



**UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA**

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - FACE  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS - DCCA  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS - PPGCONT**

**GRAZIELLE TATIANE SANTANA**

**QUALIDADE DOS LUCROS E REPUTAÇÃO CORPORATIVA DAS  
EMPRESAS NO BRASIL: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA PERSISTÊNCIA**

**Brasília – DF**

**2017**

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UnB

**Reitor:**

Professora Doutora Márcia Abrahão

**Vice-Reitor:**

Professor Doutor Enrique Huelva

**Decano de Pesquisa e Pós-Graduação:**

Professor Doutor Cláudio Henrique Soares Del Menezzi

**Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade:**

Professor Doutor Roberto de Goés Ellery Junior

**Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:**

Professor Doutor José Antônio de França

**Coordenador Geral do Programa de Pós Graduação em Ciências Contábeis da UnB:**

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

**GRAZIELLE TATIANE SANTANA**

**QUALIDADE DOS LUCROS E REPUTAÇÃO CORPORATIVA DAS  
EMPRESAS NO BRASIL: UMA ANÁLISE SOB A ÓTICA DA PERSISTÊNCIA**

Dissertação apresentada como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (PPGCONT) da Universidade de Brasília (UnB).

**Linha de pesquisa:** Impactos da Contabilidade no Setor Público, nas Organizações e na Sociedade

**Orientador:** Professor Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves

**Brasília, DF**

**2017**



## AGRADECIMENTOS

Gostaria, inicialmente, de agradecer a Deus por sua eterna bondade e misericórdia, de maneira que ao me proporcionar essa oportunidade me preparou para lidar com as dificuldades e percalços que apareceriam no decorrer do caminho. Sei que foi por Ele e através dele que encontrei forças e sabedoria para lidar com as noites mal dormidas, com os finais de semana sem sair de casa e com as diversas horas de estudos seguidas.

Agradeço, também, ao meu orientador Prof. Doutor Rodrigo de Souza Gonçalves por acreditar no meu potencial e me proporcionar um desenvolvimento técnico e pessoal durante o desenvolvimento dessa pesquisa.

Durante esse percurso, me deparei diversas vezes com o que acreditava ser o meu limite e, nesses momentos, obtive ajuda de diversas pessoas queridas que me deram forças e encorajamentos de maneira que ultrapassei as minhas barreiras e me superei.

Aos meus pais, Rubens e Miriam, e a minha irmã Giselle, por todo amor, paciência e motivação.

Ao Rafael, pelos momentos que deixamos de estar juntos para que eu pudesse me dedicar. Por seu amor e carinho e por nunca me deixar desistir.

Às minhas amigas, pela compreensão e encorajamento.

A todos que de alguma forma contribuíram para que eu estivesse preparando meu caminho e fazendo o meu melhor, porque sem dúvidas o mestrado é para mim um propósito muito maior do que uma gratificação imediata proporciona.

## RESUMO

As empresas buscam legitimizar suas atividades frente aos *stakeholders* por meio de práticas de responsabilidade social. A reputação corporativa surge como a percepção dos *stakeholders* dessas ações sociais, de maneira que eles exigem maior transparência e relatórios financeiros de maior qualidade. As empresas com maior demanda por esses relatórios, devem apresentar maior qualidade visto que os aspectos financeiros e organizacionais da reputação não são vistos isoladamente e, portanto, comportamentos inadequados podem ameaçar a reputação de uma empresa. Sendo assim, quanto mais positiva a reputação corporativa de uma determinada empresa, melhor será a avaliação por parte do mercado de ações, bem como no desempenho contábil e financeiro. A partir dessa relação, este estudo tem por objetivo verificar se a reputação corporativa contribui para uma maior persistência nos lucros das empresas brasileiras abertas. A reputação corporativa é um conjunto de percepções de diferentes *stakeholders*, portanto, como *proxies* de reputação, considerou-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) para captar percepções de investidores e o Índice de *Social Disclosure* (ISD) para captar percepções dos investidores e usuários externos. A qualidade dos lucros foi mensurada pela persistência dos lucros, sob a hipótese de que empresas com maior reputação corporativa apresentam lucros mais persistentes e, portanto, mais úteis para fins de decisões econômicas e financeiras. Para tanto, foram analisadas uma média de 48 empresas abertas no período de 2011 a 2015. Os resultados evidenciam que a reputação corporativa, mensurada pelo ISD, afeta a qualidade dos lucros positivamente, contudo não contemporaneamente. Verificou-se que essa associação positiva ocorre de maneira dinâmica, pois o mercado precifica as informações disponíveis prospectiva e retroativamente. Ressalta-se que, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) não apresentou significância estatística, não sendo possível afirmar que a reputação corporativa, mensurada por esse índice, afeta a qualidade dos lucros.

**Palavras-chave:** Qualidade dos Lucros. Persistência dos Lucros. Reputação corporativa. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Índice Social Disclosure (ISD). Efeito *lead-lag*.

## ABSTRACT

Companies seek to legitimize their activities stakeholders by means of social responsibility practices. Corporate reputation arises with the stakeholders' perception of these social actions, so they require greater transparency and better quality financial reporting. The firms with the highest demand for these reports should be of a higher quality since the financial and organizational aspects of reputation are not seen in isolation and, therefore, inappropriate behavior can threaten a company's reputation. Thus, the more positive the corporate reputation of a particular company, the greater the positive effect on the stock market and on the accounting and financial performance. Based on this relationship, this study aims to verify if corporate reputation contributes to a better persistence of the earnings of Brazilian publicly traded companies. Corporate reputation is a set of perceptions of different stakeholders, therefore, as proxies of reputation, it was considered both the Corporate Sustainability Index (CSI), that was used to capture investor perceptions, and the Social Disclosure Index (SDI) that was used to capture perceptions of investors and external users. The quality of earnings was measured by the persistence of the earnings, because of the assumption maintained that the more persistent earnings are sustainable and therefore more useful for economic and financial decisions. For that, an average of 48 companies were analyzed in the period from 2011 to 2015. The results show that corporate reputation, measured by SDI, affects the quality of earnings positively, but not contemporaneously. It was verified that this positive association occurs dynamically, because the market prices the information available prospectively and retroactively. It should be noted that the Corporate Sustainability Index (CSI) did not present statistical significance, and it can not be affirmed that the corporate reputation measured by this index affects the quality of the earnings.

**Key words:** Quality of Earnings. Persistence of Earnings. Corporate Reputation. Corporate Sustainability Index (ISE). Social Disclosure Index (ISD). Lead-lag effect.

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - População e amostra da pesquisa por empresa.....	34
Tabela 2 - Amostra da pesquisa por observações.....	34
Tabela 3 - Distribuição das empresas e observações por setor de atividade .....	35
Tabela 4 - Resumo das variáveis de controle e sinal esperado.....	41
Tabela 5 - Composição da amostra por ISE .....	46
Tabela 6 - Quartis do nível de social disclosure.....	48
Tabela 7 - Nível de evidenciação total por empresa e por categoria de ISD.....	49
Tabela 8 - Nível de ISD por setor.....	51
Tabela 9 - Associação entre as <i>proxies</i> de reputação corporativa .....	52
Tabela 10 - Qualidade do lucro médio das empresas listadas e não listadas no ISE.....	53
Tabela 11 - Qualidade do lucro média das empresas por ISD.....	53
Tabela 12 - Relação entre as proxies de Reputação Corporativa e a Qualidade do lucro médio .....	54
Tabela 13 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo .....	55
Tabela 14 - Matriz de correlação das variáveis do modelo .....	57
Tabela 15 - Resumo das Matriz de correlação das variáveis do modelo com ISD defasado ...	58
Tabela 16 - Teste de Heteroscedasticidade.....	59
Tabela 17 - Teste de Multicolineariedade .....	60
Tabela 18 - Resumo dos Testes de raiz unitária .....	61
Tabela 19 - Testes $Q$ para autocorrelação .....	62
Tabela 20 -Estimação da persistência dos lucros com defasagem prospectiva $d(+)$ .....	64
Tabela 21 -Estimação da persistência dos lucros com defasagem retrospectiva $d(-)$ e prospectiva $d(+)$ .....	66
Tabela 22 - Estimação da persistência dos lucros por efeitos aleatórios.....	69
Tabela 23 - Resultados esperados e observados entre QL e as variáveis independentes .....	70

## LISTA DE GRÁFICOS

Figura 1 - Empresas da amostra que compõe ou não o ISE .....	47
Figura 2 - Empresas ISE: Amostra <i>versus</i> Carteiras .....	48
Figura 3 - Dispersão da variável dependente QL .....	60
Figura 4 - P-value de $ISDt_{-3}$ a $ISDt_{+3}$ .....	67

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1 REPUTAÇÃO CORPORATIVA, RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA e DIVULGAÇÃO SOCIAL .....	17
2.2 QUALIDADE DOS LUCROS .....	24
2.2.1 <i>Proxy</i> da Qualidade do Lucro (QL).....	27
2.3 QUALIDADE DOS LUCROS, RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E REPUTAÇÃO CORPORATIVA.....	29
3 PROCEDIMENTOS METODÓLOGICOS .....	32
3.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO .....	32
3.2 OBJETO DO ESTUDO.....	32
3.3 SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	33
3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E DO MODELO ECONOMÉTRICO.....	36
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA .....	45
4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS .....	46
4.1 ANÁLISE QUALITATIVA DAS <i>PROXIES</i> DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA....	46
4.2 ANÁLISE DESCRITIVA .....	53
4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: PERSISTÊNCIA E REPUTAÇÃO CORPORATIVA.....	56
5 CONCLUSÃO.....	72
REFERÊNCIAS .....	75
APÊNDICE A – Descrição em categorias de cada item do Índice de Social Disclosure .....	84
APÊNDICE B – Carteiras do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).....	88
APÊNDICE C – Matrizes de Correlação por trimestre.....	89
APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B) .....	93

## 1 INTRODUÇÃO

Roberts e Dowling (2002) argumentam que uma boa reputação corporativa tem valor estratégico para as empresas que as possuem, tendo em vista que ela é produto de um processo competitivo no qual a empresa sinaliza suas características distintas para as partes interessadas, internas e externas à empresa, com o objetivo de conseguir a aprovação da sociedade (PETRICK *et al.*, 1999; MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003; DEEGAN, 2002).

Essa busca por legitimidade, incentiva os gestores a divulgarem informações sobre seus diversos programas e iniciativas a grupos de interessados específicos para indicar que estão em conformidade com as expectativas dos *stakeholders* (FOMBRUN e SHANLEY, 1990). Desta forma, as empresas ganham apoio dentro de seus contextos institucionais para construir suas reputações, por meio de sinais emitidos às partes interessadas, os quais são então utilizados para formar impressões das organizações (DEEPHOUSE e CARTER, 2005; WALKER, 2010).

Sabendo que a reputação corporativa pode ser vista como um resumo dessas percepções detidas por todas as partes interessadas (DAVIES *et al.*, 2001), as divulgações de iniciativas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) podem ser entendidas como uma gestão de impressões e estratégias, com objetivo de influenciar a reputação corporativa (ROBERTS e DOWLING, 2002). Assim, as empresas utilizam a primazia da informação financeira no processo de tomada de decisão dos *stakeholders* para influenciar as percepções sobre as atividades por elas realizadas e legitimar o seu comportamento junto à sociedade (GRAY *et al.*, 1995). Tendo em vista o contrato social implícito, os interessados esperam que essas atividades sejam conduzidas com base na confiança e passam a exigir informações mais transparentes (GRAY *et al.*, 1987).

Nesta perspectiva, segundo Atkins *et al.* (2006) quando os *stakeholders* demandam por "responsabilidade social", eles na verdade procuram, dentre outras iniciativas, por maior transparência nos relatórios financeiros. A ideia é que as empresas que se comportam de forma socialmente responsável podem relatar informações financeiras mais transparentes e apresentar uma imagem mais fidedigna da situação financeira global da empresa (SALEWSKI e ZULCH, 2012; MUTTAKIN *et al.*, 2015).

Portanto, devido a esse aumento na demanda de investidores, consumidores e outras partes interessadas por transparência em todos os aspectos das empresas (KIM *et al.*, 2012), as

organizações estão sujeitas a contínuas pressões no sentido de serem ou parecerem mais socialmente responsáveis (CALEGARI *et al.*, 2016).

Yip *et al.* (2011) lançam luz sobre como as práticas de RSC estende-se a outros aspectos do comportamento corporativo, como a transparência na elaboração de relatórios financeiros. Zhang *et al.* (2011) evidenciam que os relatórios sociais enriquecem a divulgação de informações corporativas, refletindo o desenvolvimento sustentável da empresa e o nível de risco. Os autores demonstram que a maior transparência das informações, por meio de relatórios de responsabilidade social corporativa de maior qualidade, permite às partes interessadas reduzirem o risco de investimento e aumentarem a confiança nas empresas.

Portanto, faz-se necessário a assunção ativa de responsabilidades sociais, atribuindo-se maior qualidade aos relatórios de divulgação, reforçando assim a reputação corporativa. Idealmente, a divulgação corporativa e social deve proporcionar maior *accountability* às empresas, de modo que se pode supor que a divulgação social e ambiental disponível terá relevância para os usuários, haja vista o processo de engajamento das partes interessadas corporativas (MAHJOUB e KHAMOUSSI, 2012).

Segundo Jones (1995), a capacidade da empresa em sinalizar essa reputação, por meio de ações junto aos stakeholders, pode levar a uma melhoria de performance financeira. A explicação é de que ações de desenvolvimento social sustentáveis são sinais que contribuem para a projeção de uma imagem socialmente responsável, levando a uma maior legitimidade organizacional e permitindo que as empresas gerenciem os riscos de reputação, tendo em vista que uma boa reputação gera novas oportunidades de negócio, por meio da obtenção de vantagens competitivas no mercado.

Cabral (2015) sugere que empresas que projetam boa reputação corporativa possuem incentivos para investir em reputação, de maneira que ela passa a ser uma fonte, não só de persistência de reputação, mas também de persistência de desempenho financeiro. Portanto, essas empresas possuem maior probabilidade de comunicar lucros mais desejáveis para os *stakeholders*, de maneira que eles passam a exigir maior transparência e relatórios financeiros mais corretos e credíveis (HEALEY e PALEPU, 2001; BARTON e WAYMIRE, 2004).

De acordo com Givoly *et al.* (2010), as empresas com maior demanda por tais informações, tendem a apresentar maior qualidade dos lucros. A qualidade da informação contábil é influenciada por vários fatores, a maior parte do qual decorre dessa demanda (GIVOLY *et al.*, 2010; SOUSA e GALDI, 2016).

Segundo Orchis *et al.* (2005), a prática da responsabilidade social de forma correta pode melhorar o desempenho e a sustentabilidade da empresa a médio e longo prazos. Essas afirmações são corroboradas pelos achados de Roberts e Dowling (2002) e Cabral (2015), os quais concluem pela existência de uma relação positiva entre reputação e persistência do desempenho financeiro. As evidências mostraram que as empresas com reputações corporativas relativamente boas possuem maior capacidade de sustentar lucros superiores ao longo do tempo.

A qualidade dos lucros refere-se à capacidade de os lucros reportados refletirem os ganhos reais da empresa, bem como a capacidade desses lucros de prever lucros futuros. Qualidade dos lucros também se refere à persistência e sustentabilidade dos resultados.

Embora a qualidade do lucro seja conceitualmente ampla, para fins do presente estudo, o lucro de boa qualidade é aquele que possuir capacidade de se sustentar ao longo do tempo e for um bom indicador de lucros futuros (PENMAN e ZHANG, 2002).

Vários estudos já foram realizados a fim de explorar a relação entre reputação corporativa e qualidade dos lucros, (DECHOW, GE e SCHRAND, 2010; FIRMINO, DAMASCENA e PAULO, 2010; YIP *et al.*, 2011; KIM *et al.*, 2012; CHIH *et al.*, 2012; SALEWSKI e ZULCH, 2012; MELO, 2012; PYO e LEE, 2013; DARABI e MAHMOODI, 2014; BELGACEM e OMRI, 2015; MUTTAKIN *et al.*, 2015; DEFOND e ZHANG, 2014), entretanto, nenhum deles no Brasil.

Diante disso, pode-se levantar o seguinte problema de pesquisa: **Qual a relação entre a reputação corporativa e a persistência dos lucros, em razão de práticas de divulgação e maior transparência?**

## 1.1 OBJETIVOS

Considerando-se o problema de pesquisa, o objetivo geral deste estudo é verificar a relação entre a reputação corporativa e a persistência dos lucros, ou seja, se quanto melhor a reputação corporativa, maior a qualidade dos lucros.

Para alcance do objetivo geral são propostos os seguintes objetivos específicos: Identificar um ou mais indicadores que permitam capturar a reputação corporativa das empresas; mensurar as *proxies* de reputação corporativa; mensurar a qualidade dos lucros, sob

o enfoque da persistência; e testar a relação entre a reputação corporativa e a qualidade dos lucros.

## 1.2 HIPÓTESE

Os escândalos corporativos que afetaram grandes empresas, apesar de várias delas possuírem *status* de "empresas socialmente responsáveis" testemunham a existência de práticas contábeis fraudulentas, onde os abusos das normas de contabilidade tornaram-se recorrentes, visto que à medida que a economia desacelera, os gestores têm cada vez mais dificuldade de cumprir as metas estabelecidas e de sustentar os elevados ganhos (DECHOW e SCHRAND, 2004; BELGACEM e OMRI, 2015). Nesse contexto, a qualidade dos lucros está relacionada ao fornecimento de sinais que poderão significar ineficiente alocação de recursos e transferência de riqueza não intencional (COELHO e LIMA, 2009; DEFOND, 2010).

Esse fato, aliado a busca por legitimidade das organizações, a fim de construir suas reputações corporativas, faz com que a transparência da informação se tornasse um dos focos da teoria econômica. Sabendo que uma reputação corporativa é desenvolvida, dentre outras formas, quando as empresas são transparentes na condução de seus negócios (FOMBRUN; RIEL, 2004), a qualidade da informação passa a ser uma das demandas dos *stakeholders*.

Por conseguinte, se supõe uma relação positiva entre a divulgação social e a qualidade dos lucros das empresas (BELGACEM e OMRI, 2015). Essa relação também está em linha com os resultados anteriores de Choi e Pae (2011) e Kim *et al.* (2012). Levando em consideração os pontos apresentados, entende-se, no estudo em questão, que as empresas com maior reputação corporativa deveriam apresentar lucros mais persistentes. Portanto, a seguinte hipótese é testada:

**H<sub>1</sub> – Há relação positiva entre Reputação Corporativa (RC) e a Qualidade dos Lucros (QL) nas empresas brasileiras abertas.**

## 1.3 JUSTIFICATIVA

A pesquisa sobre a divulgação social e ambiental corporativa tende a explorar como a empresa usa essa divulgação para atender aos *stakeholders* e como tal divulgação pode ser empregada para garantir a legitimidade das organizações (GRAY *et al.*, 1955; DEEGAN, 2002

e MAHJOUB e KHAMOUSSI, 2012). Assim, as empresas têm a oportunidade de demonstrar sua responsabilidade corporativa por meio da comunicação de informações sobre o impacto de suas atividades no ambiente e na sociedade em geral (HONG e ANDERSEN, 2011).

Essa comunicação, realizada por meio das divulgações sociais, deveria impactar a reputação corporativa a partir das percepções dos *stakeholders*. Roberts e Dowling (2002) afirmam que quanto mais positiva a reputação corporativa de uma determinada empresa, maior o efeito positivo no mercado de ações e no desempenho contábil e financeiro da empresa, verificando que empresas com relativamente boa reputação conseguem sustentar uma lucratividade superior ao longo do tempo.

Os achados de Mahjoub e Khamoussi (2012) corroboram com essas evidências, ao demonstrarem uma associação positiva entre a divulgação social e ambiental e a persistência dos lucros.

Os diversos estudos que analisaram essa relação (LUCHS *et al.*, 2009; YIP *et al.*, 2011; KIM *et al.*, 2012; CHIH *et al.*, 2012; SALEWSKI e ZULCH, 2012; PYO e LEE, 2013; BELGACEM e OMRI, 2015; MUTTAKIN *et al.*, 2015; BOZZOLAN *et al.*, 2015), foram realizados em países desenvolvidos, sendo limitado o número de estudos que analisaram essa relação nos países em desenvolvimento (DARABI e MAHMOODI, 2014), como o Brasil.

Contudo, nos últimos anos, o interesse nessa temática tem crescido, de maneira que entender os benefícios trazidos pela reputação corporativa sob a rentabilidade das empresas que as possuem pode se tornar uma vantagem competitiva às organizações que possuem tais características (FOMBRUN e SHANLEY, 1990). Além disso, segundo Bertomeu e Magee (2011), a baixa qualidade dos relatórios financeiros reduz a capacidade dos investidores e de outros usuários das informações financeiras de observar a verdadeira situação financeira e econômica da empresa em tempo hábil, causando uma reação indesejada e induzindo transferências de riqueza não intencionais.

Portanto, busca-se identificar se há evidências de relação positiva entre reputação corporativa e a qualidade dos lucros das empresas brasileiras. Este estudo avança no sentido de verificar se as empresas com maior reputação corporativa podem apresentar lucros mais persistentes em razão de suas práticas internas de divulgação e maior transparência, face aos aspectos relacionados a sustentabilidade corporativa.

Além disso, lança luz sobre como a reputação corporativa se estende a outros aspectos do comportamento corporativo, tendo em vista que o enfoque do presente estudo é diferente do

levantado na literatura brasileira atual de qualidade dos lucros, a qual tem sido dominada por previsões baseadas no oportunismo gerencial (SALEWSKI e ZULCH, 2012, BELGACEM e OMRI, 2015; MUTTAKIN *et al.*, 2015).

#### 1.4. ORGANIZAÇÃO

Este estudo está organizado em cinco capítulos. O próximo capítulo revê a literatura e, em seguida, a fim de contextualizar o problema de pesquisa, ressalta sua fundamentação e relevância. A metodologia e resultados empíricos do trabalho são abordados no terceiro e quarto capítulos. Por fim, termina-se o estudo com uma discussão e conclusão, dispostas no capítulo 5.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 REPUTAÇÃO CORPORATIVA, RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA e DIVULGAÇÃO SOCIAL

Desde a década de 1990, os pesquisadores têm adotado diferentes definições para o termo reputação corporativa (BARNETT *et al.*, 2006). Fombrun e Rindova (1996), Vance e De Ângelo (2007) e Balan (2015), argumentam que este problema acerca da definição sobre o conceito de reputação corporativa deriva, principalmente, da multidisciplinidade dos estudos por pesquisadores de diferentes áreas, como: economistas, contadores, sociólogos, profissionais de marketing, dentre outros, os quais exploram a construção de diferentes perspectivas disciplinares.

Para Fombrun e Shanley (1990) a reputação corporativa é uma representação coletiva das ações e resultados passados de uma firma que descrevem a capacidade da mesma para entregar bons resultados as múltiplas partes interessadas. Ela mede a posição relativa de uma firma, tanto internamente, quanto aos seus funcionários, quanto externa, como, por exemplo, os investidores, fornecedores.

Outra perspectiva sobre o conceito de reputação corporativa é fornecida por Walker (2010), o qual considera a definição de reputação corporativa como uma representação cognoscível relativamente estável, agregado de ações passadas de uma empresa e as perspectivas futuras comparadas com algum padrão. A abordagem de Walker (2010), ao examinar o conceito de reputação corporativa, é baseada na definição de Fombrun (1996). No entanto, o autor acrescenta, ao lado dos atributos já destinados à reputação corporativa (baseada em percepções, percepção agregada de todas as partes interessadas e comparativa) mais duas características: o tipo (positiva ou negativa) e sua natureza temporal (durável, duradouro).

Walker (2010), aborda a reputação a partir da revisão bibliométrica de inúmeros estudos que trouxeram definições acerca de reputação corporativa, e criou um modelo de análise com foco em três das teorias: teoria institucional, da teoria de sinalização e a teoria da Visão baseada em recursos – RBV. A ideia central é de que a reputação corporativa é um processo onde o ponto de vista teórico é construído em torno de uma transferência "de pré-ação, à ação, à pós-ação" (WALKER, 2010). Seguindo esta ideia, a teoria institucional é focada na construção de reputação. Sua principal contribuição para o corpo existente de estudos consiste na criação do

contexto que corresponde aos momentos da pré-ação a pós-ação. Com foco no contexto e na construção reputacional, a teoria institucional é muitas vezes aplicada em um estágio de pré-ação e ação.

A teoria institucional aplicada ao campo das ciências sociais, surgiu com os estudos realizados a partir da década de 1970, principalmente com o trabalho de Meyer e Rowan (1977), segundo os quais as organizações são levadas a incorporar as práticas e procedimentos definidos pelos conceitos racionalizados predominantes no ambiente organizacional e institucionalizados na sociedade. Neste contexto, as organizações estão estruturadas em conformidade com as características do ambiente a qual estão inseridas e tendem a ser tornar isomórficas com ele (HOQUE, 2006; LIZSZBINSKI *et al.*, 2014).

Uma explicação para o isomorfismo é que as organizações tendem a se assemelhar às demais que enfrentam o mesmo conjunto de condições ambientais, refletindo uma tendência de similaridade de forma e estrutura em relação ao ambiente institucional (ZUCKER, 1987). A ideia por trás da institucionalização é de que muitas iniciativas organizacionais se tornam legitimadas dentro de um ambiente e, portanto, a busca pela legitimidade faz com que as organizações tendam a adaptar suas estruturas e procedimentos ao meio no qual estão inseridas.

