earnings management. **Review of Financial Economics**, v. 22, n. 4, p. 135-145, 2012.
- ECKEL, N. The Income Smoothing Hypothesis Revisited. **Abacus**, v. 17, n. 1, p. 28-40, 1981.
- FÁVERO, L. P. L., BELFIORE, P. P., SILVA, F. L. D., CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Campus. 2009.
- FERNANDINO, G. F., TAKAMATSU, R. T.; LAMOUNIER, W. M. Impacto dos índices contábeis na aplicação de *rating* de crédito em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 25, n. 3, p. 78-94, 2015.
- FERREIRA, A. C.; SOUZA, A. A. Ensaio teórico sobre qualidade da informação contábil-earnings quality e os atributos baseados em dados contábeis. In: USP International Conference in Accounting, 18., 2018, São Paulo. **Anais...**São Paulo: USP, 2018.
- FITCH RATINGS. *Rating* Definitions. Disponível em: <<https://www.fitchratings.com/site/definitions>>. Acesso em: 20 de mai. 2018.
- FRANCIS, J., LAFOND, R., OLSSON, P. M., SCHIPPER, K. Costs of Equity and Earnings Attributes. **The Accounting Review**, v. 79, n. 4, p. 967-1010, 2004.
- GELBCKE, E. R., SANTOS, A. D., IUDÍCIBUS, S. D., MARTINS, E. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas. 2018.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting horizons**, v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- IÑIGUEZ, R.; POVEDA, F. Long-run abnormal returns and income smoothing in the Spanish stock market. **European Accounting Review**, v. 13, n. 1, p. 105-130, 2004.
- KOLOZSVARI, A. C.; MACEDO, M. A. DA S. Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 306-319, 2016.
- KOTHARI, S. P., LEONE, A. J., WASLEY, C. E. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. **Journal of Accounting and Economics**, v. 39, p. 163-197, 2005.
- MARTINEZ, A. L. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, 2008.

- MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos Resultados Contábeis: Estudo Empírico das Companhias Abertas Brasileiras**. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.
- MAZZIONI, S.; KLANN, R. C. Determinantes da qualidade da informação contábil sob a perspectiva das características empresariais. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 35, n. 1, p. 55-73, 2016.
- MOHANRAM, P. S. How to manage earnings management. **Accounting World**, v. 10, n. 1, p. 1-12, 2003.
- MOODY'S INVESTORS SERVICE. Understanding Moody's Corporate Bond *Ratings* And *Rating* Process. Disponível em: < <https://www.moody.com/sites/products/ProductAttachments/eeSpecialComment.pdf>>. Acesso em: 20 de mai. 2018.
- PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: **XXXI ENCONTRO DA ANPAD**, 31., 2007. Rio de Janeiro. Anais...Rio de Janeiro, 2007.
- PEREIRA, L. H. M.; MARTINS, O. S. *Rating* de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão, São Paulo**, v. 22, n. 2, p. 2005-221. 2015.
- RONEN, J.; YAARI, V. **Earnings management**. New York: Springer US, 2008.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. H.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3 ed. São Paulo: MacGraw-Hill, 2006.
- SIBIM; M. C.; CAMPOS; P. P.; COLAUTO, R. D. Gerenciamento de resultados e rating de crédito em companhias brasileiras de capital aberto In: Seminário em Administração, 21., 2018, São Paulo. **Anais...São Paulo: USP**, 2018.
- SIBIM; M. C.; CAMPOS; P. P.; COLAUTO, R. D.; CUNHA, J. V. A. Gerenciamento de resultados e risco de crédito em companhias brasileiras de capital aberto. In: XVIII Encuentro Internacional AECA, 18., 2018, Lisboa. **Anais ... Lisboa: AECA**, 2018.
- SILVA, A.; SOUZA, T. R.; KLANN, R. C. A influência dos ativos intangíveis na relevância da informação contábil. **Revista contemporânea de contabilidade**, v.14, n. 31, p. 26-45, 2017.
- SOARES, G. O. G.; COUTINHO, E. S.; CAMARGOS, M. A. Determinantes do rating de crédito de companhias brasileiras. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 3, p. 109-143, 2012.
- STANDARD AND POOR'S. Corporate *ratings* criteria. Disponível em: <[http://regulationbodyofknowledge.org/wpcontent/uploads/2013/03/StandardAndPoors\\_Corporate\\_Ratings\\_Criteria.pdf](http://regulationbodyofknowledge.org/wpcontent/uploads/2013/03/StandardAndPoors_Corporate_Ratings_Criteria.pdf)>. Acesso em: 20 de mai. 2018.
- STANDARD AND POOR'S. Guide to credit *rating* essentials: what are credit *ratings* and how do they work? Disponível em: < [https://www.spratings.com//documents/20184/760102/SPRS\\_Understanding-Ratings\\_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa](https://www.spratings.com//documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa)>. Acesso em: 05 de abr. 2018.
- TONIN, J. M. F.; COLAUTO, R. D. Relação entre income smoothing e *ratings* em companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contabilidade Vista & Revista, Belo Horizonte**, v. 26, n. 1, p. 104-122, 2015.
- TRIGO, F. G.; MARTÍNEZ, V. P. El alisamento de beneficios en El sector electrico: um estudio empirico. **Revista Española de Financiación y Contabilidad**. v. 21, n. 66, p. 265-283, 1991.
- VASCONCELOS, C.; REIS, D.; MIYASHIRO, I.; PAULO, E. A influência da cobertura das empresas de rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 2, n. 3, p. 37-52 2008.