



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Administração e Finanças

Vando da Conceição Rosas

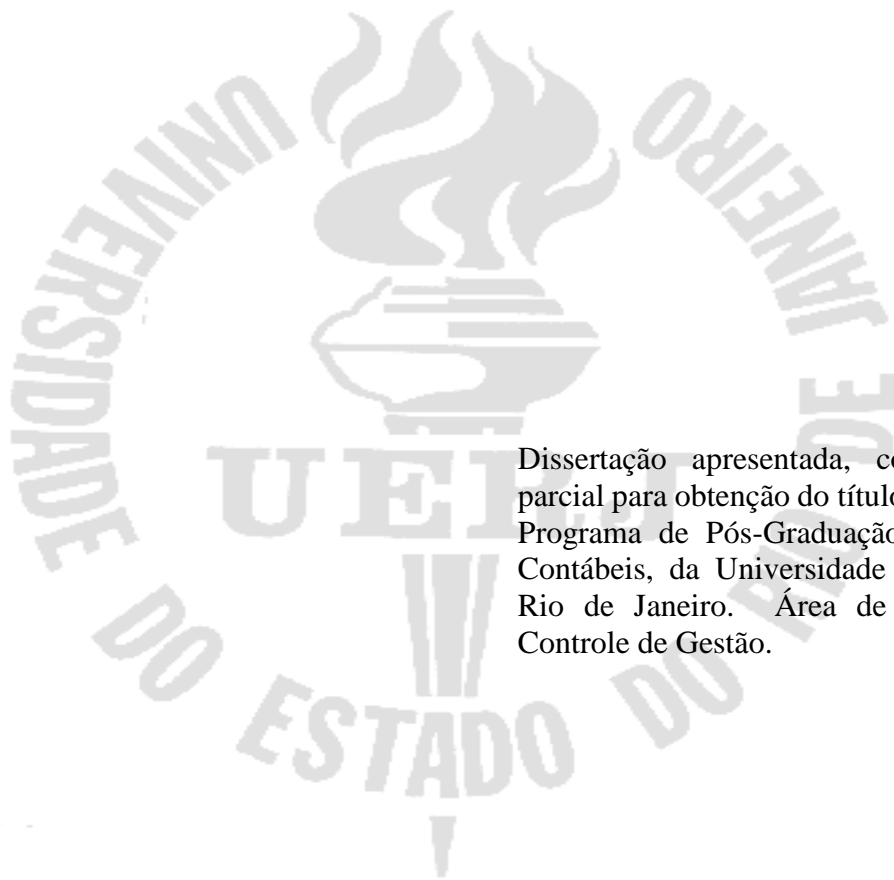
**Capacidade preditiva dos *ACCRUALS*, EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional: estudo empírico das empresas listadas na BM&FBOVESPA**

Rio de Janeiro

2019

Vando da Conceição Rosas

**Capacidade preditiva dos *ACCRUALS*, EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional: estudo empírico das empresas listadas na BM&FBOVESPA**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Oliveira Leite

Rio de Janeiro

2019

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/B

R789 Rosas, Vando da Conceição.  
Capacidade preditiva dos ACCRUALS, EBITDA e do Fluxo de Caixa Operacional: estudo empírico das empresas listadas na BM&FBOVESPA / Vando da Conceição Rosas.– 2019.  
107 f.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Oliveira Leite.  
Dissertação (Mestrado) – Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Administração e Finanças.  
Bibliografia: f.88-107.

1. Ações (Finanças) – Preços – Teses. 2. Investimentos – Análise – Teses. 3. Fluxo de caixa – Teses I. Leite, Rodrigo de Oliveira. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Administração e Finanças. III. Título.

CDU 336.763.2(81)

Bibliotecária: Luciana Zöhrer CRB7/5643

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta dissertação, desde que citada a fonte.

Vando da C. Rosas.

Assinatura

\_\_\_\_\_  
Data


Vando da Conceição Rosas

**Capacidade preditiva dos ACCRUALS, EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional: Estudo empírico das empresas listadas na BM&FBOVESPA**

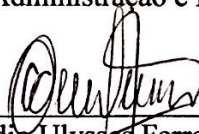
Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Faculdade de Administração e Finanças, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de concentração: Controle de Gestão.

Aprovada em 02 de agosto de 2019.