Sendo assim, a teoria institucional é usada para examinar como as empresas ganham legitimidade e apoio dentro de seu ambiente institucional, a fim de construir suas reputações (DEEPHOUSE e CARTER, 2005; WALKER, 2010). De acordo com a visão de que as organizações são parte de um sistema social mais amplo, a ideia de "legitimidade" pode estar diretamente relacionada ao conceito de "contrato social". Segundo Mathews (1993), o contrato social é uma forma pela qual a instituição social opera na sociedade e a sua sobrevivência está associada ao cumprimento das expectativas da comunidade.

Desta forma, a legitimidade é uma maneira pela qual a empresa opera e relata seus valores e ações sociais a fim de obter a "aprovação" da sociedade, a qual depende de fornecer certas evidências de desempenho social e ambiental (DEEGAN, 2002). Segundo O'Donovan (2002), as organizações estão sujeitas a contínuas pressões no sentido de serem ou parecerem mais socialmente responsáveis, o que incentiva os gestores a divulgar informações sobre seus diversos programas e iniciativas a grupos de interessados específicos para indicar que estão em conformidade com as expectativas dos *stakeholders* e a realizarem práticas que evidenciem uma performance sob o aspecto da sustentabilidade corporativa, baseada em eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa (BM&FBOVESPA, 2016).

Segundo Deegan (2002), várias pesquisas evidenciam as práticas para buscar maior reputação corporativa são motivadas pelo interesse de legitimar vários aspectos das organizações. Esta pode ser uma estratégia para uma organização quando ocorrerem eventos que são percebidos pela administração como sendo prejudiciais à reputação da organização e, talvez, à sua sobrevivência. De fato, alguns estudos (LINDBLÖM, 1994; O'DONOVAN, 2002; DEEGAN *et al.*, 2002; MILNE e PATTEN, 2002; O'DWYER, 2002) fornecem evidências de que a divulgação de informações sociais e ambientais, em meios como o relatório anual, é realizada para fins de legitimação.

Essa motivação para relatar (legitimar as operações da organização) seria em contraste com uma abordagem de relatório que reflete a aceitação, ou uma responsabilidade, por parte dos gerentes de divulgar informações para aqueles que têm o direito de saber (DEEGAN, 2012), ou seja, a informação é divulgada por razões estratégicas. Nesse sentido, Neu *et al.* (1998) encontraram evidências de que alguns grupos específicos podem ser mais eficazes do que outros em exigir divulgações de responsabilidade social. Eles descobriram que as empresas em particular eram mais sensíveis às demandas ou preocupações das partes interessadas financeiras e reguladores governamentais, em detrimento das preocupações da sociedade em geral.

Desta forma, as empresas ganham legitimidade e apoio dentro de seus contextos institucionais para construir suas reputações (DEEPHOUSE e CARTER, 2005; WALKER, 2010), sendo que os esforços para construir uma reputação devem considerar o contexto social específico.

Na fase da ação, explica-se como as escolhas estratégicas de empresas que emitem sinais, os quais são então utilizados pelas partes interessadas para formar impressões das organizações e, conseqüentemente, construir e manter a reputação corporativa (WALKER, 2010). Nessa fase, a teoria da sinalização é aplicada, sendo o foco nos sinais enviados pelas empresas e as subseqüentes percepções das partes interessadas. Nesse contexto, as reputações se formam com as partes interessadas observando as escolhas e comportamentos estratégicos das empresas e extraindo destas observações inferências sobre as características e capacidades destas empresas (BASDEO *et al.*, 2006).

A reputação é, portanto, produto de um processo competitivo no qual a empresa sinaliza suas características distintas para as partes interessadas, internas e externas à empresa, com o objetivo de atestar o seu comportamento confiável (PETRICK *et al.*, 1999; MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003). Segundo Fombrun (1996), tendo em vista que a reputação

corporativa é baseada em percepções, ela deve ser apresentada a partir das percepções globais de todos os *stakeholders*. O autor define dois componentes da reputação corporativa.

O primeiro componente versa que, uma vez que a reputação corporativa representa percepções de múltiplas partes interessadas, ela representa uma construção coletiva e multidimensional (FOMBRUN *et al.*, 2000). Sendo, portanto, um conceito coletivo e social, no qual se tem uma realidade independente de observadores individuais (CHUN, 2005; WALKER, 2010). O segundo componente dispõe que a reputação corporativa se baseia nas percepções de todas as partes interessadas, sendo consistente com a ideia de que a reputação corporativa observa tanto as percepções dos usuários internos quanto externos (FOMBRUN, 1996; BROMLEY, 2000; CHUN, 2005; WALKER, 2010).

Por conseguinte, a reputação corporativa, por ser um termo coletivo que se refere à visão de todos os *stakeholders*, pode ser vista como um resumo das percepções detidas por todas as partes interessadas de uma organização: clientes, colaboradores, fornecedores, gerentes, credores, mídia e comunidades. Sendo a imagem e a identidade corporativas vistas como os principais elementos dessa reputação (DAVIES *et al.*, 2001; CHUN, 2005). O primeiro conceito, relaciona-se com a forma com que uma organização se apresenta para seus públicos, enquanto o segundo dispõe sobre a forma que os membros-chaves dessa organização a caracterizam (BROMLEY, 2000).

A imagem no contexto de reputação, segundo Chun (2005), seria um resumo das impressões ou percepções detidas pelos agentes externos, de modo que a imagem não está definida como o que a empresa acredita, mas o que os *stakeholders* externos acreditam ou sentem sobre a empresa a partir de suas experiências e observações. Walker (2010) dispõe que a imagem é um medidor de julgamentos das partes interessadas de fora da organização.

Paralelamente, a identidade seria a percepção das partes interessadas internas sobre a empresa na qual estão inseridas (CHUN, 2005). A identidade é vista como o comportamento, valores e princípios, da firma a partir da perspectiva dos trabalhadores e gestores (FOMBRUN, 1996; BARNETT *et al.*, 2006).

Como resultado, a definição adotada de reputação corporativa tem em conta uma perspectiva relacional: conjuga as percepções internas (identidade) e externas (imagem), interligando as duas percepções. Portanto, os diferentes públicos de uma organização irão “julgar-la” de acordo com as suas ações relativas às questões financeiras.

Segundo Fombrun *et al.* (2000) essas percepções de vários *stakeholders* constroem a reputação corporativa, aceitando-se diferentes reputações, à medida que a percepção é individualizada para cada grupo. Esse constructo é representado pelos atributos organizacionais conquistados ao longo do tempo, através das percepções, gerais ou segregadas em: reputação corporativa financeira, reputação corporativa ambiental e reputação corporativa social (ROBERTS e DOWLING, 2002; BROWN-LIBURD e ZAMORA, 2014). Pelo fato da reputação corporativa ser determinada por ações passadas, a construção de uma reputação corporativa leva tempo, visto que está composta por diversas imagens distribuídas no tempo (RINDOVA, 1997).

O conceito abrangente do termo reputação, ora mencionado, contribui para melhor investigar o processo por meio do qual as empresas atingem a legitimidade e apoio dentro de seus contextos institucionais para construir sua reputação corporativa (WALKER, 2010). Fombrun (2000) identifica que certos *stakeholders* podem influenciar as decisões da empresa, bem como a sua imagem e reputação em relação às oportunidades e minimização de riscos relativos a ações de Responsabilidade Social Corporativa (RSC), sugerindo que essas ações causam impacto no julgamento das diversas partes interessadas. Estas, por sua vez, tendem a ter maior boa vontade em relação à empresa e podem lhe atribuir uma melhor reputação.

Machado Filho e Zylbersztajn (2003) entende que as práticas de RSC podem contribuir para a reputação corporativa, tendo em vista que as ações de responsabilidade social podem ser indicadoras da confiabilidade da empresa. Segundo Jones (1995) a capacidade da empresa em sinalizar sua reputação, por meio de ações junto aos *stakeholders*, pode levar à uma melhoria de performance financeira. A explicação é de que se a responsabilidade social corporativa é um sinal do que é importante para a firma, então é razoável concluir que este sinal pode ser usado pelos vários agentes para formar as impressões sobre os valores, crenças, direcionamento e conduta geral da firma.

Portanto, ações sociais podem indicar uma boa relação da organização com os diversos grupos presentes em seu ambiente e ajudar a construir um capital reputacional. Os gestores podem sinalizar essas preocupações sociais de suas organizações por meio da promoção de iniciativas de RSC (FOMBRUN e SHANLEY, 1990; SWEENEY e COUGHLAN, 2008), as quais são sinais observáveis dos valores da empresa (SEN; BHATTACHARYA, 2001), dados pelas empresas às partes interessadas a fim de aumentar a reputação.

As divulgações dessas iniciativas de RSC podem ser consideradas como uma ferramenta de comunicação, onde as empresas são capazes de representar-se, permitindo a construção de

sua identidade social. Além disso, a divulgação de RSC pode ser entendida como uma gestão de impressões e estratégias, onde projetam-se imagens que podem influenciar as percepções das pessoas de uma maneira positiva, levando à uma melhor reputação.

Sendo que os relatórios de sustentabilidade, concebidos como resultado e parte da gestão do risco de reputação, podem ser vistos como um dos mecanismos que comunica o desempenho social e ambiental de uma empresa aos seus *stakeholders*. Se uma empresa está projetando uma imagem socialmente responsável, as divulgações sociais irão aumentar ou preservar a reputação da organização, a fim de reduzir os riscos (FRIEDMAN e MILES, 2001; ADAMS, 2002).

Os relatórios de sustentabilidade, portanto, servem para conectar o contrato social com a sustentabilidade, por meio do qual a divulgação de informações sobre sustentabilidade contribui com a projeção de uma imagem socialmente responsável. Isto levará a uma maior legitimidade organizacional e permitirá que a empresa gerencie os riscos de reputação, tendo em vista que uma boa reputação gera novas oportunidades de negócio, por meio da obtenção de vantagens competitivas no mercado por meio de taxas mais atrativas para o financiamento de sua atividade, da ajuda ao negociar contratos com fornecedores e governos, de propiciar maiores retornos de capital e de influenciar positivamente o desempenho financeiro pela capacidade de sustentar uma rentabilidade (GRAY *et al.*, 1995; MACHADO FILHO e ZYLBERSZTAJN, 2003; ROBERTS e DOWNLING, 2002).

Na terceira fase do processo de construção da reputação corporativa, a pós-ação, o foco é principalmente na análise dos benefícios trazidos pela reputação para as empresas que a possuem e que as levam a ganhar uma vantagem competitiva sustentável. Os conceitos da Visão Baseada em Recursos (RBV) são utilizados nessa fase e descrevem reputação como um recurso intangível valioso e difícil de copiar, devido a sua ambígua e rara natureza (DEEPHOUSE, 2000; ROBERTS e DOWLING, 2002; CASTRO, 2008).

Uma reputação positiva é importante para a vantagem competitiva, porque sinaliza às partes interessadas sobre a atratividade da empresa (FOMBRUN e SHANLEY, 1990). De todos os resultados organizacionais destacados por essa teoria, a rentabilidade, como resultado do desempenho financeiro, recebe a maior atenção (WALKER, 2010), principalmente com o enfoque no desempenho superior de uma empresa (ROBERTS e DOWLING, 2002). Estudos empíricos sobre a reputação como um recurso, descobriram que quanto mais positiva a reputação corporativa de uma determinada empresa, maior o efeito positivo no mercado de

ações e no desempenho contábil e financeiro (DEEPHOUSE, 2000, ROBERTS; DOWLING, 2002).

McGuire *et al.* (1988) analisaram as relações entre percepções da responsabilidade social corporativa das empresas classificadas na revista Fortune e as medidas de seu desempenho financeiro. Os resultados mostram que o desempenho de uma empresa é influenciado, tanto pelos retornos do mercado de ações e pelas medidas contábeis, quanto pela responsabilidade social corporativa. Resultados corroborados com as evidências de Fombrun e Shanley (1990), as quais ressaltam a existência de uma associação positiva entre reputação e desempenho financeiro.

Helm (2007) concluiu que uma empresa com boa reputação é percebida como menos arriscada do que empresas com desempenho financeiro equivalente, mas uma reputação menos bem estabelecida. Consistente com essa perspectiva, Davies *et al.* (2003) delineiam o papel que a reputação corporativa desempenha em melhorar o desempenho da empresa. Os autores posicionam a construção da reputação corporativa na mesma linha de importância no grupo de fontes de vantagem estratégica por meio do qual as empresas obtêm competitividade.

Lev *et al.* (2010) sugerem que os investimentos sociais sinalizam a saúde geral de uma empresa, pois apenas as empresas financeiramente saudáveis possuem condições de realizarem aportes financeiros em projetos sociais. Os autores descobriram que a filantropia corporativa relata uma correlação positiva entre a filantropia atual e o crescimento futuro. Isso é consistente com Williams e Barrett (2000), que evidenciaram que a filantropia corporativa compensa parcialmente as reações negativas de ações não responsáveis.

Cardoso *et al.* (2013) ao investigarem a relação entre a reputação corporativa e o desempenho das empresas, sob a perspectiva teórica da Visão Baseada em Recursos (VBR), verificaram que as empresas com melhor reputação corporativa apresentam desempenho superior, logo as impressões ou os sinais que as empresas emitem para o mercado dependem não somente de suas ações anteriores, mas também de seu desempenho financeiro, e isso constitui a reputação corporativa.

Roberts e Dowling (2002) estudaram empiricamente o impacto da reputação corporativa financeira sobre o desempenho financeiro da empresa, verificando que empresas com relativamente boa reputação conseguem sustentar uma lucratividade superior ao longo do tempo. Esses resultados foram corroborados com as evidências de Mahjoub e Khamoussi

(2012), os quais verificaram que uma associação positiva entre a divulgação social e ambiental e a persistência dos lucros (utilizada como *proxy* da qualidade dos lucros).

Nesse contexto, Cabral (2015) desenvolveu um conceito da reputação corporativa como fonte de persistência no desempenho das empresas, onde o desempenho de uma empresa depende de sua reputação e que a reputação depende do esforço da empresa em melhorar sua reputação. Ao melhorar sua reputação é mais provável se obter um choque de reputação positiva. Portanto, a persistência do desempenho da empresa não se deve apenas ao fato de a própria reputação ser persistente, mas também porque os incentivos para investir na reputação estão alinhados com o nível de reputação.

Essas evidências sugerem que as empresas com maior nível de evidenciação social podem ter lucros mais persistentes e, conseqüentemente, maior probabilidade de comunicar lucros mais desejáveis para os investidores. Por isso, os *stakeholders* exigem maior transparência e relatórios financeiros mais corretos e credíveis (HEALEY e PALEPU, 2001; BARTON e WAYMIRE, 2004). De acordo com a hipótese de "demanda", discutida por Ball e Shivakumar (2005), há um diferencial na demanda por qualidade dos relatórios financeiros quando as informações são divulgadas de forma restritas e quando elas são divulgadas publicamente. Sendo assim, as empresas com maior demanda, devem apresentar maior qualidade visto que os aspectos financeiros e organizacionais da reputação não são vistos isoladamente e, portanto, comportamentos inadequados podem ameaçar a reputação de uma empresa (GIVOLY *et al.*, 2010; SOUSA e GALDI, 2016).

## 2.2 QUALIDADE DOS LUCROS

A literatura sobre a qualidade das demonstrações contábeis, com ênfase na qualidade dos lucros (QL) cresceu significativamente (DEFOND, 2010), sendo impulsionada pelos escândalos contábeis das últimas décadas, Enron, WorldCom, Qwest e a crise do Subprime, os quais evidenciaram gerenciamentos de resultados oportunistas visando atender as previsões otimistas quanto ao crescimento contínuo, decorrentes dos efeitos positivos do desempenho real nos resultados durante a expansão de uma economia (DECHOW e SCHRAND, 2004; DEFOND, 2010; TROMBETTA e IMPERATORE, 2014).

Nos últimos anos, o interesse na qualidade dos lucros foi alavancado pela elaboração e implementação de um conjunto de normas internacionais de contabilidade, que visa

desenvolver normas de "alta qualidade", pois acredita-se que os órgãos normatizadores veem a qualidade dos relatórios financeiros como um indicador indireto dos padrões de qualidade das informações financeiras (DEFOND, 2010).

Segundo o International Accounting Standards Board (IASB, 2008, p. 18), US Financial Accounting Standards Board (FASB, 1978, p. 16) e o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC 00 R1, p. 3), os usuários das informações financeiras estão interessados nos relatórios financeiros, pois eles fornecem informações úteis para a tomada de decisões. Portanto, o principal objetivo dos relatórios financeiros é:

(...) fornecer informações contábil-financeiros acerca da entidade que reporta essa informação (reporting entity) que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada de decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade. (CPC 00 R1, p. 7, item OB2).

O foco na utilidade da decisão, adotada por esses *boards*, advém do papel da informação financeira, que é o de fornecer informações imparciais e neutras, devido ao fato de que as métricas derivadas dos relatórios financeiros são comumente usadas para fornecer informações que ajudam a identificar alocações eficientes e ineficientes de recursos, auxiliam na avaliação de retornos e riscos relativos as oportunidades de investimento e fornecem outras informações que permitem criar um ambiente favorável às decisões a serem tomadas. Decisões de contratação com base em baixa qualidade ou ganhos defeituosos irão induzir transferências de riquezas não intencionais. Por exemplo, os lucros exagerados, usado como indicador de desempenho conduzem a uma compensação excessiva pelos gestores e podem mascarar uma possível deterioração ou solvência, levando equivocadamente os credores a continuar emprestando e os investidores a continuar a investindo recursos financeiros (SCHIPPER *et al.*, 2003).

A partir dessas perspectivas, o lucro de baixa qualidade é indesejável porque emite um sinal de alocação de recursos com defeito. Ganhos de baixa qualidade são ineficientes porque reduzem o crescimento econômico, fazendo com que o capital seja mal distribuído. Segundo o FASB, (SFAC nº 1), uma maior qualidade dos lucros fornece mais informações sobre as características de desempenho financeiro de uma empresa durante um período. Essa definição está em linha com a definida por Dechow *et al.* (2010), onde os lucros de maiores qualidades fornecem mais informações sobre as características de desempenho financeiro de uma empresa, as quais são relevantes para uma decisão específica a ser tomada.

Segundo Dechow *et al.* (2010), há três características a serem observadas em relação a qualidade dos lucros. Em primeiro lugar, qualidade dos lucros está condicionada a decisão-relevância das informações. Assim, o termo "qualidade dos lucros" é definido apenas em um contexto específico. Em segundo lugar, a qualidade dos lucros só existe se o lucro é informativo em relação ao desempenho financeiro da empresa. E, por último, observa-se que a qualidade do lucro é determinada conjuntamente pela relevância do desempenho financeiro subjacente a decisão e pela capacidade do sistema contábil de mensurá-lo (DECHOW, *et al.* 2010). Portanto, essas características sugerem que a qualidade do lucro depende da informatividade do desempenho financeiro e do sistema contábil que o avalia.

Dechow *et al.* (2010) revisaram mais de 300 estudos que dispunham sobre as características e atributos da QL, avaliando a totalidade da evidência de cada *proxy* e seus atributos. A análise das autoras sobre a qualidade dos lucros, levou-as a organizarem as *proxies* em três categorias: 1) propriedade dos lucros, que incluem persistência dos lucros, *accruals*, suavização dos resultados, mensuração com base nos retornos assimétricos e reconhecimento de perda em tempo hábil; 2) capacidade de resposta dos investidores aos resultados, o qual considera o coeficiente de resposta de ganhos (ERC) ou o R<sup>2</sup> do modelo de retorno das ações; e, por último, 3) a categoria de indicadores externos de distorções nos resultados, como: deficiências nos controles internos e republicações exigidas pelos órgãos reguladores.

Melumad e Nissim (2009) também discutem sobre as diversas definições alternativas para o conceito de qualidade dos lucros, segregando-as em: conservadorismo, onde a qualidade de ganhos conservadoramente determinados é alta porque eles são menos prováveis de serem exagerados ao analisar os ganhos futuros; ganhos econômicos, onde os lucros são de alta qualidade quando refletem com precisão a mudança no valor do ativo líquido devido às atividades lucrativas; persistência (sustentabilidade), onde os ganhos são de alta qualidade quando se espera que se repitam, ou seja, quando o nível atual de ganhos é uma boa *proxy* para o nível esperado de ganhos em anos futuros; estabilidade, que determina que os ganhos de alta qualidade exibem baixa volatilidade ao longo do tempo; previsibilidade e relações com Fluxos de Caixa, onde os ganhos de alta qualidade incluem provisões relativamente pequenas (por exemplo, Sloan, 1996) ou têm *accruals* que estão fortemente relacionados com fluxos de caixa passados, atuais ou futuros (por exemplo, Dechow e Dichev, 2002).

Contudo, segundo Melumad e Nissim (2009), alguns profissionais e acadêmicos parecem equiparar a qualidade dos lucros à persistência, tendo em vista que os lucros "persistentes" refletem uma alta qualidade dos lucros, no âmbito da visão de sustentabilidade

da qualidade dos lucros (SANKAR e SUBRAMANYAM, 2001; KIRSCHENHEITER e MELUMAD, 2008). Isto é devido, em parte, ao uso da avaliação baseada em múltiplos, onde o valor patrimonial é estimado pela aplicação de um múltiplo a alguma medida de lucros (por exemplo, lucro por ação ou EBITDA). Um determinante primário de múltiplos de ganhos é a persistência percebida, quanto maior a persistência, maior o múltiplo. Por outro lado, uma persistência mais elevada dos lucros implica que a avaliação baseada em múltiplas variáveis é susceptível de produzir avaliações confiáveis porque os ganhos correntes são um bom indicador de resultados futuros e, portanto, um bom indicador do valor intrínseco.

Nessa perspectiva, lucro de alta qualidade é aquele que reflete com acurácia o desempenho operacional atual da empresa, é um bom indicador do desempenho operacional futuro e é uma medida sumária útil para avaliar o valor da empresa. Esses ganhos são referidos como "ganhos persistentes" na literatura contábil (BLACK, 1980; BEAVER, 1998; OHLSON e ZHANG, 1998).

Na medida que o desenvolvimento de uma boa reputação corporativa leva tempo e depende de uma empresa fazer investimentos consistentes ao longo do tempo (RINDOVA, 1997; BARNETT *et al.*, 2006; TAN, 2007), adota-se, para o estudo em questão, a visão de persistência como definição de qualidade dos lucros.

### **2.2.1 Proxy da Qualidade do Lucro (QL)**

A definição de qualidade dos lucros com ênfase na persistência é motivada pela suposição de que resultados mais persistentes produzirão melhores insumos para os modelos de avaliação de patrimônio e, portanto, possuem qualidade superior aos resultados menos persistentes (DECHOW *et al.*, 2010).

A persistência do lucro é uma característica associada a previsão de resultados futuros da empresa e essa natureza de predição é a responsável pelo interesse em torno da persistência dos resultados contábeis, pois auxilia na avaliação dos ativos das companhias (ARRUDA *et al.*, 2015; KOLOZSVARI e MACEDO, 2016). Na literatura contábil, um componente dos lucros do período corrente é persistente se for sustentável em períodos futuros. O termo "persistência" é amplamente utilizado indistintamente como "sustentabilidade" (MAHJOUB e KHAMOUSSI, 2012).

Assim, a alta qualidade dos lucros é representada por "lucros sustentáveis" como muitas vezes é referido na análise financeira. Ao assumir que lucros persistentes e sustentáveis são melhores indicadores de fluxos de caixas futuros, maior será sua utilidade na avaliação das informações para tomada de decisões. Portanto, os lucros que refletem uma tendência de crescimento constante são vistos como atrativos.

Green (1999) argumenta que a qualidade dos ganhos depende da proporção de ganhos derivados de fontes recorrentes e Penman e Zhang (2002) declararam que o lucro antes de itens extraordinários, identificados nas demonstrações de resultados, é de boa qualidade e um bom indicador de lucros futuros. Assim, na análise das demonstrações financeiras, os itens não usuais, não operacionais ou não recorrentes registrados na demonstração do resultado exigem mais atenção do que outros em termos de qualidade dos lucros, pois esses itens teriam um efeito negativo na constância dos resultados (MAHJOUB e KHAMOUSSI, 2012).

Portanto, identificam-se características financeiras associadas a resultados persistentes, utilizando a persistência como uma *proxy* para a qualidade dos lucros por causa da suposição mantida de que os ganhos mais persistentes são mais úteis para fins de decisões econômicas e financeiras (DECHOW *et al.*, 2010).

Segundo Dechow *et al.* (2010, p.9)<sup>1</sup>:

Intuitivamente, a lógica por trás da persistência dos lucros é uma métrica de qualidade: Se a empresa A tem um fluxo de ganhos mais persistente do que a empresa B, em perpetuidade, então os resultados atuais são uma medida sumária mais útil do desempenho futuro na empresa A; e, logo, analisar os seus lucros correntes dará menos erros de predição quando comparados a empresa B. Assim, a maior persistência dos lucros apresenta-se como maior qualidade, quando os lucros também possuem relevância dos valores.

Sendo assim, a maior persistência dos lucros é uma definição representativa para a qualidade dos lucros somente se os lucros refletirem verdadeiramente o desempenho durante o período e se o desempenho do período atual persistir em períodos futuros. Desse modo, a persistência, por si só (ou analisada em períodos isolados), não é indicativa, no entanto, de lucros de alta qualidade. O fluxo de resultados também deve refletir o valor intrínseco subjacente.

---

<sup>1</sup> Intuitively, the logic behind earnings persistence being a quality metric is as follows: If firm A has a more persistent earnings stream than firm B, in perpetuity, then (i) in firm A, current earnings is a more useful summary measure of future performance; and (ii) annuitizing current earnings in firm A will give smaller valuation errors than annuitizing current earnings in firm B. Thus higher earnings persistence is of higher quality when the earnings is also value-relevant.

A qualidade dos lucros pode variar entre as empresas em função dos *accruals*, mesmo na ausência de manipulação dos resultados. Ao contrário da determinação dos fluxos de caixa, a determinação dos lucros requer estimativas e julgamentos, e algumas empresas exigem mais previsões e estimativas do que outras. Por exemplo, empresas em crescimento normalmente terão mais *accruals* e, provavelmente, eles conterão erros de estimativa. Os erros de estimativa reduzem a persistência dos lucros, porque devem ser corrigidos em lucros futuros. Portanto, os grandes valores de *accruals* podem indicar grande volatilidade subjacente nas operações da empresa e ganhos de baixa qualidade, mesmo quando a empresa está cumprindo os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) e não está agindo oportunamente (DECHOW; SCHRAND, 2004).

Dechow e Dichev (2002) exploram a relação entre a *proxy* de qualidade dos lucros e a persistência dos mesmos, verificando que as empresas com baixa QL têm uma grande quantidade de *accruals* não relacionados às realizações do fluxo de caixa e, portanto, possuem baixa persistência dos lucros. Esses achados estão de acordo com a literatura da persistência dos lucros, onde os fluxos de caixa são mais voláteis que os lucros contábeis e, portanto, estes têm maior poder preditivos do que os fluxos de caixa (DECHOW *et al.*, 2010).

Portanto, os lucros são, em média, mais persistentes do que os fluxos de caixa, os quais são mais persistentes do que os *accruals*. Essa menor persistência não implica que os *accruals* não sejam úteis, ressalta-se apenas que os lucros compostos predominantemente de *accruals* são menos persistentes do que os lucros compostos por fluxos de caixa.

### 2.3 QUALIDADE DOS LUCROS, RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E REPUTAÇÃO CORPORATIVA

Pesquisas anteriores evidenciam uma associação positiva entre as divulgações sociais e desempenho financeiro (PRIOR *et al.*, 2008; YIP *et al.*, 2011). No entanto, como os gestores podem exercer certas ações discricionárias sobre os números contábeis, uma empresa pode ser mais ou menos lucrativa do que seus lucros levam os *stakeholders* a acreditar. Idealmente, a divulgação corporativa e social deve proporcionar transparência a todas as partes interessadas, de modo que se poderia supor que a divulgação social disponível tem relevância para os usuários, tendo em vista o processo de engajamento das partes interessadas corporativas (MAHJOUB; KHAMOUSSI, 2012).

Nesse contexto, Mahjoub e Khamoussi (2012) investigaram a relação entre a divulgação socioambiental e a persistência de ganhos (como um *proxy* da qualidade de ganhos). Os resultados mostraram que as empresas que se caracterizavam por divulgar um elevado nível de informação social e ambiental possuíam lucros mais persistentes, ou seja, maior qualidade dos lucros. Isso significa que as empresas com maior nível de comprometimento social e ambiental têm maior probabilidade de obter benefícios e de comunicar lucros mais persistentes e desejáveis para os investidores.

Choi e Pae (2011) documentaram que as empresas com um nível mais alto de comprometimento social se envolvem em menos gerenciamento de resultados, possuem lucros mais consistentes e preveem fluxos futuros com mais precisão do que aqueles com menor nível de compromisso social. Tendo em vista que situações de manipulação financeira podem resultar em insatisfação por parte dos *stakeholders* e prejudicar a reputação corporativa da empresa, os autores sugerem o aumento na transparência das informações e melhoria das práticas contábeis como forma de evitar os gerenciamentos dos resultados e, conseqüentemente, os prejuízos causados por esta perda de legitimidade.

Alinhado a teoria da legitimidade, Kim *et al.*(2012) argumentam que os fatores de reputação corporativa são susceptíveis de promover o surgimento de relatórios financeiros de alta qualidade, pois reduzem práticas de manipulação dos resultados. Os autores, ao investigarem se as empresas socialmente responsáveis possuem maior qualidade dos relatórios financeiros, usando como *proxy* qualidade dos lucros, acharam que essas empresas se comportam de forma responsável para restringir o gerenciamento dos resultados, proporcionando informações financeiras mais transparentes e confiáveis aos investidores em comparação com empresas que não atendem aos mesmos critérios sociais.

Laksmana e Yang (2009) examinaram a relação entre a cidadania corporativa, a qual é usada como sinônimo de RSC, e quatro atributos dos lucros: a persistência, a previsibilidade, a suavização e *accruals*. Os autores documentaram que as empresas com maior RSC possuem lucros mais previsíveis, persistentes e com menos suavização, devido aos esforços dessas empresas para preservar a reputação e confiança do público.

Pyo e Lee (2013) examinam a associação entre o nível de responsabilidade social corporativa (RSC) e a qualidade dos lucros, observando o nível de despesas com doação e a emissão voluntária de relatórios de RSC arquivados na Global Reporting Initiative (GRI). Segundo os autores, as despesas com doação podem ser a medida mais direta da disposição dos gestores para conduzir atividades de RSC, enquanto a emissão voluntária de relatórios captura

um sinal direto dessa disposição. Os resultados do estudo fornecem evidências de que as empresas responsáveis socialmente possuem lucros de maior qualidade, esses lucros são resultados de escolhas contábeis transparentes e conservadoras. Mais especificamente, verificou-se que as empresas com mais doações corporativas têm menor acumulação discricionária e maior conservadorismo contábil. Além disso, esta relação negativa entre doação e acumulação discricionária é mais pronunciada quando as empresas voluntariamente emitem relatórios de RSC.

No sentido contrário aos resultados acima mencionados, Salewski e Zulch (2012) investigaram a associação entre responsabilidade social corporativa e qualidade dos lucros e verificaram que quanto maior o gerenciamento de resultados, maior a RSC e quanto menor for a qualidade dos lucros, maior a RSC. Isso indica que a tendência crescente para investir e para relatar sobre a responsabilidade social não é necessariamente acompanhada de demonstrações financeiras de maior qualidade. Segundo os autores, os gestores podem se envolverem em mais atividades de RSC por motivos oportunistas, em detrimento dos interesses dos *stakeholders*.

De acordo com as evidências de Salewski e Zulch (2012), Belgacem e Omri (2015) investigaram se a divulgação social voluntária está relacionada à qualidade dos lucros e encontraram que evidências de que a divulgação social está positivamente associada ao grau de gerenciamento dos resultados e negativamente associada ao grau de conservadorismo. Portanto, os autores concluíram que a divulgação social não contribui para a qualidade da informação financeira, sendo usada pelos gestores como um mecanismo para encobrir as práticas de gerenciamentos dos resultados, a fim de reforçar a legitimidade da empresa.

Em resumo, os resultados de pesquisas anteriores sobre a associação entre reputação corporativa e qualidade dos lucros são divergentes. Enquanto que Roberts e Downling (2002), Luchs *et al.* (2009), Kim *et al.* (2012), Mahjoub e Khamoussi (2012), Pyo e Lee (2013), Darabi e Mahmoodi (2014), Muttakin *et al.* (2015), Zhao *et al.* (2015) e Bozzolan *et al.* (2015) encontram uma associação positiva entre a reputação corporativa, mensurada pelas práticas de responsabilidade social, e a qualidade dos lucros; Salewski e Zulch (2012) e Belgacem e Omri (2015) encontraram uma associação negativa entre essas variáveis.

Frente a reflexão proposta pela revisão da literatura sobre a relação entre reputação corporativa e qualidade dos lucros, o presente estudo visa contribuir para este debate tendo como foco as empresas brasileiras abertas.

### 3 PROCEDIMENTOS METODÓLOGICOS

Este tópico está relacionado à descrição dos procedimentos metodológicos a serem utilizados no decorrer desta pesquisa. A seguir, serão descritos o objeto do estudo, a composição da amostra, a descrição dos modelos, as variáveis utilizadas e, por fim, os testes estatísticos realizados.

#### 3.1 CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO

Este estudo, quanto a caracterização, classifica-se como quali-quantitativo. A aplicabilidade da abordagem qualitativa, relaciona-se a utilização da técnica de análise de conteúdo (BARDIN, 1979) para analisar os dados divulgados nos relatórios anuais de sustentabilidade publicados pelas empresas, identificando-se o nível de social disclosure das empresas que compõe a amostra e sua respectiva avaliação e classificação, conforme item 3.4.1.

A abordagem também se caracteriza como quantitativa, à medida que se procura investigar uma relação entre a reputação corporativa das empresas abertas brasileiras e a qualidade dos lucros. A quantificação ocorreu tanto na coleta das informações, quanto no tratamento dos dados coletados, por meio do emprego de técnicas estatísticas (RICHARDSON *et al.*, 1999).

Tipologicamente, pode-se afirmar que o presente estudo versa de múltiplas práticas metodológicas, materiais empíricos e perspectivas (DENZIN, 2000) e, portanto, se utiliza da triangulação da informação com o intuito de reduzir algum possível viés metodológico. Sendo assim, quanto ao objetivo, este estudo é caracterizado como exploratório e descritivo, tendo delineamento bibliográfico e documental.

#### 3.2 OBJETO DO ESTUDO

A composição inicial do objeto do estudo são todas as empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), do período de 2011 a 2015. Ressalta-se que a opção pelo ano de 2011 foi devido a alteração no cenário contábil, decorrente da adoção obrigatória pelo Brasil das Normas Internacionais de Contabilidade, mais

comumente conhecidas como *International Financial Reporting Standards (IFRS)*, promulgadas no dia 28 de dezembro de 2007, a partir da Lei 11.638. O período de análise limitou-se até 2015, porque este é o último ano de relatórios anuais disponíveis no momento da realização deste estudo.

Contudo, tendo em vista que o aspecto central da pesquisa é avaliar a qualidade dos lucros no âmbito das empresas que divulgaram informações sociais, foram identificadas, neste universo, quais as empresas publicaram relatórios de sustentabilidade ou relatórios anuais.

Essa identificação foi realizada utilizando-se o relatório “Relate ou Explique”, publicados anualmente pela BM&FBovespa. Esse relatório, elaborado pela primeira vez na Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável de 2012, tem como objetivo estimular as empresas listadas na bolsa a publicar informações sociais, ambientais e de governança corporativa, além de disponibilizar um banco de dados de fácil acesso aos *stakeholders*. Essas informações, que cada vez mais impactam nas decisões de investimentos, aumentam a divulgação e fornecem maior transparência ao mercado.

Utilizando-se do relatório de 2011, verificou-se que, de um universo de 448 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, 96 publicaram relatórios de sustentabilidade ou similares (21,43%) na data-base acima mencionada. Do total remanescente, 107 não publicam, mas explicaram porque não o fazem (23,88%) e 245 não se manifestaram (54,69%).

A população se limitou as empresas, listadas na BM&FBovespa, que possuem informações divulgadas acerca da temática de responsabilidade social corporativa nos relatórios sociais e de sustentabilidade de 2012, referentes ao exercício social de 2011, cujo detalhamento, ano a ano, encontra-se na seção a seguir.

### 3.3 SELEÇÃO DA AMOSTRA

A partir dos critérios descritos obteve-se um total de 1.660 observações, com uma série temporal de 332 observações anuais. No entanto, devido as exigências das análises, foram excluídas as empresas que tiveram o coeficiente de persistência do lucro (QL) menor que 0 ou maior que 1, o que reduziu o número de observações totais para 1.103.

Em decorrência disso, o painel se encontra desbalanceado. Adicionalmente, visando a robustez dos procedimentos econométricos, o modelo foi estimado apenas para as empresas

que obtiveram pelo menos 8 observações trimestrais. A Tabela 1 apresenta a quantidade de empresas que fizeram parte da população e da amostra analisadas a cada ano.

**Tabela 1 - População e amostra da pesquisa por empresa**

<b>Ano</b>	<b>População</b>	<b>Amostra</b>	<b>% da População</b>
<b>2011</b>	96	50	52%
<b>2012</b>	96	52	54%
<b>2013</b>	96	49	51%
<b>2014</b>	96	48	50%
<b>2015</b>	96	41	43%
<b>Média</b>	<b>96</b>	<b>48</b>	<b>50%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

Portanto, a amostra abrange 96 empresas ao total, sendo analisados, por ano, dados de, aproximadamente, 48 empresas em média (50% da população), apresentando em 2015 um mínimo de 41 empresas analisadas (43% da população) e em 2012 um máximo de 52 (54% da população).

**Tabela 2 - Amostra da pesquisa por observações**

	<b>Amostra Inicial</b>	<b>QL negativos</b>	<b>ISD ausentes</b>	<b>Mínimo de 8 observações trimestrais</b>	<b>Outliers</b>	<b>Total de observações</b>
<b>Observações</b>						
<b>2011</b>	332	113	-	15	22	182
<b>2012</b>	332	120	-	11	16	185
<b>2013</b>	332	128	7	9	26	162
<b>2014</b>	332	108	8	24	27	165
<b>2015</b>	332	108	26	33	22	143
<b>Total</b>	<b>1.660</b>	<b>577</b>	<b>41</b>	<b>92</b>	<b>113</b>	<b>837</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 2 apresenta a quantidade de observações que fizeram parte da amostra analisadas. Em média, foram analisadas 167 observações por ano

Analisou-se, também, a distribuição das empresas por setor, identificando-se 33 setores de acordo com a classificação proposta pelo sistema Económica®:

**Tabela 3 - Distribuição das empresas e observações por setor de atividade**

Setor	Nº de observações	%
Abatedouros	19	2%
Administração de empresas e empreendimentos	9	1%
Agricultura	16	2%
Água, esgoto e outros sistemas	7	1%
Atividades auxiliares ao transporte aquático	18	2%
Atividades relacionadas à intermediação de crédito	19	2%
Bancos	55	7%
Bolsa de valores e commodities	11	1%
Construção de edifícios residenciais	62	7%
Distribuição de gás natural	9	1%
Empresa de eletricidade, gás e água	11	1%
Extração de petróleo e gás	20	2%
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	187	22%
Indústria de autopeças	11	1%
Indústria de calçados	29	3%
Indústria de carrocerias e trailers	20	2%
Indústria de eletrodomésticos	9	1%
Indústria de motores, turbinas e transmissores de energia	10	1%
Indústria de móveis e afins	18	2%
Indústria de outros produtos de minerais não metálicos	9	1%
Indústria de papel, celulose e papelão	57	7%
Indústria de produtos de cerâmica e refratários	8	1%
Indústria de roupas de malha	10	1%
Indústria química	20	2%
Indústria química básica	14	2%
Laboratório de exames médicos	17	2%
Locadora de imóveis	10	1%
Mineração de metais	20	2%
Seguradora	30	4%
Serviços de apoio a empresas	20	2%
Telecomunicações	37	4%
Transformação de aço em produtos de aço	25	3%
Transporte aéreo regular	20	2%
<b>Total Geral</b>	<b>837</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com os resultados da Tabela 3, há diluição das empresas por setor, com exceção das empresas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica, as quais totalizam um total de 187 observações, representando 22% do total da amostra.

Essa maior representatividade desse setor dá-se em decorrência da criação de um conjunto de orientações para a elaboração de um relatório socioambiental pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), visando aprimorar a avaliação da divulgação ambiental e social no setor elétrico, o qual passou a ser exigido para todas as empresas do segmento a partir de 2008 (CARNEIRO *et al.*, 2012).

No presente estudo, para se estimar a persistência, considerou-se 20 séries contínuas de lucros, as quais, segundo Pimentel e Aguiar (2012), são suficientes para se estimar o coeficiente de persistência. Silva e Machado (2013), por exemplo, trabalham com 24 observações trimestrais e Easton e Zmijewski (1989) com 20.

Além disso, a metodologia dos modelos para dados em painel utilizada, a qual combina características de series temporais com dados em corte transversal, fornece uma importante triangulação nas evidências de pesquisas *cross-section* sobre persistência de lucros.

### 3.4 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS E DO MODELO ECONOMETRICO

#### 3.4.1 Variável explicativa: Reputação Corporativa

A reputação corporativa, neste estudo em particular, foi mensurada por duas *proxies*: o Índice de *Social disclosure* (ISD) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

A fim de mensurar a reputação corporativa por meio da evidenciação social, empregou-se o ISD (*Índice de Social disclosure*) utilizado no estudo de Gonçalves *et al.* (2014). O índice objetiva avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas pelas empresas através da realização de programas sociais. Essas informações estão inclusas nos relatórios anuais ou de sustentabilidade sobre programas sociais e constituíram a base para avaliação do nível de evidenciação social.

Segundo Gonçalves *et al.* (2014), as informações que compõe o ISD podem ser divididas em três dimensões, categorizadas pelas seguintes características: aquelas que são atreladas ao momento passado (informações passadas), as que são atreladas a um momento futuro (prospecções de ações futuras) e as que se referem a aspectos de disponibilidade e frequência das informações (acessibilidade).

A avaliação foi realizada mediante a análise de conteúdo (BARDIN, 1977), classificando-se as empresas em quatro níveis: 1 (restrito), 2 (baixo), 3 (médio) ou 4 (amplo). Sendo assim, conforme Gonçalves *et al.* (2014), o ISD varia numa escala de pontuação de 13 (todos os indicadores restritos) a 52 (todos os indicadores amplos). Os quadros com as dimensões e as descrições dos níveis de ISD por itens evidenciados podem ser verificados nos Apêndice A.

O ISD é uma *proxy* adequada para mensuração da reputação corporativa, pois, segundo Sen e Bharracharya (2001), a evidenciação das iniciativas sociais fornecem um sinal observável dos valores da empresa, os quais aumentam a reputação corporativa. Michelin (2007), por sua vez, argumenta que a divulgação de um número maior de informações de cunho social às partes interessadas, decorre de uma maior reputação corporativa. Portanto, se espera que as companhias com melhores reputações corporativas apresentem maior nível de transparência dos programas sociais desenvolvidos.

Outra métrica utilizada para mensurar a reputação corporativa foi o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), o qual reflete as práticas de sustentabilidade das 40 empresas com maior liquidez em bolsa e que são, em tese, as mais sustentáveis do país. (MARCONDES e BACARJI, 2010). Assume-se que as empresas pertencentes a esse índice evidenciam, conjuntamente, um melhor desempenho financeiro e social e, conseqüentemente, apresentem uma melhor reputação corporativa.

O ISE, lançado em 2005 pela BM&FBOVESPA, com o apoio de diversas outras instituições, é o primeiro indicador elaborado na América Latina para captar melhores práticas de sustentabilidade. A intenção é que o índice fosse um *benchmark* para os investidores, refletindo o retorno de uma carteira de ações de empresas sustentáveis empresarialmente e comprometidas com a responsabilidade social, além de estimular outras empresas a incorporar questões ambientais, sociais e de governança aos processos de decisão.

Almeida-Santos *et al.* (2012) evidenciaram que as companhias listadas no Índice de Sustentabilidade (ISE) apresentam níveis mais acentuados de *disclosure* verde e possuem forte reputação. Rover *et al.* (2011) corroboram que as evidências de que as variáveis sustentabilidade, representadas pelo ISE, e divulgação de relatório social são relevantes para a explicação do *disclosure* voluntário, que por sua vez resultaria em maior reputação corporativa.

Tendo em vista a natureza do Índice de Sustentabilidade Empresarial, o mesmo é mensurado utilizando-se uma variável dicotômica, onde é verificada a presença ou não do

índice em cada empresa anualmente. Portanto, tem-se “1” em caso afirmativo e “0” caso contrário.

Espera-se uma relação positiva entre o ISE e a qualidade dos lucros, tendo em vista que se uma empresa integra a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, acredita-se que ela evidencie informações mais credíveis e transparentes, as quais afetam os relatórios financeiros das empresas e, conseqüentemente, a qualidade das informações e dos lucros (KIM *et al.*, 2012). As carteiras do ISE utilizadas para compor a amostra se encontram no Apêndice B.

Em vista das diferentes formas de mensuração da Reputação Corporativa, as *proxies* aqui determinadas procuraram captar as percepções dos *stakeholders* no contexto da transparência e sustentabilidade. Assim, a função da reputação corporativa é:

$$\text{Reputação Corporativa} = f(\text{ISD}, \text{ISE})$$

(1)

### 3.4.2 Variáveis de controle

A fim de evitar o problema de omissão de variáveis correlacionadas, incluiu-se algumas variáveis de controle que podem afetar a qualidade dos lucros das empresas. Dentre elas estão, as *proxies* de tamanho e crescimento, LnAT e MKB, respectivamente. O tamanho da empresa, representada pela variável LnAT é um importante determinante, uma vez que se considera que o tamanho é uma capacidade capaz de sustentar uma vantagem competitiva (ROBERTS e DOWLING, 2002). Pimentel e Aguiar (2012), analisaram a persistência dos lucros trimestrais das empresas brasileiras e evidenciaram que empresas maiores apresentam maior persistência dos lucros.

Segundo Skinner e Sloan (2002) e Pimentel e Aguiar (2012), as expectativas otimistas relacionadas as empresas que possuem elevado crescimento impactam o índice *Market-to-Book* (MKT), de maneira que ao longo do tempo se torna difícil sustentar esse alto crescimento, resultando em um desempenho inferior. Richardson *et al.* (2006) e Bozzolan *et al.* (2015) argumentam que as expectativas dos *stakeholders* incentivam as empresas a gerenciarem o resultado de maneira a observarem essas expectativas. Portanto, espera-se que as empresas com altos valores de MKT possuam menores qualidades dos lucros.

O Índice *MKT* foi calculado dividindo-se o valor de mercado pelo valor contábil. Para se encontrar o valor de mercado utilizou-se a cotação de fechamento das ações e a quantidade das ações da empresa *i* no período *t*. Conforme se segue - equações (2) e (3):

$$MKT_{it} = \frac{VM_{it}}{VCPL_{it}} \quad (2)$$

$$VM_{it} = Cotação\ de\ fechamento_{it} * Qtd\ de\ ações_{it} \quad (3)$$

Onde:

$VM_{it}$  é o valor de mercado, da empresa *i* no período *t*, determinado no mercado de ações por meio de sua capitalização de mercado.

$VCPL_{it}$  é o valor do patrimônio líquido da empresa *i* no período *t*.

A utilização da variável de controle Retorno sobre os Ativos (ROA) foi considerada porque esse indicador contábil é mais sensível a possíveis manipulações, que se refletem na qualidade do lucro e a sua persistência (BOZZOLAN *et al.*, 2015). Como assinalado por Orlitzky *et al.* (2003, p. 408) "indicadores como o ROA e o ROE subjazem as alocações discricionárias dos atores em relação a diferentes projetos e escolhas políticas e, portanto, refletem as capacidades internas de tomada de decisões e o desempenho gerencial, em vez de respostas do mercado externo às ações organizacionais"<sup>2</sup>. Portanto, um maior retorno operacional sobre os ativos reflete as expectativas de desempenho e não de oportunismo (BOWEN *et al.*, 2008).

Para cálculo do ROA, utilizou-se a seguinte equação:

$$ROA_{it} = \frac{Ativo\ Total_{it}}{Lucro\ Líquido_{it}} \quad (4)$$

Prior *et al.* (2013), Kim *et al.* (2012) e Salewski e Zulch (2014) evidenciam que a alavancagem (LEV) está positivamente relacionada aos *accruals* discricionários, sugerindo que

---

<sup>2</sup> Orlitzky *et al.* (2003, p. 408) "indicators such as ROA and ROE are subject to managers' discretionary allocations of funds to different projects and policy choices, and thus reflect internal decision-making capabilities and managerial performance rather than external market responses to organizational actions."

as empresas com maior alavancagem tendem a gerenciar os resultados. Portanto, incluiu-se essa *proxy* para controlar os incentivos relacionados a alavancagem no gerenciamento dos resultados e espera-se uma relação negativa entre LEV e QL, haja vista um aumento da alavancagem tende a ter um efeito negativo incremental sobre os lucros futuros (DECHOW *et al.*, 2010).

Francis e Wang (2008) evidenciam que a qualidade dos lucros, mensurada pela magnitude dos *accruals* discricionários, é diretamente relacionada a probabilidade de se reportar prejuízo, reconhecendo-os oportunamente, nas empresas auditadas por *Big-4*. Eles sugerem que as exigências dos investidores afetam a qualidade dos lucros devido a preocupação com o risco de litígio e de reputação. Contudo, alguns autores, Wang (2006), Martinez (2008) e Prior *et al.* (2013), argumentam que as empresas com baixo desempenho financeiro possuem incentivos para evitar reportar perdas. Em virtude disso, espera-se que as empresas que divulgam prejuízos, apresentem maior qualidade dos lucros. Portanto, incluiu-se a variável binária PREJ, cuja presença de prejuízos é classificada como (1) e a ausência como (0).

Os dados contábeis e financeiros utilizados no presente estudo foram coletados na base de dados da Economática® e ajustados pela inflação – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) - de modo a minimizar distorções nos resultados na série histórica.