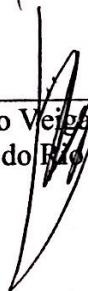
Banca Examinadora:



Prof. Dr. Rodrigo de Oliveira Leite (Orientador)  
Faculdade de Administração e Finanças – UERJ



Prof. Dr. Claudio Ulysses Ferreira Coelho  
Faculdade de Administração e Finanças - UERJ



Prof. Dr. José Augusto Veiga da Costa Marques  
Universidade Federal do Rio de Janeiro - UFRJ

Rio de Janeiro

2019

## DEDICATÓRIA

*Dedico este estudo à minha família e aos meus amigos que contribuíram, de maneira direta ou indiretamente, para o sucesso deste trabalho.*

## AGRADECIMENTOS

Mais uma etapa em minha vida concluída com louvor! Chegar neste momento onde exponho os meus agradecimentos a todos que contribuíram para mais esta vitória é gratificante. Estes agradecimentos só demonstram e ratificam o poder da sabedoria e da fé que temos que depositar sempre em nossos sonhos.

Inicialmente, eu gostaria de agradecer a Deus por ter me dado o dom da vida, a proteção diária e a saúde do corpo e da alma. Eu agradeço a Deus por ter me mantido erguido, dê pé e com saúde para enfrentar a dura jornadas de aulas na universidade e de trabalhos diurnos realizados. Eu agradeço a Deus porque Ele não permitiu que eu desistisse e nem ao menos pensasse na possibilidade de desistir. Eu agradeço a Deus por Ele ter colocado pessoas maravilhosas que me ajudaram a completar a minha jornada. Obrigado, meu Deus, por tudo.

Quero agradecer ao meu orientador Professor Doutor Rodrigo de Oliveira Leite por toda paciência, disponibilização de tempo e o compartilhamento de seus conhecimentos para que fosse possível a concretização deste trabalho. Desejo muito sucesso em sua vida e que muitos outros mestrandos possam ter a mesma sorte que tive ao tê-lo como orientador.

Desejo igualmente agradecer ao Professor Doutor José Augusto Veiga da Costa Marques, por ter me incentivado a dar continuidade aos estudos desde a época da graduação em Ciências Contábeis, na FACC UFRJ. Sem as suas palavras motivadoras, talvez nada disso seria possível hoje.

Meus agradecimentos também ao Professor Doutor Claudio Ulysses Ferreira Coelho por ter aceitado tão prontamente ao meu convite para fazer parte da banca examinadora. Muito obrigado por dispensar seu tempo para se dedicar a leitura e a avaliação deste trabalho.

De maneira mais que especial, quero agradecer a minha mãe Márcia por todo amor, carinho, amizade e compreensão em tudo. Ela foi o meu pilar com as suas palavras motivadoras e o meu suporte para todos os momentos que mais precisei. Peço à Deus que lhe retribua, de todas as maneiras possíveis, por tudo dedica a mim.

Agradeço ainda aos meus amigos, familiares e demais pessoas que, de uma maneira direta ou indiretamente, contribuíram para que este trabalho pudesse ser finalizado com louvor. Que o meu sucesso seja também o sucesso de todos vocês!

“Sonhe com o que você quiser. Vá para onde você queira ir. Seja o que você quer ser, porque você possui apenas uma vida e nela só temos uma chance de fazer aquilo que queremos. Tenha felicidade bastante para fazê-la doce. Dificuldades para fazê-la forte. Tristeza para fazê-la humana. E esperança suficiente para fazê-la feliz”

*Clarice Lispector*

## RESUMO

ROSAS, Vando da Conceição. *Capacidade preditiva dos ACCRUALS, EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional*: estudo empírico das empresas listadas na BM&FBOVESPA, 2019. 105f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