Um resumo das variáveis utilizadas no modelo pode ser verificado na Tabela 4:

Tabela 4 - Resumo das variáveis de controle e sinal esperado

Variável	Sinal Esperado	Sustentação teórica	Estudos anteriores
<b>Tamanho (LnAT)</b>	(+)	Segundo Roberts e Dowling (2002), o tamanho da empresa está associado positivamente com a qualidade dos lucros, uma vez que o tamanho aumenta a capacidade da empresa de sustentar uma vantagem competitiva.	Roberts e Dowling (2002); Pimentel e Aguiar (2012);
<b>Retorno Operacional Sobre o Ativo (ROA)</b>	(+)	Esse indicador reflete a capacidade internas de tomada de decisões e de desempenho, portanto, conforme os achados de Bowen <i>et al.</i> (2008), um maior retorno operacional sobre ativo reflete está associada a um maior desempenho e, conseqüentemente, a uma maior qualidade dos lucros.	Kim <i>et al.</i> (2012); Pyo e Lee (2013); Bozzolan <i>et al.</i> (2015).
<b>Market-to-book (MTK)</b>	(-)	Segundo Skinner e Sloan (2002), aumentos no crescimento incentiva as empresas a cumprirem metas de resultados, o que pode favorecer o gerenciamento de resultados, conforme sugerido por Richardson <i>et al.</i> (2006). Esse possível aumento de gerenciamento, reduz a qualidade dos lucros.	Roberts e Dowling (2002); Salewski e Zulch (2014); Muttakin <i>et al.</i> (2015); Belgacem e Omri (2015);
<b>Alavancagem (LEV)</b>	(-)	Conforme Dechow, Ge e Schrand (2010), um aumento da alavancagem tende a ter um efeito negativo incremental sobre os lucros futuros, portanto, espera-se uma relação negativa entre a variável LEV e a qualidade dos lucros.	Kim <i>et al.</i> (2012); Salewski e Zulch (2014); Darabi e Mahmoodi (2014); Muttakin <i>et al.</i> (2015); Belgacem e Omri (2015); Bozzolan <i>et al.</i> (2015).
<b>Prejuízos (PREJ)</b>	(-)	De acordo com Kim <i>et al.</i> (2012), empresas com prejuízos, a fim de evitar divulgar suas perdas, estão sujeitas a gerenciar os resultados. Conseqüentemente, apresentam menor capacidade de sustentar os lucros em períodos futuros.	Pyo e Lee (2013); Muttakin <i>et al.</i> (2015); Belgacem e Omri (2015);

Fonte: Dados da pesquisa

### 3.4.3 Modelo de persistência dos lucros e os seus componentes

Sloan (1996) verificou que os fluxos caixa operacionais e os *accruals* têm implicações diferentes na persistência de lucros futuros. A fim de atestar a capacidade dos lucros ou seus componentes de prever lucros futuros, Sloan (1996) desenvolveu um modelo univariado autorregressivo para identificar a persistência do lucro corrente na explicação dos lucros futuros:

$$Lucros_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 Lucros_t + \varepsilon_{t+1} \quad (5)$$

Onde:

$Lucros_t$  é a medida de lucro, no período t;

$\beta_0$  é o termo constante;

$\beta_1$  é o parâmetro de persistência, compreendido entre 0 e 1;

$\varepsilon_1$  é o termo de erro;

Segundo Dechow *et al.* (2010), esse é o modelo básico para a persistência dos lucros, sendo ela obtida através do coeficiente  $\beta_1$  (SLOAN, 1996). Os lucros são tipicamente escalonados por ativos, embora alguns pesquisadores examinem margens, escala por vendas, ou escala pelo número de ações, portanto um  $\beta$  maior implica em lucros mais persistentes.

Os coeficientes de persistência devem variar entre 0 e 1, onde valores iguais a 1, indicam que quaisquer impactos nos lucros correntes afetam integralmente os lucros futuros; enquanto que, valores iguais a zero, indicam total transitoriedade dos choques, caracterizando uma ausência de persistência.

Diversos estudos investigam a persistência dos lucros utilizando o modelo proposto por Sloan (1996) e suas adaptações. No Brasil, Pimentel e Aguiar (2016), investigaram se lucros mais persistentes possuem informações melhores para modelos de avaliação e se podem ser considerados como *proxies* adequadas para capturar orientações gerenciais de longo prazo das empresas.

A medida de lucro utilizada neste estudo é o lucro antes dos juros e impostos, ou EBIT (*Earnings before Interest and Taxes*), foi padronizada pelo ativo total, a fim de permitir comparações entre empresas e para evitar a não estacionariedade dos lucros, conforme se segue:

$$Lucros_t = \frac{EBIT_t}{\frac{1}{2}(AtivosTotais_{t+1} + AtivosTotais_t)}$$

(6)

Onde:

$Lucros_t$  é a medida de lucro, da empresa i no período t;

$EBIT_t$  é o lucro antes dos juros e impostos, da empresa i no período t;

$AtivoTotal_{it}$  é o valor do ativo total, da empresa i no período t.

### 3.4.4 Definição do Modelo Econométrico Proposto

O modelo econométrico aplicado neste estudo utiliza como variável explanatória da qualidade dos lucros mensurada conforme proposto por Sloan (1996); o índice de social disclosure (ISD) mensurado conforme propõe Gonçalves *et al.* (2014), o índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e as variáveis e controle LnAT, MKT, ROA, LEV, PREJ, as quais são variáveis exógenas ao modelo.

No entanto, existe a possibilidade de que estas variáveis sejam endógenas em relação a qualidade dos lucros, ou seja, uma boa reputação pode resultar em divulgação de lucros com alta qualidade ou a qualidade dos lucros pode ter impacto sobre a percepções dos *stakeholders* de maneira a aumentar ou reduzir a reputação corporativa. Waddock e Graves (1997) e Orellano e Quiota (2011) apontam que o desempenho e os investimentos socioambientais são variáveis endógenas.

Para resolver esse problema, Wooldridge (2006), sugerem a estimativa por mínimos quadrados de dois estágios (2SLS), o qual é um método de estimativa de parâmetros estruturais consistentes, principalmente no caso de uma equação *overidentified*, ou seja, onde o número de variáveis exógenas excluídas da equação é maior do que a quantidade de variáveis endógenas menos 1.

Ao controlar o problema da endogeneidade acima mencionado, busca-se garantir que a relação encontrada entre reputação corporativa e persistência dos lucros decorra do processo de maior divulgação social e de melhores práticas de sustentabilidade social.

Considerando o objetivo deste estudo, cuja hipótese é de que a reputação corporativa de uma empresa pode haver relação sobre a persistência de lucro de uma empresa, estimou-se a seguinte equação:

$$Y_{it} = \alpha + \gamma X'_{it} + \delta Z'_{it} + u_{it} \quad (7)$$

Onde:

$Y_{it}$  é a variável qualidade dos lucros;  $\alpha$  é a constante da regressão;  $\gamma' = (\gamma_1, \gamma_2)$  é o coeficiente associado a  $X_{it} = (ISD, ISE)$ , que é a variável de reputação corporativa, composta a partir do

Índice de Social *Disclosure* e do Índice de Sustentabilidade Empresarial;  $\delta' = (\delta_1, \delta_2, \delta_3, \delta_4, \delta_5)$  é o parâmetro associado à  $Z_{it} = (\text{LnAT}, \text{MKT}, \text{ROA}, \text{LEV} \text{ e } \text{PREJ})$ , que representa as variáveis de controle; e  $u_{it}$  é o erro aleatório independente e identicamente distribuído, sendo  $\mu_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ . Os subscritos  $it$  do modelo representam a  $i$ -ésima empresa no período  $t$ .

A hipótese prevê estimativas positivas para  $\gamma_1$ , tendo em vista que os coeficientes estimados indicam as empresas com melhor reputação corporativa, o que evidencia que empresas com maior reputação corporativa tendem a apresentar maior persistência dos resultados (qualidades dos lucros).

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

O presente estudo possui as seguintes limitações em decorrência do objetivo e operacionalização do trabalho:

1. Amostra: a presente pesquisa restringiu-se às empresas constituídas sob a forma de sociedade anônima, de capital aberto, com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&BOVESPA) que possuem informações divulgadas acerca da temática de responsabilidade social corporativa nos relatórios sociais e de sustentabilidade de 2012, referentes ao exercício social de 2011. Dessa forma, as conclusões obtidas ficam restritas à amostra utilizada.
2. A persistência dos lucros é influenciada pela persistência do desempenho fundamental de uma empresa e, portanto, é provavelmente impulsionada em grande parte pelo negócio em que a empresa opera (DECHOW *et al.*, 2010). Aspectos associados a persistência como tipo de produto, concorrência do setor e intensidade de capital (LEV, 1983), não foram captadas de maneira direta no presente estudo.
3. O Índice de Social *Disclosure* captura apenas informações sobre programas sociais externos contidos nos relatórios anuais e de sustentabilidade. As informações sociais contidas em outros relatórios e nos sites não são observadas pelo índice.

## 4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com o objetivo de responder o problema de pesquisa, assim como corroborar ou rejeitar a hipótese levantada neste estudo, esta seção apresenta os resultados obtidos oriundos dos testes empíricos.

A análise de dados está dividida em três partes. A primeira parte contempla a análise das *proxies* de reputação corporativa, Índice de Social *Disclosure* (ISD) e índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), a segunda sintetiza as análises descritivas das variáveis do modelo e por último, se demonstram os resultados relativos a hipótese da pesquisa, por meio do modelo *Two-Stage Least Squares* (2SLS).

### 4.1 ANÁLISE QUALITATIVA DAS *PROXIES* DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA

O objetivo deste tópico é analisar a reputação corporativa sob o enfoque do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e do índice de social *disclosure* (ISD).

O *disclosure* das informações sociais é uma das formas de se aumentar a reputação corporativa, portanto, quanto maior o nível de evidenciação socioambiental, maior a reputação corporativa (HASSELDINE *et al.*, 2005; ALMEIDA-SANTOS *et al.*, 2012). Sendo assim, a reputação corporativa é um dos motivadores da divulgação social e esta, por sua vez, pode ser captada pelos *rankings* de empresas comprometidas com a sustentabilidade corporativa.

Sendo assim, considerou-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) como *proxy* para reputação corporativa. Segue a análise realizada referente a esse índice:

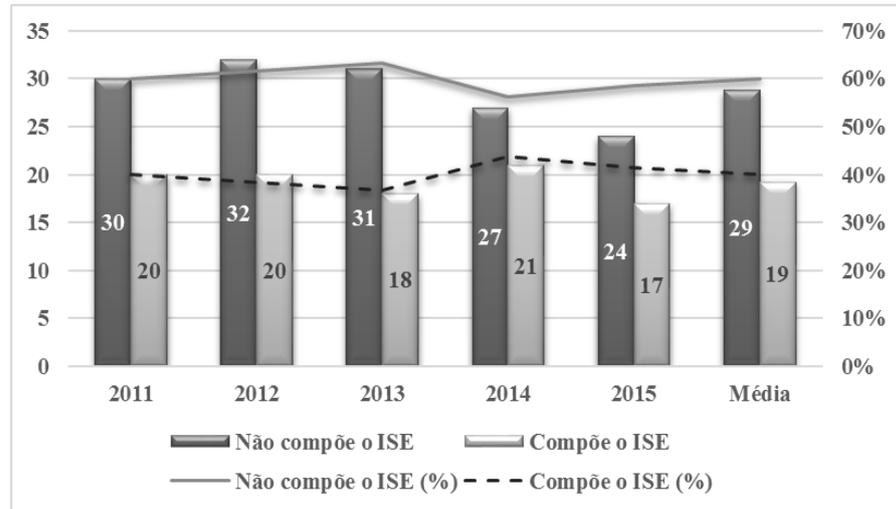
**Tabela 5 - Composição da amostra por ISE**

ISE	2011	2012	2013	2014	2015	Total
<b>Empresas</b>						
Não compõe o ISE	30	32	31	27	24	29
Compõe o ISE	20	20	18	21	17	19
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>52</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>41</b>	<b>48</b>
<b>Observações</b>						
Não compõe o ISE	111	114	102	95	85	507
Compõe o ISE	71	71	60	70	58	330
<b>Total</b>	<b>182</b>	<b>185</b>	<b>162</b>	<b>165</b>	<b>143</b>	<b>837</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se pela tabela que a maior parte das empresas que compõe a amostra não estão listadas na carteira do ISE (60%) e, portanto, para fins deste estudo são consideradas como

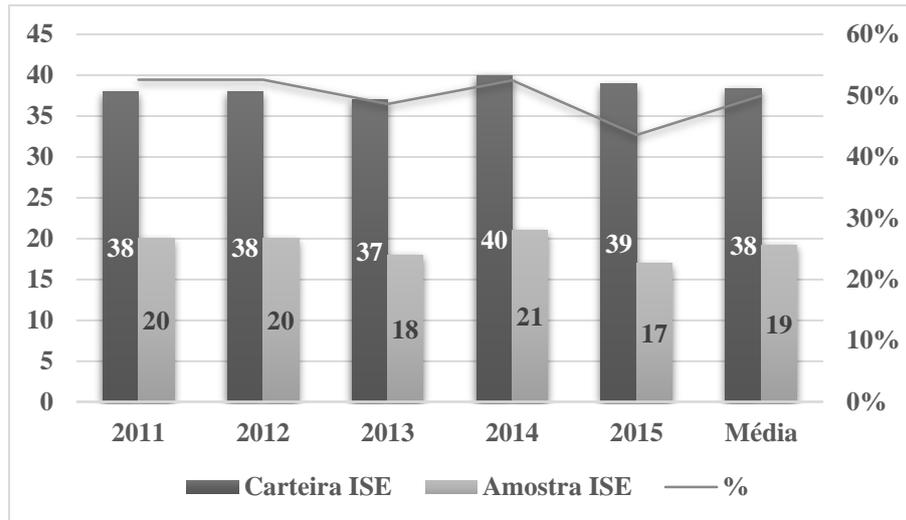
aquelas que possuem menor reputação corporativa quando comparadas as que estão listadas (40%). O Gráfico 1 evidencia melhor essa situação:



**Figura 1 - Empresas da amostra que compõe ou não o ISE**

Fonte: Elaborada pela autora

Apesar da maior parte das empresas que compõe a amostra não estar incluída no ISE e considerando que a quantidade de empresas que compõe a carteira do índice anualmente é de, aproximadamente, 40 empresas, percebe-se que mais ou menos 50% das empresas consideradas como sustentáveis, sob os aspectos de compromisso com o desenvolvimento sustentável, equidade, transparência e prestação de contas, natureza do produto, além do desempenho empresarial nas dimensões econômico-financeira, social, ambiental e de mudanças climáticas pela BM&FBovespa, foram consideradas na amostra.



**Figura 2 - Empresas ISE: Amostra versus Carteiras**

Fonte: Elaborada pela autora

Das empresas da amostra que compõe as carteiras do ISE, 36% em média refere-se ao setor de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Este setor, por ser considerado um setor de alto impacto ambiental, normalmente possui maior *disclosure* socioambiental, de maneira a legitimar suas ações (RICHARDSON e WELKER, 2001).

Em seguida, analisou-se as empresas que compõe a amostra por nível de evidenciação social, dividindo-se o resultado total encontrado no período de 2011 a 2015 por *quartis*, da seguinte forma:

**Tabela 6 - Quartis do nível de social disclosure**

Quartis	Pontuação	Nível de evidenciação
1º	abaixo ou igual 24 pontos	Ruim = "Restrito"
2º	de 25 a 30 pontos	Baixo
3º	de 31 a 36 pontos	Médio
4º	maior ou igual a 37 pontos	Alto = "Amplio"

Fonte: Adaptado de Gonçalves *et al.* (2014)

Observa-se que, o nível de *social disclosure* varia de 13 pontos (todos os resultados são restritos) a 52 pontos (todos os resultados são amplos). Isso é explicado porque o ISD é composto por 13 itens, sendo cada um deles categorizado de 1 (restrito) a 4 (amplo) pontos.

A tabela 7 demonstra os resultados dos níveis de evidenciação por total de empresas.

**Tabela 7 - Nível de evidência total por empresa e por categoria de ISD**

Ano	Amplio		Médio		Baixo		Restrito		Total	
<b>2011</b>	12	24%	25	50%	12	24%	1	2%	<b>50</b>	<b>100%</b>
<b>2012</b>	12	23%	24	46%	13	25%	3	6%	<b>52</b>	<b>100%</b>
<b>2013</b>	13	27%	20	41%	10	20%	6	12%	<b>49</b>	<b>100%</b>
<b>2014</b>	10	21%	22	46%	14	29%	2	4%	<b>48</b>	<b>100%</b>
<b>2015</b>	7	17%	18	44%	14	34%	2	5%	<b>41</b>	<b>100%</b>
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>23%</b>	<b>22</b>	<b>45%</b>	<b>13</b>	<b>26%</b>	<b>3</b>	<b>6%</b>	<b>48</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se pela Tabela 7, que em todos os anos mais empresas publicaram informações sociais tendendo a um nível “médio” de divulgação, ou seja, as empresas com o *social disclosure* classificado nessa categoria divulgam a informação avaliada pelo item proposto, fazendo-a por área de atuação ou por alguns programas sociais. Esse nível é menos abrangente que o “amplo”, no qual a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto de maneira analítica, ou seja, há informação referente a cada programa social, sendo essas informações evidenciadas com maior precisão e amplitude.

Durante os anos de 2011 e 2013, o nível amplo era o segundo nível com maior classificação de *social disclosure*, apresentando a proporção de 24% e 27%, respectivamente. Em contrapartida, em 2012 e 2014 a 2015, houve um deslocamento das empresas para o nível baixo, o que evidencia uma tendência das empresas a apresentarem menos informações de maneira analítica com o passar dos anos, fazendo-o de maneira mais genérica. Paralelamente, o nível restrito foi o nível com menor classificação de *social disclosure*, apresentando uma participação entre 2% e 12%, em 2011 e 2013, respectivamente, no total de empresas analisadas.

Analisando os resultados da Tabela 7, percebe-se que 45% da amostra está classificada no nível “Médio”, quando a empresa evidencia a informação proposta no item por área de atuação ou de alguns programas sociais. Em seguida, se encontram as empresas cujo nível de divulgação é “Baixo” (26%), onde as empresas divulgam as informações avaliadas, entretanto não o fazem por programa social ou área de atuação (ou seja, a informação é evidenciada de forma genérica); na terceira posição se encontram as empresas classificadas com nível “Alto” (23%), quando se evidenciam as informações de forma analítica, isto é, com maior precisão e amplitude; e, em última posição, as empresas com classificação “Ruim” (6%), as quais não divulgam as informações avaliadas.

Percebe-se que existe uma preocupação das empresas analisadas em prestar informações que contribuam com a tomada de decisão do usuário externo, visto que evidencia

a esses *stakeholders* informações quanto ao modo que planeja e executa os programas sociais. Contudo, uma vez que há predominância dos resultados médios no conjunto de itens avaliados pelo ISD, a maior parte das empresas evidencia as informações sociais por área de atuação e não necessariamente por projetos sociais, sendo essas informações menos precisas e amplas que as empresas com o nível “alto” do ISD.

Além disso, do total de empresas que foram classificadas no nível “Médio” 35% são empresas de setores de alto impacto, como o de água e saneamento, energia elétrica, gás, madeira e papel, mineração, petróleo, gás e biocombustíveis e químicos. Quando se observa esse percentual no total de empresas classificadas no nível “Alto”, essa proporção aumenta para 55%, o que corrobora a afirmação de que esses setores tendem a divulgar mais informações sociais como forma de minimizar o risco de suas atividades (RICHARDSON e WELKER, 2001; BRANCO e RODRIGUES, 2008).

Tabela 8 - Nível de ISD por setor

Nível de ISD por setor	2011	2012	2013	2014	2015	Média geral
<b>Setores de alto impacto ambiental (RICHARSON e WELKER, 2001)</b>						
Água, esgoto e outros sistemas	Médio	-	-	-	Baixo	Médio
Empresa de eletricidade, gás e água	Baixo	Baixo	-	Amplo	Amplo	Médio
Extração de petróleo e gás	Amplo	Amplo	Amplo	Amplo	Amplo	Amplo
Geração, transmissão e distribuição de energia elétrica	Médio	Amplo	Amplo	Médio	Médio	Médio
Indústria de outros produtos de minerais não metálicos	Médio	Baixo	Baixo	-	-	Amplo
Indústria de papel, celulose e papelão	Amplo	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Indústria química	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Indústria química básica	Baixo	Médio	Médio	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Demais setores</b>						
Abatedouros	Amplo	Amplo	Amplo	Amplo	Baixo	Amplo
Administração de empresas e empreendimentos	-	-	Restrito	Restrito	Restrito	Restrito
Agricultura	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	-	Baixo
Atividades auxiliares ao transporte aquático	Amplo	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Atividades relacionadas à intermediação de crédito	Baixo	Restrito	Restrito	Baixo	Baixo	Baixo
Bancos	Médio	Médio	Amplo	Amplo	Médio	Médio
Bolsa de valores e commodities	Médio	Médio	Médio	-	Baixo	Amplo
Construção de edifícios residenciais	Médio	Médio	Médio	Médio	Amplo	Médio
Distribuição de gás natural	Médio	Médio	Restrito	-	-	Baixo
Indústria de autopeças	Baixo	-	-	Baixo	Baixo	Baixo
Indústria de calçados	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Restrito	Baixo
Indústria de carrocerias e trailers	Médio	Médio	Baixo	Médio	Médio	Médio
Indústria de eletrodomésticos	-	-	Médio	Médio	Médio	Médio
Indústria de motores, turbinas e transmissores de energia	Amplo	Amplo	Médio	-	-	Amplo
Indústria de móveis e afins	Médio	Médio	Baixo	Baixo	Baixo	Amplo
Indústria de produtos de cerâmica e refratários	Médio	Médio	-	-	-	Médio
Indústria de roupas de malha	Baixo	Médio	Médio	-	-	Amplo
Laboratório de exames médicos	Amplo	Amplo	Amplo	Médio	Médio	Amplo
Locadora de imóveis	Restrito	Restrito	Restrito	-	-	Restrito
Mineração de metais	Médio	Médio	Amplo	Médio	Médio	Médio
Seguradora	Médio	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Serviços de apoio a empresas	Baixo	Baixo	Restrito	Baixo	Baixo	Baixo
Telecomunicações	Médio	Médio	Médio	Amplo	Baixo	Amplo
Transformação de aço em produtos de aço	Amplo	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Amplo
Transporte aéreo regular	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Média geral</b>	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio

Fonte: Dados da pesquisa

Verifica-se que, há uma tendência média no nível de *social disclosure* das empresas brasileiras listadas na bolsa, o que representa que há uma preocupação na divulgação dos

objetivos por área de atuação. Essa preocupação influencia as empresas a divulgarem informações sobre os seus diversos programas e iniciativas, a fim de indicar que estão em conformidade com as expectativas dos *stakeholders* e legitimar o compromisso com as demandas da sociedade. Desta forma, uma maior transparência na divulgação das informações dos programas sociais melhora o nível de evidenciação (ISD), podendo contribuir na melhora da reputação corporativa (RICHARDSON *et al.*, 1999).

A Tabela 9 evidencia a associação entre as duas *proxies* de reputação corporativa, ISE e ISE, quanto a moda:

**Tabela 9 - Associação entre as *proxies* de reputação corporativa**

Empresas	Nível de ISD					Moda geral
	2011	2012	2013	2014	2015	
	<b>Índice</b>					
Não compõe o ISE	34	29	29	29	36	29
Compõe o ISE	33	33	37	34	34	33
	<b>Nível</b>					
Não compõe o ISE	Médio	Baixo	Baixo	Baixo	Médio	Baixo
Compõe o ISE	Médio	Médio	Ampla	Médio	Médio	Médio

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se que nos anos de 2012 a 2014 as empresas listadas no ISE evidenciaram maior nível de divulgação das informações sobre os programas sociais desenvolvidos do que as empresas não listadas nesse mesmo índice. Nos anos de 2011 e 2015, o *social disclosure* de ambos os grupos foram iguais, não apresentando diferenciação entre os níveis de divulgação.

Sabendo que as empresas certificadas no ISE representam, em média, 39% da amostra, considera-se o resultado da Tabela 9 relevante, tendo em vista que os outros 61% apresentam menor evidenciação social. Portanto, as empresas listadas no ISE tendem, de certa forma, evidenciar maior quantidade de informações sociais do que aquelas empresas que não compõem a carteira do índice. Essa evidência é corroborada por Almeida-Santos e Vargas (2012), que sugerem que as companhias listadas no Índice de Sustentabilidade (ISE) da BM&FBovespa apresentam níveis mais acentuados de *disclosure* socioambiental, de maneira que estas empresas possuem forte reputação corporativa.

Destarte, percebe-se pelos resultados que o relatório de sustentabilidade, bem como o próprio ISE, podem ser vistos como direcionadores da reputação corporativa, pois comunicam aos *stakeholders* o desempenho social das empresas (MICHELON, 2007).

## 4.2 ANÁLISE DESCRITIVA

Nesta seção, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na execução da hipótese de pesquisa, de maneira a verificar a relação entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa.

A Tabela 10 apresenta a relação entre a qualidade dos lucros, mensurados pela persistência, e as empresas listadas ou não no Índice de Sustentabilidade Empresarial.

**Tabela 10 - Qualidade do lucro médio das empresas listadas e não listadas no ISE**

Empresas	Qualidade (persistência) dos lucros médio					Média
	2011	2012	2013	2014	2015	
Não compõe o ISE	0,2611	0,2389	0,2214	0,2197	0,2180	0,2331
Compõe o ISE	0,2053	0,2172	0,2198	0,2135	0,2464	0,2195

Fonte: Dados da pesquisa

De maneira geral, as empresas listadas no ISE apresentam valores de persistência dos lucros (QL) menores, exceto em 2015. Esse resultado evidencia que pode ainda não haver uma relação muito bem definida entre a qualidade dos lucros nas empresas consideradas como de melhor desempenho sob o aspecto da sustentabilidade corporativa e as demais empresas.

Contudo, observa-se uma tendência inversa entre os grupos, pois enquanto as empresas listadas no ISE apresentam crescimento de 20% no valor médio de QL, 0,2053 em 2011 e 0,2464 em 2015; as empresas não certificadas apresentam declínio dos valores de qualidade dos lucros, na proporção de 17%, 0,2611 em 2011 e 0,2180 em 2015. Em 2015, a persistência dos lucros nas empresas consideradas como sustentáveis pelo índice é maior do que a persistência dos lucros das empresas não consideradas como sustentáveis pelo mesmo índice.

A Tabela 11 apresenta a relação entre a qualidade dos lucros e o nível de evidenciação social das empresas.