O objetivo geral deste estudo constitui em analisar em quais setores econômicos os FCO, o EBITDA e os *ACCRUALS* apresentam uma maior capacidade de previsibilidade de fluxo de caixa e influência na formação do preço de ações em companhias brasileiras de capital aberto. Foram analisados 2.550 dados amostrais divulgados por 425 companhias compreendidos entre os anos de 2012 a 2017 e separadas em setores econômicos (Agro e Pesca, Alimentos e Bebidas, Comércio, Construção, Eletroeletrônicos, Energia Elétrica, Máquinas Industriais, Mineração, Mineração não Metálicos, Outros, Papel e Celulose, Petróleo e Gás, Química, Siderúrgicas & Metalúrgicas, Software e Dados, Telecomunicações, Têxtil, Transporte Serviços e Veículos e Peças). A base amostral estabelecida é original e não sofreu nenhum tipo de adaptações. Foram realizadas análises descritivas e análise de dados em painel para verificar a existência de relação para as *proxies* estabelecidas, bem como a utilização de um modelo de regressão adaptada da pesquisa de FINGER (1994), para testar a previsibilidade de caixa operacional. Os resultados alcançados para as *proxies* estabelecidas demonstram elevada correlação e reafirmam o potencial para formação de caixa operacional. Os resultados ainda demonstraram que o setor “comércio” e a variável FCO apresentam maior influência significativa para a formação de preços das ações, enquanto que para os setores “energia elétrica” e “construção” não apresentam nenhuma interferência no processo de precificação das ações. Conclui-se que, apesar dos distintos resultados alcançados para cada segmento econômico e suas relações com as variáveis, possuem capacidade de predição, porém umas exibem maior potencial informativo que as outras.

Palavras-chave: FCO. *ACCRUALS*. EBITDA. Precificação. Preço das ações.



## ABSTRACT

ROSAS, Vando da Conceição. *Predictive capacity of ACCRUALS, EBITDA and Operating Cash Flow*: Empirical study of companies listed on the BM & FBOVESPA, 2019. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Administração e Finanças, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

The general objective of this study is to analyze in which economic sectors the FCO, EBITDA and *ACCRUALS* have a greater ability to predict cash flow and influence the formation of share prices in publicly traded Brazilian companies. 2,550 sample data published by 425 companies from 2012 to 2017 were analyzed and separated into economic sectors (Agro and Fisheries, Food and Beverage, Commerce, Construction, Electronics, Electricity, Industrial Machinery, Mining, Non-Metallic Mining, Others, Pulp and Paper, Oil and Gas, Chemicals, Steel & Metallurgy, Software and Data, Telecommunications, Textiles, Transportation Services and Vehicles and Parts). The established sample base is original and has not undergone any adaptations. Descriptive analyzes and panel data analysis were performed to verify the existence of a relationship for the established proxies, as well as the use of a regression model adapted from the research by FINGER (1994), to test the predictability of operating cash. The results achieved for the established proxies demonstrate a high correlation and reaffirm the potential for operating cash flow. The results also demonstrated that the “trade” sector and the FCO variable have a greater significant influence on the formation of stock prices, while for the “electric energy” and “construction” sectors, they do not present any interference in the stock pricing process. We conclude that, despite the different results achieved for each economic segment and their relationship with the variables, they have a predictive capacity, but some exhibit greater information potential than the others.

Keywords: FCO. ACCRUALS. EBITDA. Pricing. Share price

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Quadro 1 - Principais aspectos entre as teorias – Positiva e Normativa .....	21
Quadro 2 - Estudos referentes a capacidade preditiva das informações contábeis .....	27
Quadro 3 - Definições por fluxos de atividades apresentadas na DFC .....	29
Quadro 4 - Fluxo de caixa da atividade operacional .....	30
Quadro 5 - Estrutural do indicador EBITDA .....	35
Figura 1 - Diagrama ilustrativo dos conceitos .....	44
Quadro 6 - Pesquisas relevantes referentes ao estudo dos <i>ACCRUALS</i> .....	48
Quadro 7 - Categorias do Mercado Eficiente .....	50
Figura 2 - MODELO – Capacidade das variáveis ACC, FCO e EBITDA para influenciar no preço da ação .....	70

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Composição da Amostra .....	67
Tabela 2	Estatística Descritiva dos dados .....	73
Tabela 3	Matriz de Correlações das Variáveis .....	75
Tabela 4	Teste Shapiro Wilk .....	76
Tabela 5	Teste White – Ausência de heterocedasticidade .....	76
Tabela 6	Análise Estatística VIF (variance inflation factor) .....	77
Tabela 7	Teste Breusch-Pagan .....	77
Tabela 8	Resultados dos testes F de Chow e Hausman .....	78
Tabela 9	Resultados – Modelo de regressão .....	79
Tabela 10	Frequência Absoluta dos dados observados .....	80
Tabela 11	Regressão setor de energia elétrica .....	80
Tabela 12	Regressão setor de construção .....	81
Tabela 13	Regressão do setor de comércio .....	82