**Tabela 11 - Qualidade do lucro média das empresas por ISD**

Nível de evidenciação	Qualidade (persistência) dos lucros média					
	2011	2012	2013	2014	2015	2011 a 2015
1º Quartil	0,2627	0,2653	0,2318	0,2556	0,2391	0,2498
2º Quartil	0,2323	0,1826	0,2159	0,1624	0,2110	0,2044
3º Quartil	0,2502	0,2885	0,1881	0,1966	0,1833	0,2249
4º Quartil	0,2253	0,1798	0,2305	0,2486	0,3019	0,2318

Fonte: Dados da pesquisa

Analisando as informações dispostas na Tabela 11, percebe-se que em 2011 a 2014, as empresas com menor nível de evidenciação possuem maior qualidade dos lucros quando comparadas as empresas nos demais níveis de evidenciação. Em 2015, o resultado foi oposto, de maneira que as empresas com maior nível de social *disclosure* destacaram-se por possuir maior persistência dos lucros.

Esse crescimento na qualidade dos lucros foi evidenciado nas empresas com alto nível de divulgação (4º quartil), enquanto que, as empresas com baixo nível “perderam” persistência nos resultados. Esses resultados corroboram com Mahjoub e Khamoussi (2012), cujas evidências são de que empresas com maior nível de comprometimento social e ambiental têm maior probabilidade de reportar lucros mais persistentes para os *stakeholders*.

A próxima Tabela (12) apresenta o resultado da interação das *proxies* de reputação corporativa e a média da qualidade dos lucros das empresas que compõe a amostra.

**Tabela 12 - Relação entre as proxies de Reputação Corporativa e a Qualidade do lucro médio**

2011	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)	2012	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)
Não compõe o ISE	0,3012	0,1885	0,2808	0,2345	Não compõe o ISE	0,2738	0,1843	0,3011	0,1745
Compõe o ISE	0,0646	0,2000	0,2352	0,2031	Compõe o ISE	0,2253	0,1800	0,2654	0,2030
2013	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)	2014	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)
Não compõe o ISE	0,2257	0,2184	0,2208	0,2207	Não compõe o ISE	0,2540	0,1347	0,2432	0,2604
Compõe o ISE	0,2817	0,1830	0,1530	0,2576	Compõe o ISE	0,2626	0,1742	0,1693	0,2435
2015	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)	Total	ISD (1º)	ISD (2º)	ISD (3º)	ISD (4º)
Não compõe o ISE	0,2309	0,1841	0,1958	0,2888	Não compõe o ISE	0,2501	0,2056	0,2348	0,2390
Compõe o ISE	0,2751	0,2637	0,2017	0,2530	Compõe o ISE	0,2488	0,2025	0,2105	0,2267

Fonte: Dados da pesquisa

Nos anos de 2011 e 2012, quando se compara a qualidade do lucro das empresas listadas no ISE e não listadas, observa-se que as empresas listadas no ISE apresentam menor qualidade dos lucros em qualquer nível de evidenciação. Em 2013 e 2014 essa proporção se iguala, pois, as empresas listadas passam a ter maior qualidade dos lucros em dois níveis de evidenciação do ISD, a mesma quantidade de níveis que as empresas não listadas.

Porém quando se observa o ano de 2015, percebe-se que o comportamento é contrário, ou seja, as empresas listadas no ISE possuem maior qualidade dos lucros em quase todos os níveis, exceto o 4º. Esses resultados corroboram com as evidências das Tabelas 10 e 11, de que há uma tendência de aumento na transparência das informações resultando em um maior índice *disclosure* e em maior qualidade dos lucros.

Esse padrão de crescimento é justificado, segundo Sampaio *et al.* (2012), por um aumento no nível de evidência de informações socioambientais, decorrente de uma maior preocupação das empresas em legitimar o compromisso com as demandas de desenvolvimento sustentável perante a sociedade. Essa “preocupação” decorre da demanda dos *stakeholders* por maior transparência (ATKINS *et al.*, 2006) que influencia a qualidade das informações financeiras, de maneira que empresas com maior nível de *disclosure* social tendem a ter lucros mais persistentes e, conseqüentemente, maior qualidade (GIVOLY *et al.*, 2010).

Na próxima tabela, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo de estudo. Com relação ao número de observações, observa-se que as variáveis QL, ISD e LnAT apresentaram 837 observações válidas; MKT, ROA e LEV apresentaram valores ausentes.

**Tabela 13 - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo**

<b>A. Estatísticas descritivas para as variáveis contínuas</b>						
	<b>QL</b>	<b>ISD</b>	<b>LNAT</b>	<b>MKT</b>	<b>ROA</b>	<b>LEV</b>
Média	0,2278	33	7,1325	1,6676	0,2780	3,4920
Mediana	0,2081	33	7,1361	1,3666	0,2737	1,8574
Desvio padrão	0,1496	4,9640	0,8153	1,4319	0,3715	13,3727
Variância	0,0224	25,5733	0,7123	2,0503	0,1380	178,9575
Mínimo	0,0003	22	4,6810	0,1174	- 0,9656	0,2281
Máximo	0,6056	44	9,1398	17,3997	0,9865	297,2982
C.V*	0,6567	0,1507	0,1143	0,8586	1,3363	3,8296
<b>B. Estatísticas descritivas para as variáveis <i>dummy</i></b>					<b>PREJ</b>	<b>ISE</b>
Média					0,1434	0,3943
Mediana					0	0
Desvio padrão					0,3502	0,4884
Frequência das empresas que apresentaram prejuízos					120	330
% da frequência sobre o total da amostra					14%	39%

\*C.V é o coeficiente de variação, obtido dividindo o desvio padrão pela média

Fonte: Dados da pesquisa

Observa-se pela média dos valores de qualidade dos lucros que, de maneira geral, as empresas brasileiras abertas que compõem a amostra apresentam uma média relativamente baixa quando comparada ao seu valor máximo. Esses resultados indicam uma baixa persistência dos lucros, decorrente de uma certa transitoriedade dos choques.

De maneira geral, todas as variáveis apresentam médias baixas, quando comparadas ao valor máximo, com exceção da variável de tamanho (LnAT), a qual apresenta certo equilíbrio na distribuição das observações. Esse argumento é corroborado com o valor do coeficiente de

variação de LnAT, o qual evidencia uma maior homogeneidade desse conjunto de dados. A mesma constatação pode ser feita para a variável independente (ISD), cujo C.V é de 0,1509, menos que 25%.

Observa-se que a média da variável explicativa ISD é de 33, em comparação com um valor máximo possível que pode ser obtido de 52. Tendo em vista que não há obrigatoriedade de divulgação social para as empresas brasileiras, a oportunidade para melhoria do nível de divulgação é considerável. O quarto relatório “Relate ou Explique” publicado pela BM&FBOVESPA em 2016 indica uma ligeira elevação percentual nos esforços das empresas listadas na bolsa em publicar informações sociais, ambientais e de governança corporativa. Em 2016, aproximadamente, 37% das empresas publicam os relatórios sociais ou de sustentabilidade.

Os resultados obtidos nos parágrafos anteriores sinalizam que um aumento do nível de divulgação social tende a impactar a reputação corporativa, a qual segundo Kim *et al.* (2012) promove o surgimento de relatórios financeiros de alta qualidade, tendo em vista que os aspectos financeiros e organizacionais da reputação não são vistos isoladamente (GIVOLY *et al.*, 2010).

Após a análise descritiva das variáveis, com o intuito de investigar esta relação, fez-se uso da análise da regressão, conforme pode ser verificado no tópico seguinte.

### **4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: PERSISTÊNCIA E REPUTAÇÃO CORPORATIVA**

#### **4.3.1 Matriz de Correlação**

Com o intuito de investigar as relações e verificar a existência de alta correlação entre as variáveis, foram elaboradas algumas matrizes de correlações.

**Tabela 14 - Matriz de correlação das variáveis do modelo**

Variáveis <sup>1</sup>	QL	ISD	ISE	LNAT	MKT	ROA	LEV	PREJ
<i>QL</i>	1,000							
<i>ISD</i>	-0,040	1,000						
<i>ISE</i>	-0,043	0,259**	1,000					
<i>LNAT</i>	0,071*	0,228**	0,524**	1,000				
<i>MKT</i>	-0,193**	-0,149**	-0,102**	-0,268**	1,000			
<i>ROA</i>	-0,134**	-0,066	0,017	-0,043	0,182**	1,000		
<i>LEV</i>	-0,055	-0,228**	-0,091*	-0,029	-0,086*	-0,038	1,000	
<i>PREJ</i>	0,150**	0,000	-0,023	0,040	-0,226**	-0,608**	0,088*	1,000

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Fonte: Dados da pesquisa

Pelos resultados da Tabela 14 é possível visualizar que as variáveis do modelo não possuem uma alta correlação entre si. Segundo Gujarati (2006), variáveis são consideradas altamente correlacionadas quando os coeficientes de correlação são superiores a 0,80.

No que diz respeito a ausência de significância entre a variável ISD e QL, cabe mencionar que frequentemente o comportamento da variável dependente não se adapta imediatamente a alterações nas variáveis explicativas, sendo tal adaptação, na maior parte dos casos, progressiva (MARQUES, 2000). No presente estudo, acredita-se que o mercado é afetado de forma dinâmica, levando em consideração as informações sociais à medida que elas se tornam disponíveis ou ainda o mercado se antecipando às informações, sendo assim a relação entre a qualidade dos lucros e o índice de social *disclosure* podem apresentar defasagens temporais (efeito *lead-lag*).

Para verificar essa suposição, especificou-se um cenário em que a persistência dos lucros está linearmente relacionada aos ISDs passados e futuros e verificou a correlação entre essas variáveis (em *lag*) e a qualidade dos lucros. Além disso, a análise foi realizada por trimestre, variando as datas de início da variável dependente QL, de maneira que o 1º trimestre representa as data-base de 31 de dezembro do ano *t* e assim sucessivamente. O objetivo é atestar qual é a relação temporal entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa, representada pelas divulgações sociais.

O resumo dos resultados, isolando a relação das variáveis explicativas e de controle com a variável dependente, pode ser verificado na Tabela 15. As matrizes completas podem ser consultadas no apêndice C.

**Tabela 15 - Resumo das Matriz de correlação das variáveis do modelo com ISD defasado**

Variáveis <sup>1</sup>	4º Trimestre	3º Trimestre	2º Trimestre	1º Trimestre
<b>Variável dependente: Qualidade dos Lucros</b>				
<i>QL<sub>t</sub></i>	1,000	1,000	1,000	1,000
<i>ISD<sub>t-3</sub></i>	0,105	0,144	0,031	0,037
<i>ISD<sub>t-2</sub></i>	0,112	- 0,063	- 0,111	0,192*
<i>ISD<sub>t-1</sub></i>	0,262**	- 0,012	- 0,063	0,233**
<i>ISD<sub>t</sub></i>	- 0,008	- 0,039	- 0,050	- 0,069
<i>ISD<sub>t+1</sub></i>	- 0,051	0,075	0,033	- 0,018
<i>ISD<sub>t+2</sub></i>	- 0,019	- 0,015	- 0,002	0,118
<i>ISD<sub>t+3</sub></i>	0,060	- 0,019	-0,147*	0,113
<i>LNAT<sub>t</sub></i>	0,092	- 0,022	0,103	0,096
<i>MKT<sub>t</sub></i>	-0,174*	-0,169*	-0,228**	-0,226**
<i>ROA<sub>t</sub></i>	- 0,127	- 0,116	-0,224**	- 0,120
<i>LEV<sub>t</sub></i>	- 0,030	- 0,088	- 0,022	- 0,062
<i>PREJ<sub>t</sub></i>	0,099	0,126	0,246**	0,144*
<i>ISE<sub>t</sub></i>	0,014	- 0,041	- 0,052	- 0,103

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Considerando o 1º trimestre como a data-base, os resultados evidenciados revelam que a medida que os coeficientes de ISD são significantes em  $t_{-1}$  e  $t_{-2}$ , 4º trimestre e 3º trimestres, respectivamente, do ano imediatamente anterior. Esse resultado demonstra que o mercado inicia a precificação das informações sociais contidas no relatório no 3º trimestre do ano anterior, em relação ao lucro líquido esperado do final do exercício, mas publicado apenas no 1º trimestre do ano subsequente. A relação é mantida até o período  $t$ , onde essa associação torna-se negativa e não significativa. Em  $t_{+2}$  e  $t_{+3}$  a relação se torna positiva, contudo, ainda não apresenta significância estatística.

No segundo e no terceiro trimestre, os coeficientes não apresentam significância, exceto para  $t_{+3}$ , onde a relação foi negativa e significativa a 5% de significância, possivelmente porque não houveram novas informações que alterassem a percepção dos investidores. No quarto trimestre a relação qualidade dos lucros e reputação corporativa ISD volta a ser significativa em  $t_{-1}$ , ou seja, em meados do 3º trimestre do ano corrente já há uma reação do mercado, de maneira que ele captura as informações relacionadas aos programas sociais e precifica a qualidade dos lucros esperado no final do período.

Uma explicação para isso é que as informações sociais, publicadas nos relatórios sociais e de sustentabilidade, normalmente ocorrem entre o 2º e 3º trimestres do ano subsequente a data-base das informações contábeis e financeiras, de maneira que essas divulgações são precificadas de modo a impactar o lucro do exercício subsequente.

Parte-se, portanto, da hipótese de que há relação positiva significativa decorrente dos efeitos *lead-lag* entre a variável QL e reputação corporativa, a qual foi realizada na seção 4.3.2 por meio de análise da regressão com dados em painel.

#### 4.3.2 Testes estatísticos e resultados da análise da regressão com dados em painel

Algumas premissas devem ser observadas para que o modelo de regressão seja aplicado de forma válida, sendo assim, o primeiro passo para a aplicação do método estatístico utilizado no presente estudo, foi testar se as variáveis relacionadas ao modelo atendiam aos pressupostos de normalidade, homoscedasticidade, autocorrelação dos erros, multicolinearidade e teste de raiz unitária.

O primeiro teste realizado foi para verificar se a distribuição condicional da variável dependente, dados diferentes valores de outras variáveis, segue uma distribuição normal. Nesse sentido, realizou-se o teste de Jarque-Bera (J-B), o qual utiliza os resíduos de mínimos quadrados ordinários para análise da normalidade. Verificou-se que não há normalidade na distribuição dos resíduos.

Bentler (1995) argumenta que o método dos mínimos quadrados de dois estágios, modelo utilizado no presente estudo, não necessariamente deve observar a premissa de normalidade da distribuição. Portanto, tratou-se o problema de normalidade da amostra, anulando os efeitos dos *outliers* por meio de uma variável *dummy*. Essa medida corretiva foi testada pelo teste J-B, cujos resultados completos podem ser verificados no Apêndice D.

O segundo teste realizado foi o de Levene, cujo objetivo foi testar a homoscedasticidade das variáveis. Segundo Salvatore e Reagle (2001), a presença de heteroscedasticidade leva os estimadores a terem uma variância elevada, não sendo havendo tendências nos erros.

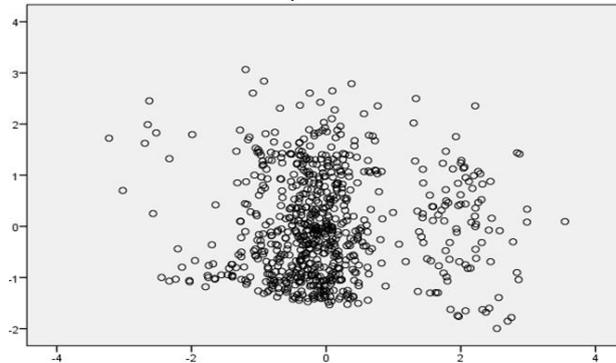
**Tabela 16 - Teste de Heteroscedasticidade**

Teste de Levene		
	F	<i>p-value</i>
Variâncias iguais assumidas	1,4115	0,235

Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados do teste de Levene evidenciam um *p-value* maior que 0,05, a um nível de 5% de significância, portanto, não se rejeita a hipótese nula ( $H_0$ ) ao nível de significância  $\alpha = 0,05$ , ou seja, pode-se considerar que as variâncias dos dois grupos são iguais ( $F = 1,411$ ,  $p = 0,276$ ).

Esse resultado é corroborado com o gráfico dos resíduos, o qual evidencia que não há tendência de distribuição.



**Figura 3 - Dispersão da variável dependente QL**  
Fonte: Elaborada pela autora

Pela dispersão dos erros, verifica-se que a distribuição é dispersa e com comportamento não definido. Assegura-se assim o pressuposto da homogeneidade das variâncias, pelo que se pode prosseguir as análises.

Outro aspecto a ser verificado é a presença de multicolinearidade, ou seja, a existência de uma alta correlação entre duas ou mais variáveis explicativas do modelo. Com a existência de multicolinearidade, os coeficientes da regressão estimados podem ser estatisticamente insignificantes (SALVATORE e REAGLE, 2001). O teste de dependência entre as variáveis independentes do modelo foi realizado por meio do VIF (*Variance Inflation Factor*), conforme se segue:

**Tabela 17 - Teste de Multicolineariedade**

Estatísticas de colinearidade		
Variáveis	Tolerância	VIF
ISD	0,8826	1,133
LNAT	0,7153	1,398
MKT	0,9374	1,067
ROA	0,3987	2,508
LEV	0,9668	1,034
PREJ	0,3937	2,540
ISE	0,7943	1,259

Fonte: Dados da pesquisa

Altos valores de VIF (*Variance Inflation Factor*) geralmente são vistos como indicativo de multicolinearidade. Segundo Gujarati (2006) o VIF é indicativo de problema se o resultado do teste de fator inflação da variância for maior que 10, enquanto Mônaco (2010) sugere que

ele não deve exceder a 5. Observa-se pela Tabela 17 que os valores de VIF de todas as variáveis são inferiores a 3, o que indica que a multicolinearidade é mantida a níveis aceitáveis.

Para fins de validade de um modelo de regressão pressupõem-se que não exista correlação entre os resíduos, ou seja, que o erro referente a uma observação qualquer não seja influenciado pelo erro de outra observação. Quando o termo de erro em um período de tempo é positivamente correlacionado com o termo de erro no período, enfrenta-se o problema da autocorrelação (SALVATORE e REAGLE, 2001). A presença de autocorrelação de primeira ordem é verificada utilizando o teste de Durbin-Watson (DW), o qual testa a relação entre o erro e seu valor imediatamente anterior.

Caso a hipótese nula seja rejeitada ao nível de significância de 5%, significa que há evidências de relação entre resíduos sucessivos. Ressalta-se que mesmo os estimadores permanecendo consistentes na presença de autocorrelação, eles deixam de ser eficientes (GREENE, 2002). Conforme Greene (2002), para aplicação do teste de DW é necessário a existência de uma constante e que a regressão não seja estocástica, ou seja, o termo de erro deve ser invariante no tempo.

Outro aspecto importante é a tendência estocástica da aplicação de choques na série, a qual resulta em alterações permanentes na mesma, o que pode ocasionar associações significativas, mas sem explicação racional. Nesse caso, a regressão é espúria, não existe nenhuma relação causa-efeito entre duas ou mais variáveis cuja relação estatística é existente.

Portanto, analisou-se a existência de raiz unitária através do teste de Dickey-Fuller, ou simplesmente teste DF e do teste de Phillips e Perron (1988). Se comprovada a existência de raiz unitária, então a série tem tendência estocástica. Caso hipótese nula seja aceita, o processo não é estacionário, ou seja, apresenta raiz unitária; caso contrário,  $H_0$  é rejeitado e o modelo não apresenta raiz unitária.

A Tabela 18 apresenta o resumo dos resultados. Os resultados completos podem ser verificados nos apêndices E.

**Tabela 18 - Resumo dos Testes de raiz unitária**

	<b>D(1SD?(+1))</b>	<b>D(1SD?(+2))</b>	<b>D(1SD?(+3))</b>	<b>D(LNAT?)</b>	<b>MKT</b>	<b>LEV</b>	<b>ROA</b>
ADF - Fischer Chi-square	105.453	100.023	197.909	416.331	142.719	174.365	361.665
<i>p-value</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0266	0.0000	0.0000
PP - Fischer Chi-square	111.622	105.198	217.664	498.504	160.795	174.320	405.310
<i>p-value</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0017	0.0000	0.0000

Fonte: Dados da pesquisa

Uma grande dificuldade na aplicação dos testes de ADF é a especificação de quantas defasagens incluir na equação a ser testada, de maneira que o termo de erro não apresente correlação serial. Segundo Gujarati (2006), uma estratégia é escolher um número suficientemente grande de defasagens, até a defasagem mais significativa. Portanto, os resultados encontrados foram estimados com a seleção automática do máximo de *lags* ótimos.

Os resultados dos testes ADF e PP para ISD e LnAt, apresentaram raiz unitária, de maneira que essas variáveis foram testadas na primeira diferença (vide Tabela 18). Os valores defasados dessas variáveis foram adicionados à regressão, de maneira que a série diferenciada encontrada é estacionária.

Para todas as outras variáveis, rejeita-se a hipótese nula, de modo que os resultados indicam, estatisticamente, que as séries temporais analisadas são estacionárias. Esse fato sinaliza a robustez do modelo, pode-se, portanto, prosseguir-se ao teste de autocorrelação dos resíduos.

A fim de verificar a existência de autocorrelação, realizou-se o teste  $Q$  de *Box e Pierce*, conforme se segue:

**Tabela 19 - Testes  $Q$  para autocorrelação**

	AC	PAC	Q-Stat	<i>p-value</i>
1	0.545	0.545	36.697	0.055
2	0.157	-0.199	40.171	0.134
3	-0.092	-0.127	41.554	0.245
4	-0.243	-0.148	53.240	0.256
5	-0.301	-0.122	75.607	0.182
6	-0.354	-0.213	11.689	0.069
7	-0.140	0.172	12.653	0.081
8	0.111	0.106	13.875	0.085

Fonte: Dados da pesquisa

Conforme estatísticas obtidas pelo teste  $Q$ , a hipótese nula não é rejeitada e, portanto, não há evidências de autocorrelação dos resíduos ao nível de 5% de significância (*p-values* maiores que 0,05).

Assim, reforça-se o entendimento de que os estimadores do modelo proposto são consistentes e não enviesados.

#### **4.3.3 Dados em *Pooled regression* (Two-Stage Least Squares)**

De acordo com a metodologia apresentada, os dados estão combinados de modo que uma única regressão é realizada para todas as empresas, em todos os períodos. A estimação,

realizada pelo método dos mínimos quadrados de dois estágios na forma de *pooled regression*, é equivalente à regressão com dados em painel sem efeitos. O método *Two-Stage Least Squares* (2SLS) é utilizado pois é capaz de considerar a endogeneidade entre as variáveis QL (variável dependente) e Reputação Corporativa (variável independente).

A introdução de uma variável endógena como explicativa no modelo acarreta problemas se a estimação for feita por mínimos quadrados ordinários (MQO), o qual produz estimadores viesados e inconsistentes, pois esta é correlacionada com o termo erro. Nesse caso, para evitar problemas do MQO, o modelo dos mínimos quadrados em dois estágios exige a definição de variáveis instrumentais, a fim de se obter parâmetros estruturais consistentes. Para estimação desses parâmetros estruturais, utiliza-se o método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), o qual busca também corrigir os problemas de endogeneidade.

Na definição das variáveis instrumentais, transformou-se o modelo para as primeiras diferenças, utilizando as variáveis desfasadas em um ou dois períodos, conforme proposto por Anderson e Hsiao (1981). Observando que os primeiros coeficientes de defasamento são mais possíveis de se estimar, considerou-se como variáveis instrumentais, portanto, as variáveis de controle do modelo desfasadas em  $d_{(-1)}$ , ou seja, regredidas em 1 *lag*.

Além disso, foi adicionada como variável exógena (instrumental) a taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), tendo em vista que a variável dependente deve ser afetada pelos fatores macroeconômicos, isto é, a medida que há um maior crescimento econômico, espera-se que as receitas e lucros das organizações acompanhem esta tendência, *ceteris paribus*. Esta variável é um indicador de crescimento econômico e é utilizada na literatura contábil (HAW *et al.*, 2004; DANTAS *et al.*, 2012; BOZZOLAN *et al.*, 2015) para lidar com os efeitos de fatores não-observados específicos do país que podem estar associados a qualidade dos lucros das empresas.

Frequentemente o comportamento da variável dependente não se adapta imediatamente a alterações nas variáveis explicativas, sendo tal adaptação, na maior parte dos casos, progressiva (MARQUES, 2000). Assim essa adaptação pode ser racionalizada através de diversos mecanismos teóricos de ajustamento, sendo uma das alternativas a utilização da relação de *lead-lag*, a qual indica que uma variável segue o comportamento de outra em um intervalo temporal, ou seja, as interações não são contemporâneas.

Tendo em vista que o presente estudo tem como objeto a análise da sustentabilidade dos lucros (persistência) decorrente de uma maior reputação corporativa, a qual é mensurada através

da divulgação de informações sociais e voluntárias pelas empresas brasileiras e sabendo que a data da divulgação dessa informação social varia de empresa para empresa, em razão da não obrigatoriedade dos relatórios sociais e de sustentabilidade (GONÇALVES *et al.*, 2015), a relação entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa apresenta-se em defasagens temporais (efeito lead-lag).

Supondo, portanto, que o mercado reage de forma dinâmica, levando em consideração as informações sociais à medida que elas se tornam disponíveis, realizou-se alterações nas tendências da variável explicativa, por meio de um modelo de defasamentos distribuídos, onde o valor atual de QL será uma função de uma cadeia de valores contemporâneos, passados e futuros de um vetor da variável independente ISD.

A Tabela 20, a seguir, apresenta o resultado da estimação na forma de *pooled regression* por mínimos quadrados generalizados em dois estágios (2SLS):

**Tabela 20 -Estimação da persistência dos lucros com defasagem prospectiva d(+) por 2SLS**

Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-value
C		0,2464	0,0145	16,9364	-
d(ISD (+1))	(+)	0,004084**	0,0010	3,9002	0,0001
d(ISD (+2))	(+)	0,00509**	0,0013	4,0327	0,0001
d(ISD (+3))	(+)	0,001934**	0,0007	2,7998	0,0054
ISE	(+)	-0,0031	0,0171	-0,1800	0,8572
d(LNAT)	(+)	0,0678	0,1599	0,4240	0,6718
MKT	(-)	-0,00775**	0,0027	-2,8983	0,0040
LEV	(-)	0,0002	0,0004	0,6097	0,5424
PREJ	(-)	0,03661*	0,0163	2,2460	0,0253
ROA	(+)	0,0065	0,0133	0,4842	0,6285
d(NORM)	(+)	-0,18397**	0,0174	-1,0567	0,0000
R <sup>2</sup>		0,0925	Estatística F	4,7360	
R <sup>2</sup> ajustado		0,0685	p-value (F)	0,0000	

\*\* Significante ao nível 0,01

\* Significante ao nível 0,05

Fonte: Dados da pesquisa

Corroborando com Roberts e Downling (2002), Kim *et al.* (2012), Mahjoub e Khamoussi (2012), Bozzolan *et al.* (2015), Muttakin *et al.* (2015), Cabral (2015), dentre outros pesquisadores, a qualidade dos lucros de uma empresa está associada à sua reputação corporativa. Portanto, era esperado que as *proxies* de reputação, ISD e ISE, contribuíssem a sustentar a lucratividade ao longo do tempo, de maneira a se observar uma maior persistência dos lucros.

Com base nos resultados da estimação como *pooled regression* por 2SLS, conclui-se que há uma associação positiva entre as variáveis QL e o índice de social *disclosure*, haja vista os coeficientes das três variáveis de ISD se mostrarem significantes ao nível de 1%, o que sugere que uma boa reputação (maior nível de *social disclosure*) está associada a um maior parâmetro de persistência ( $\beta_1 > 0$ ).

Esses resultados corroboram com os achados de Mahjoub e Khamoussi (2012), de que há uma associação positiva entre a divulgação social e ambiental e a persistência dos lucros e vão ao encontro de que a transparência na divulgação das informações sociais, captadas pelo ISD, contribui na construção da reputação corporativa e resultam em lucros de maior qualidade (PYO e LEE, 2013).

Contudo, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), elaborado para listar as quarenta empresas com melhores práticas de sustentabilidade não apresentou significância estatística a nenhum dos níveis de significância. O resultado da Tabela 20 vai ao encontro da análise das Tabelas 10 e 12, de que as empresas listadas no ISE apresentam pouca diferenciação das empresas não listadas no ISE, no que diz respeito ao coeficiente de persistência dos lucros. Assim, não é possível afirmar que a reputação corporativa, mensurada pelo ISE, afeta de forma positiva a qualidade dos lucros.

Com relação as variáveis de controle, observa-se que o coeficiente do índice MKT, tem um impacto negativo e significativo na qualidade dos lucros. Esses resultados são consistentes com os achados de pesquisas anteriores, Skinner e Sloan (2002), Richardson *et al.* (2006) e Bozzolan *et al.* (2015), cujas empresas que possuem maiores expectativas otimistas relacionadas a um elevado crescimento e valor de mercado tendem a gerenciar os resultados para atingir essas expectativas, resultando em um desempenho inferior.

Quanto a variável tamanho, LnAT não tem efeito significativo no termo de interceptação, apesar da associação ser positiva. Contrariando os achados de Pimentel e Aguiar (2012), de que o parâmetro de persistência dos lucros é maior para as grandes empresas brasileiras, os resultados encontrados não sugerem associação significativa entre o tamanho, mensurado pelo ativo total, e a qualidade dos lucros das empresas que compõe a amostra.

O mesmo ocorreu com as variáveis ROA e LEV, as quais não apresentaram relação significativa com a qualidade dos lucros. Portanto, não se pode concluir que um maior retorno operacional sobre ativo afeta a qualidade dos lucros e que o aumento da alavancagem tende a ter um efeito negativo incremental sobre os lucros futuros (BOWEN *et al.*, 2008; DECHOW *et*

al., 2010). Ressalta-se que, o sinal esperado de ROA está de acordo com o previsto, apesar de não haver sido significativo estatisticamente.

Por último, observa-se que a variável *dummy* PREJ apresentou relação positiva significativa ao nível de 5%. Essa evidência está refutando a relação esperada, de que as empresas com prejuízos, a fim de evitar divulgar suas perdas, gerenciam o resultado e, conseqüentemente, apresentam menor capacidade de sustentar os lucros em períodos futuros (KIM *et al.*, 2012). Segundo Mahjoub e Khamoussi (2012), uma justificativa para esse resultado seria um aumento das divulgações de informações sociais quando as empresas enfrentam perdas financeiras, decorrente de uma estratégia de legitimação perante as demandas dos interessados. Neu *et al.* (1998) evidencia que essa influência da pressão externa sobre as divulgações ambientais nos relatórios anuais pode impactar na associação entre divulgações ambientais e desempenho real.

Ressalta-se que, devido à natureza dinâmica das variáveis do modelo, optou-se por ampliar as análises, por meio de um modelo de defasamentos distribuídos, onde o valor contemporâneo de QL será uma função de uma cadeia de valores passados e futuros de um vetor da variável independente ISD.

**Tabela 21 -Estimação da persistência dos lucros com defasagem retrospectiva d(-) e prospectiva d(+)  
por 2SLS**

Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-value
C		0,2717	0,0118	22,9767	0,0000
d(ISD (-3))	(+)	0,001318	0,001451	0,908311	0,3647
d(ISD (-2))	(+)	0,003856*	0,001872	2,059934	0,0406
d(ISD (-1))	(+)	0,003445	0,0017771	1,944919	0,0531
d(ISD (+1))	(+)	0,0021	0,0013	1,6181	0,1071
d(ISD (+2))	(+)	0,0088318**	0,0021	3,9329	0,0001
d(ISD (+3))	(+)	0,004259**	0,0012	3,6693	0,0003
ISE	(+)	0,0016	0,0121	0,1326	0,8946
d(LNAT)	(+)	0,2578	0,1621	1,5902	0,1132
MKT	(-)	-0,015879**	0,0033	-4,8735	0,0000
PREJ	(-)	0,0309	0,0165	1,8742	0,0622
ROA	(+)	-0,0106	0,0135	-0,0786	0,4330
LEV	(-)	0,0366	0,0239	2,2460	0,9225
d(NORM)	(+)	-0,019315**	0,0184	-10,5123	0,0000
R <sup>2</sup>		0,2473	Estatística F		5,8811
R <sup>2</sup> ajustado		0,2020	p-value (F)		0,0001

\*\* Significante ao nível 0,01

\* Significante ao nível 0,05

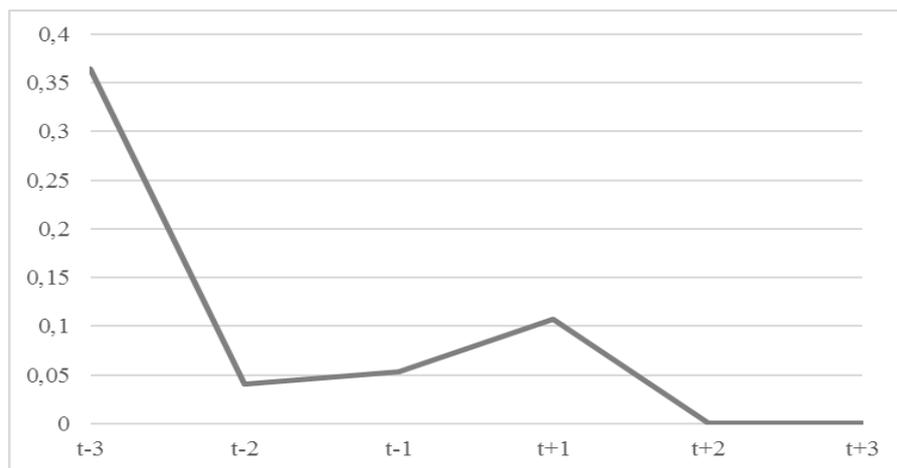
Fonte: Dados da pesquisa

Os resultados da Tabela 21 são similares aos apresentados anteriormente na Tabela 20. Observa-se que a maioria dos coeficientes da variável ISD são significantes a 1% ou 5%,

todavia a variável  $d(\text{ISD}(+1))$  a qual havia apresentado significância a 1%, deixou de ser relevante no segundo modelo.

Os coeficientes são significantes individualmente (estatísticas  $t$  superiores a 1,96), com exceção dos coeficientes  $d(\text{ISD}(-3))$  e  $d(\text{ISD}(+1))$ , ISE, LnAT e ROA, os quais apresentaram, respectivamente, as seguintes estatísticas  $t$ : 0,908311 e 1,6181; 0,132585; 1,5902 e -0,0785531. São, também, significantes em conjunto, conforme o teste  $F$  (prob. 0,0001 ~  $p$ -valor  $<0,01$ ). Além disso, por meio da comparação do  $R^2$  ajustado das duas regressões (Tabelas 20 e 21), conclui-se que o segundo modelo representa a melhor relação temporal entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa. Isto é corroborado pelo coeficiente de determinação ajustado ( $R^2$  ajustado), que foi de 0,2020 (vide Tabela 21), o qual evidencia que os preditores do modelo influenciam em 20% a qualidade dos lucros.

O resultado revela que o mercado inicia a precificação das informações sociais no segundo semestre, em relação a qualidade do lucro líquido esperado do final do exercício. Ao longo dos meses seguintes, essa relação é mantida. No primeiro trimestre subsequente ( $t_{+1}$ ), a relação torna-se não significativa, possivelmente porque não houve novas informações que alterassem a precificação. No segundo e terceiro trimestres ( $t_{+2}$  e  $t_{+3}$ ), a relação reputação corporativa-qualidade dos lucros volta, demonstrando que a persistência dos lucros anterior está associada as percepções de reputação corporativa subsequentes. Esse comportamento pode ser verificado na Figura 4:



**Figura 4 - P-value de ISDt-3 a ISDt+3**  
Fonte: Dados da pesquisa

Essa impressão de aleatoriedade da significância da variável ISD pode ser explicada pelo fato de que as empresas divulgam as informações sociais, por meio dos relatórios sociais e de sustentabilidade, em períodos distintos. Segundo evidências de Gonçalves *et al.* (2015),

essas divulgações normalmente ocorrem entre o 2º e 3º trimestre do ano subsequente a data-base das informações contábeis e financeiras.

Portanto, as informações relacionadas aos programas sociais são capturadas pelo mercado quanto a persistência dos lucros antes mesmo de ser divulgada e após a sua divulgação, sugerindo que a qualidade dos resultados contábeis está positivamente relacionada com a divulgação social anterior e subsequente.

O efeito *lead-lag* entre a reputação corporativa já foi evidenciado nas pesquisas de McGuire (1988), Preston e O'Bannon (1993) e Moore (2001), os quais sugerem que o desempenho social e financeiro contemporâneo está negativamente relacionado, enquanto o desempenho financeiro do período está positivamente relacionado com o desempenho social defasado, seja retroativa e/ou prospectivamente.

Paralaleamente, a regressão foi estimada novamente por meio do método dos mínimos quadrados em dois estágios em painel desbalanceado com efeitos aleatórios. A utilização de efeitos aleatórios foi corroborada pelo teste de *Hausman*, o qual não rejeita a hipótese nula (6,0993, *p-value* >0,05) para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios.

O modelo foi regredido usando o modelo SUR (*Seemingly Unrelated Regressions*) para *cross-section* com erros-padrão e covariância corrigidas, pois, além de suportar a heteroscedasticidade, esse modelo transforma os termos de erro para que se tornem não correlacionados (GREENE 2002). Além disto, a variável ISD apresentou raiz unitária, sendo testada via primeira diferença.

Tabela 22 - Estimação da persistência dos lucros por efeitos aleatórios por 2SLS e matriz SUR

Variáveis	Sinal esperado	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-value
C		0,2357	0,0180	1,3133	0,0000
D(ISD (-1))	(+)	0,0035*	0,0017	2,1172	0,0348
D(ISD (-2))	(+)	0,0048*	0,0021	2,2559	0,0246
ISE	(+)	0,0165	0,0106	1,5570	0,1202
d(LNAT)	(+)	0,0678	0,2690	0,2520	0,8012
MKT	(-)	-0,0144**	0,0039	-3,6759	0,0003
PREJ	(-)	0,0635*	0,0310	2,0491	0,0411
ROA	(+)	-0,0089	0,0320	-0,2782	0,7810
LEV	(-)	-0,0004	0,0004	-0,9000	0,3686
d(NORM)	(+)	-0,1474**	0,0194	-7,6168	0,0000
<b>Random Effects</b>					
2011Q4--C	0.000000				
2012Q1--C	0.000000				
2012Q2--C	0.000000				
2012Q3--C	0.000000				
2012Q4--C	0.000000				
2013Q1--C	0.000000				
2013Q2--C	0.000000				
2013Q3--C	0.000000				
2013Q4--C	0.000000				
2014Q1--C	0.000000				
2014Q2--C	0.000000				
2014Q3--C	0.000000				
2014Q4--C	0.000000				
2015Q1--C	0.000000				
2015Q2--C	0.000000				
2015Q3--C	0.000000				
2015Q4--C	0.000000				
2015Q4--C	0.022256				
<b>Estatísticas</b>					
R <sup>2</sup>		0.138154	Estatística F		8,1110
R <sup>2</sup> ajustado		0.120364	p-value (F)		0,0000

\*\* Significante ao nível 0,01

\* Significante ao nível 0,05

Observando os resultados obtidos na Tabela 22, verifica-se que o modelo é significativo como um todo, pois o resultado do Teste  $F$  é 8,1110 a um  $p$ -value  $< 0,01$ . Quanto ao nível de significância, constata-se que as variáveis independentes  $ISD_{(-1)}$  e  $ISD_{(-2)}$  são significativas ao nível de significância de 5% e 1%, respectivamente.

A relação positiva entre a reputação corporativa e a persistência dos lucros vai ao encontro das evidências iniciais, pois os resultados demonstram que, além ao precificar as informações sociais disponíveis (passadas e presentes), o mercado se antecipa quanto a persistência dos lucros considerando as informações sociais antes da data-base do relatório social e não apenas no momento da sua divulgação.

Portanto, que a hipótese do presente estudo, a qual estabelece a relação positiva entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa das empresas brasileiras abertas, não pode ser

rejeitada. Esses resultados estão em linha com os achados de Roberts e Dowling (2002), os quais documentaram que empresas com relativamente boa reputação conseguem sustentar uma lucratividade superior ao longo do tempo.

Um dos incentivos que as empresas possuem para a divulgação das informações sobre seus diversos programas sociais é ganhar, manter ou aumentar a legitimidade dentro de seus contextos institucionais, a fim de obter a “aprovação” da sociedade e manter suas reputações (DEEGAN, 2002 DEEPHOUSE e CARTER, 2005; WALKER, 2010). Cabral (2015) evidencia que a persistência do desempenho financeiro da empresa não se deve apenas ao fato da própria reputação ser persistente, mas também porque os incentivos para se investir na reputação estão alinhados com o nível de reputação.

Sendo assim, as empresas com reputações corporativas mais elevadas realizam ações para mantê-la nesse patamar e, tendo em vista, que essas empresas, de acordo com a hipótese de demanda, tem mais exigências dos *stakeholders* por maior transparência (HEALEY e PALEPU, 2001; BARTON e WAYMIRE, 2004), devem apresentar lucros mais persistentes e, conseqüentemente, maior probabilidade de comunicar lucros de qualidade.

A Tabela 23 apresenta os comportamentos esperados e os resultados encontrados para cada variável no modelo:

**Tabela 23 - Resultados esperados e observados entre QL e as variáveis independentes**

Variáveis independentes	Sinal esperado	Sinal observado	Significância
ISD	(+)	(+)	Sim
ISE	(+)	(-)	Não
LnAT	(+)	(+)	Não
MKT	(-)	(-)	Sim
ROA	(+)	(+)	Não
LEV	(-)	(+)	Não
PREJ	(-)	(+)	Sim

Fonte: Dados da pesquisa

Pelo exposto, identificou-se que as *proxies* utilizadas para captar a reputação corporativa possuem comportamentos opostos, da forma que (1) não é possível afirmar que as empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial apresentam maior persistência (qualidade) nos lucros; e (2) as empresas com maior nível de evidenciação dos programas sociais externos, captado pelo Índice de Social *Disclosure*, apresentam maior persistência (qualidade) nos resultados em razão da divulgação social (maior reputação corporativa).

Ainda no que diz respeito aos resultados encontrados, cabe mencionar que, embora o nível de divulgação social possa melhorar, as empresas de maneira geral buscam ser

transparentes quanto aos objetivos e resultados dos programas sociais por área de atuação, sendo que essa transparência melhora a reputação corporativa. Paralelamente, os *stakeholders* exigem por essa transparência por meio de relatórios financeiros mais corretos e credíveis (HEALEY; PALEPU, 2001; BARTON; WAYMIRE, 2004), o que aumenta a probabilidade destas empresas reportarem informações financeiras e lucros de maior qualidade (persistentes) e, conseqüentemente, de sustentar uma lucratividade superior ao longo do tempo (ROBERTS e DOWLING, 2002).

## 5 CONCLUSÃO

Esta pesquisa buscou contribuir para a discussão sobre a qualidade dos lucros contábeis, por meio da relação desta com a reputação corporativa. Especificamente, este trabalho teve como objetivo principal verificar a relação entre a reputação corporativa e a qualidade dos lucros das empresas brasileiras abertas. Nesse sentido, conduziu-se um estudo empírico-analítico cuja amostra foi composta por 48 empresas em média durante os anos de 2011 a 2015.

Foram atingidos os objetivos específicos estabelecidos. Sendo o primeiro deles identificar um ou mais indicadores de reputação corporativa das empresas brasileiras. Considerando as diversas pesquisas realizadas no Brasil e fora, conforme literatura citada, definiu-se duas *proxies* capazes de capturar a reputação corporativa: o Índice de Social Disclosure (ISD) e o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Sob a ótica dos aspectos conceituais de reputação corporativa o ISE capta as percepções dos agentes de mercado, sob o âmbito das expectativas sobre a sustentabilidade empresarial e o ISD capta a percepção dos *stakeholders* em relação a evidenciação das iniciativas sociais.

Identificou-se a métrica capaz de captar qualidade dos lucros das empresas brasileiras. Alguns pesquisadores, conforme literatura mencionada, propõem que a persistência dos lucros é uma variável representativa da qualidade dos lucros, tendo em vista que os lucros "persistentes" refletem essa qualidade, no âmbito da visão de sustentabilidade da qualidade dos lucros.

Desenvolveu-se um modelo para testar a relação entre a reputação corporativa e a qualidade dos lucros e devido a problemas de endogenia entre a variável dependente (qualidade dos lucros – QL) e a variável independente (reputação corporativa), a regressão foi estimada por mínimos quadrados de dois estágios (2SLS).

Cabe ressaltar que, no presente estudo, além da suposição de associação contemporânea entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativas das empresas, assume-se que as informações relacionadas aos programas sociais são capturadas de maneira dinâmica, de maneira que o comportamento da variável dependente não se adapta imediatamente a alterações nas variáveis explicativas e, portanto, os *stakeholders* consideram as informações sociais à medida que elas se tornam disponíveis. Tendo em vista que a data de divulgação dessas informações sociais varia de empresa para empresa, em razão da não obrigatoriedade dos relatórios sociais e de sustentabilidade.

Essa particularidade foi operacionalizada a partir da utilização da relação de *lead-lag*, alterando as tendências da variável explicativa, através de um modelo de desfaseamentos distribuídos, onde o valor atual de QL será uma função de uma cadeia de valores contemporâneos, passados e futuros de um vetor da variável independente ISD.

Os resultados sugerem que a relação entre a qualidade dos lucros e a reputação corporativa é significativa, havendo, portanto, uma associação positiva entre a divulgação social e a persistência dos lucros, o que vai ao encontro de que a transparência na divulgação das informações sociais, captadas pelo ISD, contribuem na construção da reputação corporativa e resultam em lucros de maior qualidade.

Ainda no que diz respeito aos resultados encontrados, cabe mencionar que, embora o nível de divulgação social possa melhorar, as empresas de maneira geral buscam ser transparentes quanto aos objetivos e resultados dos programas sociais por área de atuação, sendo que essa transparência melhora a reputação corporativa. Paralelamente, os *stakeholders* exigem por essa transparência através de relatórios financeiros mais corretos e credíveis, o que aumenta a probabilidade destas empresas reportarem informações financeiras e lucros de maior qualidade (persistentes) e, conseqüentemente, de sustentar uma lucratividade superior ao longo do tempo.

Essa tendência, aliada as evidências de que a qualidade dos lucros é geralmente influenciada pelas reputações corporativas anteriores, presentes e subsequentes, indica que as empresas ao buscarem legitimar suas ações através da divulgação de informações sociais, devem fazê-lo de forma sustentável, mantendo suas práticas a longo prazo.

Este trabalho avança na discussão acerca da temática tendo em vista que contribuiu com a literatura da área ao constatar que a) existe uma relação significativa e positiva entre a reputação corporativa, mensurada pelo ISD, e a qualidade dos lucros; b) as empresas com maior reputação corporativa apresentam lucros mais persistentes em razão de suas práticas internas de divulgação e maior transparência; c) a reputação corporativa contribui para a qualidade dos lucros das empresas brasileiras abertas que compõe a amostra de maneira dinâmica.

Observando todos os aspectos aqui mencionados, algumas constatações podem ser feitas. Em primeiro lugar, apesar da relação positiva verificada entre a qualidade dos lucros e o índice de social *disclosure* das empresas brasileiras abertas, foram utilizadas neste estudo apenas as empresas que publicaram relatórios sociais ou de sustentabilidade em 2011 e que continuaram publicando nos anos subsequentes; sendo assim, as empresas que aderiram a

publicação de informações sociais, ambientais e de governança corporativa por meio desses relatórios apenas a partir de 2012 não foram consideradas na amostra. Essa limitação amostral, decorrente do conceito de que a reputação corporativa depende de investimentos consistentes ao longo do tempo, pode ter interferido no resultado. Diante disso, fazem-se necessários estudos adicionais.

Em segundo lugar, ao invés de examinar a influência da reputação corporativa na persistência dos resultados, pesquisas futuras podem considerar a qualidade dos lucros das empresas como uma variável que influencia a reputação corporativa, utilizando, por exemplo, um modelo de regressão reversa.

## REFERÊNCIAS

- ADAMS, C. Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, v. 15, p. 223-250, 2002.
- ALMEIDA-SANTOS, P. S. *et al.* Nível de *disclosure* verde e a reputação corporativa ambiental das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista Contemporânea de Contabilidade (UFSC)*, v. 9, p. 63-82, 2012.
- ARRUDA, M. P. de.; PAULO, E. e LUCENA, W. G. L. Análise do Conservadorismo e Persistência dos Resultados Contábeis das Instituições Financeiras Brasileiras. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, mai/ago 2015.
- ATKINS, D.; BATES, I. e DRENNAN, L. *Reputational risk: A Question of Trust*. Loupe Solutions, London, UK, 2006.
- BALAN, D. A. *Bridging the Gap in Defining Corporate Reputation: An Extensive Literature Review*. 2015.
- BALL, R. e SHIVAKUMAR, L. Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 83–128, 2005.
- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa, Edições 70, 1979.
- BASDEO, D. K. *et al.* The impact of market actions on firm reputation. *Strategic Management Journal*, v. 27, p. 1205-1219, 2006.
- BARNETT, M.L.; JERMIER J.M. e LAFFERTY B.A. “Corporate Reputation: The Definitional Landscape”. *Corporate Reputation Review*, forthcoming, 2006.
- BARTON, J. e WAYMIRE, G. Investor protection under unregulated financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 38, p. 65-116, 2004.
- BEAVER, W. *Financial Reporting: an accounting revolution*. New Jersey: Prentice-Hall, 1998.
- BELGACEM, I. e OMRI, A. Does corporate *social disclosure* affect earnings quality? Empirical evidence from Tunisia. *International Journal of Advanced Research*, v. 3, pp. 73-89. 2015.
- BENTLER, P. M. *EQS – Structural Equations Program Manual*. Encino Ca: Multivariate Software, Inc., 1995.
- BERTOMEU, J. e MAGEE, R. P. From low-quality reporting to financial crises: Politics of disclosure regulation along the economic cycle. *Journal of Accounting and Economics*, v. 52, p. 209-227, 2011.
- BM&FBOVESPA. Índice de Sustentabilidade Empresarial – ISE. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Indices/download/Apresentacao-ISE.pdf>>. Acesso em: dez. 2016.

- BOZZOLAN, S. et al. Corporate Social Responsibility and Earnings Quality: International Evidence. *The International Journal of Accounting*, v. 50, p. 361–396, 2015.
- BRANCO, M. C. e RODRIGUES, L.L. Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies. *Journal of Business Ethics*, v. 83, n. 4, p. 685-701, 2008.
- BROMLEY, D. Comparing Corporate Reputations: League Tables, Quotients, Benchmarks or Case Studies. *Corporate Reputation Review*, v. 5, n° 1, pp. 35-50, 2002.
- BROWN-LIBURD, H. e ZAMORA, V. L. The Role of Corporate Social Responsibility (CSR) Assurance in Investors' Judgments When Managerial Pay is Explicitly Tied to CSR Performance. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, v. 34, n. 1, p. 75-96, 2015.
- CABRAL, L. Living Up to Expectations: Corporate Reputation and Persistence of Firm Performance. *Articles in Advance*, p. 1–10, 2015.
- CALEGARI, I. P. *et al.* Efeitos da Reputação Corporativa no Custo de Capital Próprio em empresas brasileiras listadas. *Revista Universo Contábil*, v.12, n.1, 2016.
- CARDOSO, V. I. da C. *et al.* Reputação corporativa nas empresas brasileiras: uma questão relevante para o desempenho empresarial? UFSC, Florianópolis, v. 10, n. 21, p.115-136, set./dez. 2013.
- CASTRO, D. J. Como se constrói uma “reputação corporativa”? 2008. 170f. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2008.
- CARDOSO, V. I. da C. *et al.* Reputação corporativa nas empresas brasileiras: uma questão relevante para o desempenho empresarial? UFSC, Florianópolis, v. 10, n. 21, p. 115-136, set./dez. 2013.
- CARNEIRO, C. M. B. *et al.* A divulgação ambiental no setor de energia elétrica brasileiro. In: VIII CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 2012. Disponível em: <<http://www.inovarse.org/filebrowser/download/15891>>. Acesso em: 08 de nov. 2016.
- CHIH, H.L; SHEN, C.H. e KANG, F.C. Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence. *Journal of Business Ethics*, v. 79, pp. 179-198. 2012.
- CHOI, T.H. e PAE, J. Business Ethics and Financial Reporting Quality: Evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, v. 103, pp. 403-427. 2011.
- CHUN, R. Corporate reputation: Meaning and measurement. *International Journal of Management Reviews*, v. 7, n° 2, pp. 91-109, 2005.
- COELHO, A. C. D.; LIMA, I. S. Conservadorismo condicional: requisitos para a qualidade dos lucros e para a eficiência informacional da contabilidade. *Revista Eletrônica de Administração*. Rio Grande do Sul, v. 15, n. 3, set.-dez. 2009.

CRUZ, C. V. O. A. e LIMA, G. A. S. F. de., Reputação Corporativa e Nível de *Disclosure* das Empresas de Capital Aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*. Blumenau, v. 6, n.1, pp. 85-101, 2010.

DARABI, S. N. M. e MAHMOODI, M. The Relationship of Earnings Quality with *Disclosure* Level of Social, Economic and Environmental Dimensions of Corporate Social Responsibility in Tehran Stock Exchange. *International Journal of Basic Sciences & Applied Research*, v. 3, pp. 62-67. 2014

DAVIES, G., CHUN, R., Silva, R. e ROPER, S. A corporate character scale to assess employee and customer views of organization reputation. *Corporate Reputation Review*, v. 7(2), pp. 125-146, 2004.

DECHOW, P. M.; GE, W.; SCHRAND, C. Understanding earnings quality: A review of the *proxies*, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, n. 2-3, p. 344-401, dez. 2010.

DECHOW, P. M. e SCHRAND, C. M. Earnings Quality. The Research Foundation of CFA Institute. 2004.

DECHOW, P. M. e DICHEV, I. D. The quality of *accruals* and earnings: The role of accrual estimation error. *The Accounting Review*, v. 77 (4), pp. 35-59. 2002.

DEFOND, M. e ZHANG, J. A review of archival auditing research. *Journal of Accounting and Economics*, v. 58, pp. 275-326. 2014.

DEFOND, M. Earnings quality research: Advances, challenges and future research. *Journal of Accounting and Economics*, v. 50, pp. 402-409. 2010.

DEEGAN, C.; RANKIN, M.; TOBIN, J. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 15, n. 3, p. 312-43, 2002.

DEEPHOUSE, D. L. e CARTER, S. M. An Examination of Differences Between Organizational Legitimacy and Organizational Reputation. *Journal of Management Studies*, v. 42, n. 2, p. 329-360, mar. 2005.

DE LUCA, M. M. M.; GÓIS, A. D.; COSTA, J. A. e MAIA, A. J. R. Reputação Corporativa e a Criação de Riqueza nas Empresas Listadas na BM&Bovespa. *Revista de Ciências da Administração*, v. 17, n. 42, p. 51-63, agosto 2015.

FIRMINO, J. E.; DAMASCENA, L. G. e PAULO, E. Qualidade da auditoria no Brasil: um estudo sobre a atuação das auditorias independentes denominadas Big Four. *Sociedade, Contabilidade e Gestão (UFRJ)*, v. 5, p. 40-50, 2010.

FOMBRUM, C.; SHANLEY, M. What's in a Name? Reputation Building and Corporate Strategy. *Academy of Management Journal*, v. 33 (2), pp. 233-258, 1990.

FOMBRUN, C. J. Reputation: Realizing Value from the Corporate Image. Harvard Business School Press, Boston, 1996.

FOMBRUN, C.; VAN RIEL, C. The Reputational Landscape. *Academy of Management Journal*, v. 1 (1), pp. 5-13, 1997.

FOMBRUN, C.; RINDOVA, V. P. Constructing Competitive Advantage: The Role of Firm-Constituent Interactions. *Strategic Management Journal*, v. 20, v. 691-710, 1999.

FRIEDMAN, A.L. e MILES, S. Socially responsible investment and corporate social and environmental reporting in the UK: Na exploratory study. *British Accounting Review* v. 33, p. 523-548, 2001.

SOUSA, E. F. de, e GALDI, F. C. The relationship between equity ownership concentration and earningsquality: evidence from Brazil. *Revista de Administração*, v. 51, p. 331–343, 2016.

GIVOLY, D.; HAYN, C. K. e KATZ, S. P. Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? *The Accounting Review*, v. 85, No. 1, p. 195–225, 2010.

GONÇALVES, R. S. *Social disclosure e Custo de Capital Próprio em empresas brasileiras de capital aberto*. 2011. 165 f. Tese - Universidade de Brasília, Brasília. 2011.

GONÇALVES, R. S.; DE MEDEIROS, O. R.; GONÇALVES, A. O. *Social disclosure das empresas brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa das ações em programas sociais externos no período de 2005 a 2009*. *Revista Universo Contábil*, v. 8, p. 97-118, 2012.

GONÇALVES, R. S. *et al.* Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em Companhias Abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 113-124, mai./jun./jul./ago. 2013.

GRAY, R.H., OWEN, D. e MAUNDERS, K. *Corporate Social Reporting: Accounting and Accountability*, Prentice-Hall International, London, 1987.

GREENE, W. H. *Econometric Analysis*. 5ª Ed., Prentice Hall, 2002.

GUJARATI, D. *Econometria Básica*. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The effect of firms financial *disclosure* strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, v. 7, n. 1, 1993.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HELM, S. Employees' awareness of their impact on corporate reputation. *Journal of Business Research*, v. 64(7), pp. 657-663, 2011.

HONG, Y e ANDERSEN, M. L. The relationship between corporate social responsibility and earnings management: An exploratory study. *Journal of Business Ethics*, 2011.

HOQUE, Z. *Methodological issues in accounting research: theories and methods*. London: Spiramus Press. General Editor. 2006.

- JONES, T. M. Instrumental *Stakeholder Theory*: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, v. 20, n. 2, p. 404-437, abr. 1995.
- KIM, Y.; PARK, M.S.; WIER, B. “Is earnings quality associated with corporate social responsibility?”, *The Accounting Review*, v. 87, n. 3, p. 761-796, 2012.
- KIRSCHENHEITER, M. e MELUMAD, N. Can Big Bath and earnings smoothing co-exist as equilibrium financial reporting strategies?. *Journal of Accounting Research*, v. 40(3), p. 761–796, 2002.
- KOLOZSVARI, A. C. e MACEDO, M. A. da SILVA. Análise da Influência da Presença da Suavização de Resultados sobre a Persistência dos Lucros no Mercado Brasileiro. *R. Cont. Fin. – USP, São Paulo*, v. 27, n. 72, p. 306-319, 2016.
- LASKMANA, I.; YANG, Ya-W. Corporate citizenship and earnings attributes. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, v. 25, p. 40–48, 2009.
- LINDBLOM, C.K. The implications of organizational legitimacy for corporate social performance and disclosure. In: *Critical Perspectives on Accounting Conference*, Nova Iorque, 1994.
- LUCHS, C; STUEBS, M. e SUN, L. Corporate reputation and earnings quality. *Journal of Applied Business Research*, v.25, n. 4, 2009.
- MACHADO, J. H. e FAMÁ, R. Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, v. 8, nº 16, pp. 89-110, 2011.
- MACHADO FILHO, C. e ZYLBERSZTAJN, D. Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as Organizações. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Working Paper nº 03/024. 2003.
- MAHJOUR, L.B. e KHAMOUSSI, H. Environmental and Social Policy and Earning Persistence. *Business Strategy and the Environment*, 2012.
- MARÔCO, J. Análise Estatística com o SPSS Statistics. 3ª edição. Pêro Pinheiro: ReportNumber, Lda, 2010.
- MARQUES, L.D. Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura. Porto, 2000.
- MCGUIRE, J. B.; SUNDGREN, A. e SCHNEEWEIS, T. Corporate Social Responsibility and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, v. 31, n. 4, p. 854-872, 1988.
- MELO, I. I. S. L. Conservadorismo da Informação Contábil: Análise da relação com as características qualitativas da auditoria independente. Brasília, 2012.
- MELUMAD, N. D. e NISSIM, D. Line-Item Analysis of Earnings Quality. *Foundations and Trends in Accounting*, v. 3, n. 2–3, pp. 87-211, 2009.

MEYER, J. W. e ROWAN, B. Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony. Chicago Journals, 1977.

MICHELON, G. Sustainability *Disclosure* and Reputation: A Comparative Study. Corporate Reputation Review, v. 14, n. 2, pp. 79–96, 2011.

MILNE, M. J. e PATTEN, D. M. Securing organizational legitimacy: An experimental decision case examining the impact of environmental disclosures. Accounting, Auditing & Accountability Journal. 2002.

MOORE, G. Corporate Social and Financial Performance: An Investigation in the U.K. Supermarket Industry. Journal of Business Ethics, v. 34, p. 299–315, 2001.

MUTTAKI, M.B. e KHAN, A. “Determinants of corporate *social disclosure*: empirical evidence from Bangladesh”, Advances in Accounting, Incorporating Advances in International Accounting, v. 30, n. 1, p. 168-175. 2014.

O'DONOVAN, G. Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. Accounting, Auditing & Accountability Journal, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

O'DWYER, B. Managerial perceptions of corporate social disclosure: An Irish story. Accounting, Auditing & Accountability Journal, v. 15, p.406 – 436, 2002.

OHLSON, J. A. e JUETTNER-NAUROTH, B. E. Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value. Review of Accounting Studies, v. 10, p. 349-365, 2005.

PENMAN, S. H.; ZHANG, X. Accounting conservatism, the quality of earnings and stock returns. Social Science Research Network, 1999.

PETRICK, J. *et al.* Global Leadership Skills and Reputational Capital: Intangible Resources for Sustainable Competitive Advantage in the 21st Century. Academy of Management Executive, v. 13, p. 58-69, 1999.

PIMENTEL, R. C. e AGUIAR, A. B. De,. Persistence of quarterly earnings: An empirical investigation in Brazil. Brazilian Business Review, Special Edition BBR Conference, p. 38–54, 2012.

PIMENTEL, R. C. e AGUIAR, A. B. De,. The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon. Revista de Administração de Empresas, v. 56, p. 71–86, 2016.

PRESTON, L. E. e O'BANNON, D. P. The Corporate Social-Financial Performance Relationship: A Typology and Analysis. SAGE Social Science Collections, 1997.

PRIOR, D; SURROCA, J. e TRIBO, J. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. Corporate Governance, v. 16 (3), pp. 160-177. 2008.

- PYO, G e LEE, H. Y. The association between corporate social responsibility activities and earnings quality: Evidence from donations and voluntary issuance of CSR reports. *The Journal of Applied Business Research*, v. 29, pp. 945-962. 2013.
- RAMANATHAN, K. V. Toward a theory of corporate social accounting. *Accounting Review*, Sarasota, v. 51, n. 3, p. 516-528, 1976.
- RICHARDSON, A. J. e WELKER, M. Social Disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, out/nov. 2001.
- RICHARDSON, J.; WELKER, M. e HUTCHINSON, I. R. Managing capital market reactions to corporate social responsibility. *International Journal of Management Reviews*, v. 1, n. 1, p. 17-43, mar. 1999.
- RINDOVA, V. P. e FOMBRUN, C. J. The eye of the beholder: The role of corporate reputation in defining organizational identity. *Identity in Organization: Developing Theory through Conversation*, pp. 62–66, 1998.
- ROBERTS, P. W. e DOWLING, G. R. Corporate Reputation and Sustained Superior Financial Performance. *Strategic Management Journal*, v. 23, pp. 1077–1093, 2002.
- ROVER *et al.* Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração, R.Adm.*, v.47, n.2, p.217-230, 2012
- SALEWSKI, M. e ZULCH, H. The Association between Corporate Social Responsibility and Earnings Quality: The Association between Corporate Social Responsibility and Earnings Quality. 2014.
- SALVATORE, D. e REAGLE, D. *Statistics and Econometrics. 2º Edition: Schaum’s Outline Series.* 2001.
- SAMPAIO, M. S. *et al.* Evidenciação de Informações Socioambientais e Isomorfismo: Um Estudo com Mineradoras Brasileiras. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 1, 2012.
- SANKAR, M. e SUBRAMANYAM, K.R. Reporting discretion and private information communication through earnings. *Journal of Accounting Research*, v. 39, p. 365–386, 2001.
- SCHIPPER, K.; VINCENT, L. Earnings quality. *Accounting Horizons*, v. 17, p. 97-110. 2003.
- SEM, S. e BHATTACHARYA, C. B. Does Doing Good Always Lead to Doing Better? Consumer Reactions to Corporate Social Responsibility. *Journal of Marketing Research*, v. 38, n. 2, p. 225-243, 2001.
- SILVA, A. C., Filho. e MACHADO, M. A. V. Persistência e Relevância dos *Accruals*: Evidências do Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 7, pp. 387-406, 2013.
- SLOAN, R. G. Do stock prices fully reflect information in *accruals* and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, n. 71, p. 289-315. 1996.

- SKINNER, D. J. e SLOAN, R. G. Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, v. 7, p. 289, 2002.
- SWEENEY, L. e COUGHLAN, J. Do Different Industries Report Corporate Social Responsibility Differently?: An Investigation Through the Lens of Stakeholder Theory. 2008
- TAN, H. Does the Reputation Matter? Corporate Reputation and Earnings Quality. Southwestern University of Finance and Economics, 2007.
- TROMBETTA, M. e IMPERATORE, C. The dynamic of financial crises and its non-monotonic effects on earnings quality. *J. Account. Public Policy*, v. 33, pp. 205–232, 2014.
- YIP, E.; VAN STADEN, C e CAHAN, S. Corporate social responsibility reporting and earnings management: The role of political costs. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, v. 5, pp. 17-34. 2011.
- WALKER, K. A Systematic Review of the Corporate Reputation Literature: Definition, Measurement, and Theory. *Corporate Reputation Review*, v. 12 (4), pp. 357-387, 2010.
- VANCE, P. S.; ANGELO, C. F. Reputação corporativa: uma revisão teórica. *REGE. Revista de Gestão USP*, v. 14, p. 93-108, 2007.
- VAN RIEL, C. B. M.; STOEKER, N. E. e MAATHUIS, O. J. M. Measuring corporate images. *Corporate Reputation Review*, v. 1, n. 4, pp. 313-26, 1998.
- WOOLDRIDGE, J. M. Introdução à econometria: uma abordagem moderna. Pioneira Thomson Learning, 2006.
- ZHAO, T. *et al.* The Effect of Earnings Quality by Corporate Social Responsibility. School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, China, 2015.

APÊNDICE A – Descrição em categorias de cada item do Índice de Social Disclosure (GONÇALVES et al., 2014)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONADORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
Informações passadas	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR001 – Relação dos programas sociais com valores da empresa	Não evidencia os valores organizacionais, tampouco sua importância na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais, porém não como estes influenciam na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição dos programas sociais, por área	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição de cada programa social	
		VAR002 – Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais	Não evidencia se realizou a avaliação das necessidades locais para a proposição dos programas sociais	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, porém como não como foi realizada	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, e como contribuíram para proposição dos programas sociais, por área	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, e como contribuíram para proposição de cada programa social	
	Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR005 – Descrição dos objetivos e metas para os programas sociais	Não evidencia os objetivos e metas dos programas sociais	Evidencia os objetivos dos programas sociais, no entanto, não o faz por área, tampouco por projeto	Evidencia os objetivos e metas por área de atuação dos programas sociais	Evidencia os objetivos e metas para cada projeto social	

continua na página seguinte

continuação – APÊNDICE A – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES et al., 2014)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA-DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
Informações passadas	Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR006 – Recursos financeiros alocados nos programas sociais	Não evidencia os valores alocados para os programas sociais no exercício do relatório social	Evidencia que realizou alocações de recursos para os programas sociais, mas não revela seus valores	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação dos programas sociais	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação e por projeto social	
		VAR007 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado	Não evidencia se possui programa de voluntariado, tampouco seu custo de organização	Evidencia que possui programa de voluntariado, porém não revela se sua organização possui custo para a empresa	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo por área de atuação	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo para cada projeto social	
		VAR008 – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais	Não evidencia se destinou recursos materiais para os programas sociais	Evidencia que destinou recursos materiais, porém não sua quantia	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por área de atuação	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por projeto social	
		VAR009 – Resultados sociais obtidos nos programas sociais	Não evidencia os resultados obtidos nos programas sociais	Evidencia que alcançou os resultados esperados, mas não evidencia quais foram	Evidencia os resultados alcançados por área de atuação	Evidencia os resultados alcançados por projeto social	

continua na página seguinte

continuação – APÊNDICE A – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES et al., 2014)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
	Prospecções de ações futuras	Avaliação (Ramanatan, 1976)	VAR003 – Descrição de aspectos para a melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais	Não evidencia os pontos que requerem melhorias na atuação dos programas sociais	Evidencia a necessidade de melhorias nos programas sociais, mas não comenta quais	Evidencia pontos necessários para melhoria por área de atuação	Evidencia pontos necessários para melhoria por projeto social
			VAR004 – Descrição dos programas sociais futuros e em andamento	Não evidencia quais serão os programas sociais a serem desenvolvidos no ano subsequente	Evidencia que continuará realizando os programas sociais mas não comenta quais serão	Evidencia por área de atuação a continuidade e/ou proposição de novos programas para o ano seguinte	Evidencia por projeto social aqueles que serão apoiados no ano seguinte bem como a proposição ou não de novos programas sociais
		Mensuração (Ramanatan, 1976)	VAR010 – Projeção do Fluxo de Caixa Futuro da alocação de recursos em programas sociais	Não evidencia quais serão os valores financeiros a serem alocados nos programas sociais para o ano subsequente	Evidencia que fará alocações de recursos financeiros aos programas sociais para o ano subsequente, porém não seus valores	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por área de atuação	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por projeto social

continua na página seguinte

continuação – APÊNDICE A – Descrição em categorias de cada item do Índice de *Social Disclosure* (GONÇALVES et al., 2014)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	DIRECIONA- DORES	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
				RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
	Acessibilidade	Padrão de relatórios (Ramanatan, 1976)	VAR012 – Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	Não possui informações sobre os programas sociais que patrocina, tampouco relatórios sociais	Disponibiliza informações sobre os programas sociais em sua pagina na rede mundial de computadores (internet), porém não possui relatório social	Os relatórios foram encaminhados via correio uma vez que não disponibilizou os relatórios na rede mundial de computadores (internet)	Disponibiliza os relatórios em sua pagina na rede mundial de computadores (internet)
			VAR013 – Frequência na divulgação dos relatórios de responsabilidade social	Não possui uma política de divulgação que determine a periodicidade dos relatórios	Dispõe de uma política de divulgação, porém não menciona de forma explicita a periodicidade em que seus relatórios sociais são divulgados	Dispõe de uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados, porém ela esta divulgada somente em sua <i>web page</i>	Possui uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados

**APÊNDICE B – Carteiras do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)**

2011	2012	2013	2014	2015	2016
AES Tiete	AES Tiete				
Anhanguera	Anhanguera	Brasil	Brasil	B2W	B2W
Bicbanco	Bicbanco	BicBanco	BicBanco	Brasil	Brasil
Bradesco	Bradesco	Bradesco	Bradesco	Bradesco	Bradesco
Brasil	Brasil	Braskem	Braskem	Braskem	Braskem
Braskem	Braskem	BRF SA	BRF SA	BRF SA	BRF SA
BRF SA	BRF SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA	CCR SA
Cemig	CCR SA	Cemig	Cemig	Cemig	Cemig
Cesp	Cemig	Cesp	Cesp	Cielo	Cesp
Coelce	Cesp	Coelce	Cielo	Coelce	Cielo
Copasa	Coelce	Copasa	Coelce	Copel	Copel
Copel	Copasa	Copel	Copasa	CPFL Energia	CPFL Energia
CPFL Energia	Copel	CPFL Energia	Copel	Duratex	Duratex
Duratex	CPFL Energia	Duratex	CPFL Energia	Ecorodovias	Ecorodovias
Eletrobras	Duratex	Ecorodovias	Duratex	EDP	EDP
Eletropaulo	Ecorodovias	EDP	Ecorodovias	Eletrobras	Eletrobras
Embraer	Eletrobras	Eletrobras	EDP	Eletropaulo	Eletropaulo
Energias BR	Eletropaulo	Eletropaulo	Eletrobras	Embraer	Embraer
Even	Embraer	Even	Eletropaulo	Even	Even
Fibria	Energias BR	Fibria	Embraer	Fibria	Fibria
Gerdau	Even	Gerdau	Even	Fleury	Fleury
Gerdau met	Fibria	ItauUnibanco	Fibria	Gerdau	Itausa
Inds Romi	Gerdau	Itausa	Fleury	Gerdau MET	ItauUnibanco
Itausa	Gerdau Met	Light S/A	Gerdau	Itausa	Klabin
ItauUnibanco	Itausa	MET Gerdau	ItauUnibanco	ItauUnibanco	Lojas Americanas
Light S/A	ItauUnibanco	Natura	Itausa	JSL	Light S/A
Natura	Light S/A	OI	Klabin	Klabin	Natura
Redecard	Natura	Sabesp	Light S/A	Light S/A	Oi
Sabesp	Redecard	Santander	MET Gerdau	Lojas Americanas	Lojas Renner
Santander	Sabesp	Sul America	Natura	Lojas Renner	Santander
Sul America	Santander	Suzano	OI	Natura	Sul America
Suzano papel	Sul America	Telefonica	Sabesp	Sabesp	Telefônica
Telemar	Suzano Papel	Tim Part S/A	Santander	Santander	Tim Part S/A
Tim Part S/A	Telemar	Tractebel	Sul America	Sul America	Tractebel
Tractebel	Tim Part S/A	Ultrapar	Suzano	Telefônica*	Weg
Ultrapar	Tractebel	Vale	Telefonica	Tim Part S/A	
Vale	Ultrapar	WEG	Tim Part S/A	Tractebel	
Telef Brasil	Vale		Tractebel	Vale	

APÊNDICE C – Matrizes de Correlação por trimestre

Variáveis <sup>1</sup>	QL	ISD (-1)	ISD (-2)	ISD (-3)	ISD	ISD (+1)	ISD (+2)	ISD (+3)	LNAT	MKT	ROA	LEV	PREJ	ISE
<b>4º Trimestre</b>														
<i>QL</i>	1,000													
<i>ISD (-1)</i>	0,105	1,000												
<i>ISD (-2)</i>	0,112	,786**	1,000											
<i>ISD (-3)</i>	,262**	,694**	,687**	1,000										
<i>ISD</i>	- 0,008	,484**	,501**	,417**	1,000									
<i>ISD (+1)</i>	- 0,051	,344**	,394**	,182*	,661**	1,000								
<i>ISD (+2)</i>	- 0,019	,343**	,377**	,202*	,581**	,808**	1,000							
<i>ISD (+3)</i>	0,060	,247**	,277**	,275**	,556**	,764**	,694**	1,000						
<i>LNAT</i>	0,092	0,153	,174*	0,038	,196**	,189*	,202**	0,138	1,000					
<i>MKT</i>	-,174*	- 0,141	-,173*	-,195*	-,173*	- 0,129	- 0,121	- 0,132	-,244**	1,000				
<i>ROA</i>	- 0,127	- 0,089	- 0,055	- 0,101	-,142*	- 0,061	- 0,068	- 0,118	-,159*	,158*	1,000			
<i>LEV</i>	- 0,030	- 0,139	- 0,164	- 0,156	-,273**	-,326**	-,312**	-,265**	- 0,002	- 0,088	- 0,028	1,000		
<i>PREJ</i>	0,099	0,093	0,062	,160*	0,054	0,022	- 0,047	0,072	0,120	-,253**	-,672**	- 0,004	1,000	
<i>ISE</i>	0,014	0,136	,207**	- 0,003	,242**	,268**	,209**	0,145	,506**	- 0,106	- 0,008	- 0,113	0,037	1,000

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

## continuação – APÊNDICE C – Matrizes de Correlação por trimestre

Variáveis <sup>1</sup>	QL	ISD (-1)	ISD (-2)	ISD (-3)	ISD	ISD (+1)	ISD (+2)	ISD (+3)	LNAT	MKT	ROA	LEV	PREJ	ISE
<b>3° Trimestre</b>														
<i>QL</i>	1,000													
<i>ISD (-1)</i>	0,144	1,000												
<i>ISD (-2)</i>	- 0,063	,598**	1,000											
<i>ISD (-3)</i>	- 0,012	,592**	,833**	1,000										
<i>ISD</i>	- 0,039	,575**	,852**	,855**	1,000									
<i>ISD (+1)</i>	0,075	,533**	,727**	,773**	,836**	1,000								
<i>ISD (+2)</i>	- 0,015	,401**	,504**	,564**	,570**	,610**	1,000							
<i>ISD (+3)</i>	- 0,019	,351**	,467**	,525**	,581**	,615**	,902**	1,000						
<i>LNAT</i>	- 0,022	,206*	,238**	,230**	,239**	,197**	,204**	,255**	1,000					
<i>MKT</i>	-,169*	- 0,120	- 0,129	- 0,116	-,165*	- 0,142	- 0,088	- 0,120	-,251**	1,000				
<i>ROA</i>	- 0,116	- 0,087	- 0,056	- 0,011	- 0,080	- 0,097	- 0,012	- 0,052	- 0,142	,271**	1,000			
<i>LEV</i>	- 0,088	- 0,107	-,177*	-,221**	-,194*	-,206**	-,268**	-,240**	- 0,026	- 0,103	- 0,143	1,000		
<i>PREJ</i>	0,126	0,033	- 0,017	- 0,019	- 0,028	0,013	- 0,013	- 0,005	0,054	-,237**	-,632**	,211**	1,000	
<i>ISE</i>	- 0,041	,231**	,276**	,270**	,252**	,177*	,257**	,219**	,505**	- 0,108	- 0,105	- 0,091	0,030	1,000

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

## continuação – APÊNDICE C – Matrizes de Correlação por trimestre

Variáveis <sup>1</sup>	QL	ISD (-1)	ISD (-2)	ISD (-3)	ISD	ISD (+1)	ISD (+2)	ISD (+3)	LNAT	MKT	ROA	LEV	PREJ	ISE
<b>2º Trimestre</b>														
<i>QL</i>	1,000													
<i>ISD (-1)</i>	0,031	1,000												
<i>ISD (-2)</i>	- 0,111	,458**	1,000											
<i>ISD (-3)</i>	- 0,063	,346**	,689**	1,000										
<i>ISD</i>	- 0,050	0,002	0,110	0,088	1,000									
<i>ISD (+1)</i>	0,033	,430**	,456**	,685**	0,014	1,000								
<i>ISD (+2)</i>	- 0,002	,444**	,582**	,762**	0,043	,630**	1,000							
<i>ISD (+3)</i>	-,147*	0,166	,529**	,660**	0,006	,449**	,578**	1,000						
<i>LNAT</i>	0,103	- 0,055	- 0,099	- 0,067	,237**	- 0,061	- 0,083	- 0,113	1,000					
<i>MKT</i>	-,228**	- 0,074	0,025	- 0,039	-,158*	0,005	- 0,033	- 0,023	-,291**	1,000				
<i>ROA</i>	-,224**	- 0,060	0,001	- 0,004	0,010	- 0,051	- 0,084	- 0,074	0,007	,308**	1,000			
<i>LEV</i>	- 0,022	- 0,011	- 0,148	0,014	-,211**	0,047	0,007	- 0,034	- 0,036	- 0,102	- 0,116	1,000		
<i>PREJ</i>	,246**	0,073	- 0,056	- 0,053	- 0,050	0,052	- 0,002	0,005	- 0,026	-,204**	-,569**	,162*	1,000	
<i>ISE</i>	- 0,052	0,022	0,041	0,064	,263**	- 0,004	0,008	0,050	,539**	- 0,090	0,048	- 0,112	- 0,061	1,000

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

## continuação – APÊNDICE C – Matrizes de Correlação por trimestre

Variáveis <sup>1</sup>	QL	ISD (-1)	ISD (-2)	ISD (-3)	ISD	ISD (+1)	ISD (+2)	ISD (+3)	LNAT	MKT	ROA	LEV	PREJ	ISE
<b>1º Trimestre</b>														
<i>QL</i>	1,000													
<i>ISD (-1)</i>	0,037	1,000												
<i>ISD (-2)</i>	,192*	,710**	1,000											
<i>ISD (-3)</i>	,233**	,749**	,666**	1,000										
<i>ISD</i>	- 0,069	,554**	,405**	,564**	1,000									
<i>ISD (+1)</i>	- 0,018	,549**	,413**	,580**	,884**	1,000								
<i>ISD (+2)</i>	0,118	,296**	,355**	,448**	,671**	,636**	1,000							
<i>ISD (+3)</i>	0,113	,450**	,350**	,480**	,768**	,716**	,643**	1,000						
<i>LNAT</i>	0,096	,160*	0,028	0,112	,239**	,234**	0,087	,163*	1,000					
<i>MKT</i>	-,226**	-,169*	-,166*	-,167*	- 0,102	- 0,125	- 0,126	- 0,126	-,290**	1,000				
<i>ROA</i>	- 0,120	- 0,097	- 0,058	- 0,099	- 0,056	- 0,076	0,039	- 0,025	0,066	0,072	1,000			
<i>LEV</i>	- 0,062	-,168*	- 0,119	-,160*	-,243**	-,274**	- 0,127	-,216**	- 0,060	- 0,041	0,096	1,000		
<i>PREJ</i>	,144*	0,121	,180*	0,120	0,017	0,049	- 0,028	0,021	0,005	-,199**	-,551**	- 0,019	1,000	
<i>ISE</i>	- 0,103	,181*	0,037	0,101	,277**	,267**	0,087	,153*	,542**	- 0,110	0,119	- 0,051	- 0,094	1,000

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

\* A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

**APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)**

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A3	RESID_A	RESID_A	RESID_A1	RESID_A13	RESID_A15	RESID_A1
Mean	-0.012332	-0.139129	0.123034	-0.090659	0.176613	-0.156040	-0.116712
Median	0.000593	-0.125774	0.166460	-0.067048	0.153899	-0.164670	-0.132650
Maximum	0.022817	-0.076383	0.216990	-0.027798	0.269152	-0.124361	-0.032894
Minimum	-0.071955	-0.209245	-0.057775	-0.223468	0.129501	-0.180562	-0.183592
Std. Dev.	0.030221	0.038482	0.122942	0.064415	0.062758	0.021776	0.068100
Skewness	-0.834199	-0.432790	-1.017205	-0.996967	1.034579	0.456927	0.265784
Kurtosis	2.613689	2.222425	2.245818	2.514814	2.257540	1.943481	1.318394
Jarque-Bera	1.099795	0.789747	0.784603	2.807454	0.805443	0.406533	0.777591
Probability	0.577009	0.673765	0.675500	0.245680	0.668498	0.816061	0.677873
Sum	-0.110985	-1.947803	0.492134	-1.450537	0.706452	-0.780198	-0.700274
Sum Sq. Dev.	0.007306	0.019251	0.045344	0.062240	0.011816	0.001897	0.023188
Observations	9	14	4	16	4	5	6

Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A20	RESID_A23	RESID_A2	RESID_A26	RESID_A27	RESID_A3	RESID_A3
Mean	0.116528	-0.068661	0.179767	-0.046636	-0.104921	-0.070903	0.074504
Median	0.120614	-0.113994	0.185487	-0.021975	-0.091383	-0.082000	0.112688
Maximum	0.229057	0.232547	0.277559	0.013964	-0.077645	-0.007916	0.228109
Minimum	-0.057455	-0.197077	0.070534	-0.204696	-0.155077	-0.130601	-0.189980
Std. Dev.	0.096127	0.144442	0.084788	0.077221	0.033470	0.045819	0.117745
Skewness	-0.587531	1.457364	-0.232161	-1.373903	-0.665433	0.128559	-0.901378
Kurtosis	2.684361	3.484371	2.010854	3.574332	1.877895	2.040265	2.863099
Jarque-Bera	0.431784	4.001366	0.199001	2.298419	0.631318	0.205667	2.179114
Probability	0.805822	0.135243	0.905290	0.316887	0.729308	0.902277	0.336365
Sum	0.815696	-0.755272	0.719067	-0.326451	-0.524605	-0.354517	1.192061
Sum Sq. Dev.	0.055443	0.208634	0.021567	0.035779	0.004481	0.008398	0.207957
Observations	7	11	4	7	5	5	16

Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A34	RESID_A35	RESID_A3	RESID_A37	RESID_A38	RESID_A4	RESID_A4
Mean	-0.136553	-0.015498	0.161616	-0.110295	0.003333	-0.023077	-0.058841
Median	-0.144167	-0.031947	0.155110	-0.110295	0.005569	-0.023077	-0.068101
Maximum	-0.076154	0.048217	0.282329	-0.064742	0.163153	0.002479	-0.026002
Minimum	-0.173308	-0.044611	0.060029	-0.155847	-0.146476	-0.048633	-0.082420
Std. Dev.	0.036045	0.032276	0.089933	0.064421	0.083058	0.036141	0.029327
Skewness	1.008271	0.889754	0.170491	0.000000	0.025862	1.28E-18	0.522244
Kurtosis	2.804557	2.330913	1.598178	1.000000	2.869872	1.000000	1.500000
Jarque-Bera	0.855133	1.656565	0.520343	0.333333	0.009804	0.333333	0.417619
Probability	0.652094	0.436799	0.770919	0.846482	0.995110	0.846482	0.811550
Sum	-0.682764	-0.170483	0.969696	-0.220589	0.040000	-0.046154	-0.176522
Sum Sq. Dev.	0.005197	0.010417	0.040440	0.004150	0.075885	0.001306	0.001720
Observations	5	11	6	2	12	2	3

Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A44	RESID_A45	RESID_A46	RESID_A47	RESID_A48	RESID_A5	RESID_A5
Mean	-0.069959	0.049222	0.099062	0.075956	-0.029809	0.204945	0.004350
Median	-0.069959	0.035661	0.105434	0.071481	-0.017658	0.204945	-0.057214
Maximum	-0.034137	0.315325	0.177224	0.143005	0.151412	0.204945	0.188657
Minimum	-0.105780	-0.171947	0.010588	0.004789	-0.252558	0.204945	-0.118393
Std. Dev.	0.050660	0.140608	0.051279	0.059244	0.095886	NA	0.162519
Skewness	6.52E-17	-0.010085	-0.429391	0.020262	-0.437084	NA	0.596057
Kurtosis	1.000000	2.320704	2.473074	1.222960	3.565272	NA	1.500000
Jarque-Bera	0.333333	0.269413	0.380684	1.184817	0.722469	NA	0.458892
Probability	0.846482	0.873973	0.826676	0.552994	0.696815	NA	0.794974
Sum	-0.139917	0.689104	0.891558	0.683604	-0.476947	0.204945	0.013049
Sum Sq. Dev.	0.002566	0.257018	0.021036	0.028079	0.137911	0.000000	0.052825
Observations	2	14	9	9	16	1	3

Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A54	RESID_A59	RESID_A60	RESID_A61	RESID_A62	RESID_A6	RESID_A6
Mean	0.021118	-0.136773	-0.025377	-0.200633	0.001759	0.016810	-0.041607
Median	0.047700	-0.108467	-0.055548	-0.200633	0.039969	-0.008866	-0.045034
Maximum	0.146705	-0.101485	0.233882	-0.187331	0.145415	0.105122	0.061733
Minimum	-0.145615	-0.200369	-0.194499	-0.213935	-0.234766	-0.020151	-0.138092
Std. Dev.	0.106667	0.055186	0.183539	0.018811	0.111519	0.059444	0.082582
Skewness	-0.330353	-0.694396	0.286297	0.000000	-0.730836	1.091023	0.137150
Kurtosis	1.604843	1.500000	1.444802	1.000000	2.407306	2.279187	1.919235
Jarque-Bera	1.092207	0.522343	0.686627	0.333333	1.658514	0.880149	0.207215
Probability	0.579202	0.770149	0.709416	0.846482	0.436373	0.643988	0.901579
Sum	0.232298	-0.410320	-0.152261	-0.401266	0.028137	0.067238	-0.166427
Sum Sq. Dev.	0.113779	0.006091	0.168433	0.000354	0.186548	0.010601	0.020459
Observations	11	3	6	2	16	4	4

Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A65	RESID_A69	RESID_A7	RESID_A71	RESID_A72	RESID_A7	RESID_A7
Mean	-0.040135	0.064290	-0.032857	0.152765	0.150832	0.001071	0.000931
Median	-0.042587	0.062710	-0.032857	0.137256	0.147541	0.041085	-0.000677
Maximum	0.084179	0.364041	0.021722	0.285503	0.163380	0.142268	0.066054
Minimum	-0.251253	-0.084831	-0.087436	0.033891	0.144864	-0.223204	-0.079952
Std. Dev.	0.086779	0.129496	0.077186	0.067022	0.008681	0.112813	0.042481
Skewness	-0.685039	0.825575	0.000000	0.333573	0.929724	-0.710947	-0.050890
Kurtosis	3.442238	3.121586	1.000000	2.903671	2.120830	2.356336	2.221958
Jarque-Bera	1.381791	1.484753	0.333333	0.227181	0.705080	1.421049	0.410473
Probability	0.501127	0.475981	0.846482	0.892623	0.702900	0.491386	0.814455
Sum	-0.642153	0.835775	-0.065714	1.833175	0.603327	0.014992	0.014893
Sum Sq. Dev.	0.112958	0.201230	0.005958	0.049411	0.000226	0.165448	0.027069
Observations	16	13	2	12	4	14	16

**Continuação - APÊNDICE D – Teste Jarque-Bera (J-B)**

Date: 01/12/17 Time: 20:37 Sample: 2011Q1 2015Q4							
	RESID_A75	RESID_A76	RESID_A7	RESID_A79	RESID_A80	RESID_A8	RESID_A8
Mean	-0.097884	0.152580	0.110714	0.207804	0.016756	-0.121720	-0.137442
Median	-0.100503	0.158125	0.079048	0.201511	0.044653	-0.114110	-0.157687
Maximum	-0.006824	0.326805	0.311538	0.264490	0.096749	-0.052629	-0.055529
Minimum	-0.210364	0.019021	-0.028909	0.163706	-0.159969	-0.192237	-0.222206
Std. Dev.	0.061314	0.089838	0.109857	0.042460	0.065346	0.056365	0.072554
Skewness	-0.182847	0.551117	0.557101	0.465855	-1.342643	-0.165857	0.117131
Kurtosis	2.226405	3.176022	2.255986	1.936961	4.378566	1.564100	1.387839
Jarque-Bera	0.335583	0.415301	0.673126	0.333023	6.074138	0.542961	0.552904
Probability	0.845530	0.812491	0.714221	0.846613	0.047975	0.762250	0.758470
Sum	-1.076720	1.220637	0.996427	0.831217	0.268096	-0.730321	-0.687212
Sum Sq. Dev.	0.037594	0.056496	0.096548	0.005409	0.064051	0.015885	0.021056
Observations	11	8	9	4	16	6	5

## APÊNDICE E – Teste de raiz unitária

Pool unit root test: Summary

Series: LNAT\_A1, LNAT\_A2, LNAT\_A3, LNAT\_A4, LNAT\_A5, LNAT\_A9,  
 LNAT\_A12, LNAT\_A13, LNAT\_A14, LNAT\_A15, LNAT\_A19, LNAT\_A20,  
 LNAT\_A23, LNAT\_A24, LNAT\_A26, LNAT\_A27, LNAT\_A28, LNAT\_A29,  
 LNAT\_A32, LNAT\_A33, LNAT\_A34, LNAT\_A35, LNAT\_A36, LNAT\_A37,  
 LNAT\_A38, LNAT\_A41, LNAT\_A43, LNAT\_A44, LNAT\_A45, LNAT\_A46,  
 LNAT\_A47, LNAT\_A48, LNAT\_A50, LNAT\_A51, LNAT\_A52, LNAT\_A53,  
 LNAT\_A54, LNAT\_A55, LNAT\_A59, LNAT\_A60, LNAT\_A61, LNAT\_A62,  
 LNAT\_A63, LNAT\_A64, LNAT\_A65, LNAT\_A68, LNAT\_A69, LNAT\_A70,  
 LNAT\_A71, LNAT\_A72, LNAT\_A73, LNAT\_A74, LNAT\_A75, LNAT\_A76,  
 LNAT\_A77, LNAT\_A79, LNAT\_A80, LNAT\_A82, LNAT\_A83

Date: 01/12/17 Time: 20:16

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 3

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu $t^*$	-19.9781	0.0000	58	600
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-12.5445	0.0000	56	594
ADF - Fisher Chi-square	416.331	0.0000	58	600
PP - Fisher Chi-square	498.504	0.0000	58	612

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi  
 -square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

continuação - APÊNDICE E – Teste de raiz unitária

Pool unit root test: Summary

Series: MKT\_A1, MKT\_A2, MKT\_A3, MKT\_A4, MKT\_A5, MKT\_A9, MKT\_A12, MKT\_A13, MKT\_A14, MKT\_A15, MKT\_A19, MKT\_A20, MKT\_A23, MKT\_A24, MKT\_A26, MKT\_A27, MKT\_A28, MKT\_A29, MKT\_A32, MKT\_A33, MKT\_A34, MKT\_A35, MKT\_A36, MKT\_A37, MKT\_A38, MKT\_A41, MKT\_A43, MKT\_A44, MKT\_A45, MKT\_A46, MKT\_A47, MKT\_A48, MKT\_A50, MKT\_A51, MKT\_A52, MKT\_A53, MKT\_A54, MKT\_A55, MKT\_A59, MKT\_A60, MKT\_A61, MKT\_A62, MKT\_A63, MKT\_A64, MKT\_A65, MKT\_A68, MKT\_A69, MKT\_A70, MKT\_A71, MKT\_A72, MKT\_A73, MKT\_A74, MKT\_A75, MKT\_A76, MKT\_A77, MKT\_A79, MKT\_A80, MKT\_A82, MKT\_A83

Date: 01/12/17 Time: 20:30

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
<b>Levin, Lin &amp; Chu t*</b>	<b>-4.87632</b>	<b>0.0000</b>	<b>56</b>	<b>655</b>
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.65343	0.2567	56	655
<b>ADF - Fisher Chi-square</b>	<b>142.719</b>	<b>0.0266</b>	<b>56</b>	<b>655</b>
<b>PP - Fisher Chi-square</b>	<b>160.795</b>	<b>0.0017</b>	<b>56</b>	<b>665</b>

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

continuação - APÊNDICE E – Teste de raiz unitária

Pool unit root test: Summary

Series: ROA\_A1, ROA\_A2, ROA\_A3, ROA\_A4, ROA\_A5, ROA\_A9, ROA\_A12,  
 ROA\_A13, ROA\_A14, ROA\_A15, ROA\_A19, ROA\_A20, ROA\_A23,  
 ROA\_A24, ROA\_A26, ROA\_A27, ROA\_A28, ROA\_A29, ROA\_A32,  
 ROA\_A33, ROA\_A34, ROA\_A35, ROA\_A36, ROA\_A37, ROA\_A38,  
 ROA\_A41, ROA\_A43, ROA\_A44, ROA\_A45, ROA\_A46, ROA\_A47,  
 ROA\_A48, ROA\_A50, ROA\_A51, ROA\_A52, ROA\_A53, ROA\_A54,  
 ROA\_A55, ROA\_A59, ROA\_A60, ROA\_A61, ROA\_A62, ROA\_A63,  
 ROA\_A64, ROA\_A65, ROA\_A68, ROA\_A69, ROA\_A70, ROA\_A71,  
 ROA\_A72, ROA\_A73, ROA\_A74, ROA\_A75, ROA\_A76, ROA\_A77,  
 ROA\_A79, ROA\_A80, ROA\_A82, ROA\_A83

Date: 01/24/17 Time: 01:18

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 3

User-specified bandwidth: 2 and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<u>Null: Unit root (assumes common unit root process)</u>				
Levin, Lin & Chu t*	-13.1767	0.0000	59	685
<u>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</u>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.7604	0.0000	59	685
ADF - Fisher Chi-square	361.665	0.0000	59	685
PP - Fisher Chi-square	405.310	0.0000	59	713

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

**continuação - APÊNDICE E – Teste de raiz unitária**

Pool unit root test: Summary

Series: LEV\_A1, LEV\_A2, LEV\_A3, LEV\_A4, LEV\_A5, LEV\_A9, LEV\_A12, LEV\_A13, LEV\_A14, LEV\_A15, LEV\_A19, LEV\_A20, LEV\_A23, LEV\_A24, LEV\_A26, LEV\_A27, LEV\_A28, LEV\_A29, LEV\_A32, LEV\_A33, LEV\_A34, LEV\_A35, LEV\_A36, LEV\_A37, LEV\_A38, LEV\_A41, LEV\_A43, LEV\_A44, LEV\_A45, LEV\_A46, LEV\_A47, LEV\_A48, LEV\_A50, LEV\_A51, LEV\_A52, LEV\_A53, LEV\_A54, LEV\_A55, LEV\_A59, LEV\_A60, LEV\_A61, LEV\_A62, LEV\_A63, LEV\_A64, LEV\_A65, LEV\_A68, LEV\_A69, LEV\_A70, LEV\_A71, LEV\_A72, LEV\_A73, LEV\_A74, LEV\_A75, LEV\_A76, LEV\_A77, LEV\_A79, LEV\_A80, LEV\_A82, LEV\_A83

Date: 01/12/17 Time: 19:50

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 3

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>				
Levin, Lin & Chu t*	-3.10823	0.0009	52	598
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-0.39717	0.3456	52	598
ADF - Fisher Chi-square	174.365	0.0000	52	598
PP - Fisher Chi-square	174.320	0.0000	52	615

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Pool unit root test: Summary

Series: ISD\_A1, ISD\_A2, ISD\_A3, ISD\_A4, ISD\_A5, ISD\_A9, ISD\_A13, ISD\_A14, ISD\_A15, ISD\_A19, ISD\_A20, ISD\_A23, ISD\_A26, ISD\_A27, ISD\_A28, ISD\_A29, ISD\_A32, ISD\_A33, ISD\_A35, ISD\_A36, ISD\_A37, ISD\_A38, ISD\_A41, ISD\_A43, ISD\_A45, ISD\_A46, ISD\_A47, ISD\_A48, ISD\_A50, ISD\_A51, ISD\_A53, ISD\_A54, ISD\_A55, ISD\_A59, ISD\_A60, ISD\_A61, ISD\_A63, ISD\_A64, ISD\_A65, ISD\_A68, ISD\_A69, ISD\_A70, ISD\_A72, ISD\_A73, ISD\_A74, ISD\_A75, ISD\_A76, ISD\_A77, ISD\_A80, ISD\_A82, ISD\_A83

Date: 01/12/17 Time: 20:10

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross section
<b>Null: Unit root (assumes common unit root process)</b>			
Levin, Lin & Chu t*	-13.8601	0.0000	13
<b>Null: Unit root (assumes individual unit root process)</b>			
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.42326	0.0000	13
ADF - Fisher Chi-square	105.453	0.0000	13
PP - Fisher Chi-square	111.622	0.0000	13

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Pool unit root test: Summary

Series: ISD\_A1, ISD\_A2, ISD\_A3, ISD\_A4, ISD\_A5, ISD\_A9, ISD\_A1  
 ISD\_A13, ISD\_A14, ISD\_A15, ISD\_A19, ISD\_A20, ISD\_A23, ISD\_A26, ISD\_A27, ISD\_A28, ISD\_A29, ISD\_A32, ISD\_A33, ISD\_A35, ISD\_A36, ISD\_A37, ISD\_A38, ISD\_A41, ISD\_A43, ISD\_A45, ISD\_A46, ISD\_A47, ISD\_A48, ISD\_A50, ISD\_A51, ISD\_A53, ISD\_A54, ISD\_A55, ISD\_A59, ISD\_A60, ISD\_A61, ISD\_A63, ISD\_A64, ISD\_A65, ISD\_A68, ISD\_A69, ISD\_A70, ISD\_A72, ISD\_A73, ISD\_A74, ISD\_A75, ISD\_A76, ISD\_A77, ISD\_A80, ISD\_A82, ISD\_A83

Date: 01/12/17 Time: 20:10

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections
Null: Unit root (assumes common unit root process)			
Levin, Lin & Chu t*	-13.5493	0.0000	13
Null: Unit root (assumes individual unit root process)			
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.88701	0.0000	12
ADF - Fisher Chi-square	100.023	0.0000	13
PP - Fisher Chi-square	105.198	0.0000	13

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Pool unit root test: Summary

Series: ISD\_A1, ISD\_A2, ISD\_A3, ISD\_A4, ISD\_A5, ISD\_A9, ISD\_A1  
 ISD\_A13, ISD\_A14, ISD\_A15, ISD\_A19, ISD\_A20, ISD\_A23, ISD\_A26, ISD\_A27, ISD\_A28, ISD\_A29, ISD\_A32, ISD\_A33, ISD\_A35, ISD\_A36, ISD\_A37, ISD\_A38, ISD\_A41, ISD\_A43, ISD\_A45, ISD\_A46, ISD\_A47, ISD\_A48, ISD\_A50, ISD\_A51, ISD\_A53, ISD\_A54, ISD\_A55, ISD\_A59, ISD\_A60, ISD\_A61, ISD\_A63, ISD\_A64, ISD\_A65, ISD\_A68, ISD\_A69, ISD\_A70, ISD\_A72, ISD\_A73, ISD\_A74, ISD\_A75, ISD\_A76, ISD\_A77, ISD\_A80, ISD\_A82, ISD\_A83

Date: 01/12/17 Time: 20:11

Sample: 2011Q1 2015Q4

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections
Null: Unit root (assumes common unit root process)			
Levin, Lin & Chu t*	-36.3250	0.0000	21
Null: Unit root (assumes individual unit root process)			
Im, Pesaran and Shin W-stat	-16.3163	0.0000	21
ADF - Fisher Chi-square	197.909	0.0000	21
PP - Fisher Chi-square	217.664	0.0000	21

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi