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ACC	<i>ACCRUALS</i>
ADR	American Depositary Receipt
AFF	Análise Fundamentalista Financeira
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
APB	Accounting Principles Board
BC	Banco Central
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFC	Demonstração de Fluxo de Caixa
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation e Amortization
EVA	Economic Value Added
SCF	Statements of Cash Flows
FASB	Financial Accounting Standards Board
FC	Fluxo de Caixa
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
GVA	Geração de Valor para o Acionista
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IBRACON	Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IEF	Índices Econômico-Financeiros
IFRS	International Financial Reporting Standards
LAJIDA	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização
NBC	Normas Brasileiras de Contabilidade
PA	Preço da Ação

SFAC      Statements of Financial Accounting Concepts  
VIF      Variance Inflating Factor

## LISTA DE SÍMBOLOS

DPA (t)	Dividendos por ação esperados no período $t$
Re	Custo do patrimônio líquido
Div <sub>t</sub>	Representa a remuneração paga no tempo $t$
P <sub>o</sub>	Determinado como preço da ação no momento atual
K <sub>cp</sub>	Custo de capital
FCO <sub>i,t</sub>	Fluxo de caixa operacional da empresa $i$ no período $t$
FCO <sub>i,t-1</sub>	Fluxo de caixa operacional da empresa $i$ no período $t-1$
EBITDA <sub>i,t-1</sub>	EBITDA da empresa $i$ no período $t-1$
ACC <sub>i,t-1</sub>	ACCRUALS da empresa $i$ no período $t-1$

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	13
1	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	19
1.1	<b>A Teoria Positiva em Contabilidade</b> .....	19
1.2	<b>Qualidade das informações contábeis</b> .....	22
1.3	<b>A capacidade preditiva das informações contábeis</b> .....	25
1.4	<b>Fluxo de Caixa Operacional, EBITDA, ACCRUALS</b> .....	27
1.4.1	<u>Abordagem conceitual sobre o Fluxo de Caixa Operacional</u> .....	28
1.4.2	<u>Alguns estudos publicados sobre o Fluxo de Caixa Operacional</u> .....	32
1.4.3	<u>Abordagem conceitual sobre o EBITDA</u> .....	34
1.4.4	<u>Alguns estudos publicados sobre o EBITDA</u> .....	37
1.4.5	<u>Abordagem conceitual sobre os ACCRUALS e seus componentes</u> .....	41
1.4.6	<u>Alguns estudos publicados sobre os ACCRUALS</u> .....	45
1.5	<b>Hipóteses do Mercado Eficiente</b> .....	48
2	<b>DETERMINANTES PARA A FORMAÇÃO DE PREÇOS DAS AÇÕES</b> .....	52
2.1	Precificação das ações com base em FCO, EBITDA e ACCRUALS .....	52
2.2	A relação entre o fluxo de caixa e o preço das ações sob a ótica dos dividendos .....	62
3	<b>METODOLOGIA</b> .....	65
3.1	<b>Tipo de pesquisa</b> .....	65
3.2	<b>Seleção e coleta dos dados</b> .....	66
3.3	<b>Variáveis selecionadas</b> .....	68
3.4	<b>Modelo estabelecidos</b> .....	69
3.5	<b>Procedimentos Econométricos</b> .....	70
4	<b>ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS</b> .....	73
4.1	Estatística Descritiva e Matriz de correlações das variáveis .....	73
4.2	Resultado dos testes estatísticos .....	75
4.3	Resultados para o modelo estatístico.....	78
5	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	83

## INTRODUÇÃO

Tomar decisões tendo por base resultados produzidos pelas empresas pode ser considerado um processo árduo para alguns profissionais, uma vez que muitas podem ser as alternativas e complexos são os mecanismos em auxílio a escolha dos melhores resultados. No mercado financeiro, onde estão envolvidas operações de compras e vendas de ativos financeiros, há necessidade de informações adequadas e relevantes que possam influenciar nas escolhas dos investidores. Segundo Sarlo Neto (2004) pesquisas realizadas em mercado de capitais viabilizam testes e a elaboração de hipóteses sobre os objetivos da contabilidade e a criação de mecanismos de suporte aos investidores.

A necessidade de dados relevantes frente a tomada de decisões fez da Contabilidade um instrumento não só capaz de controlar informações e gerar dados ao fisco, mas a transformou em um importante aliado àqueles que precisam de informações para analisar investimentos. Contudo, ainda se faz necessário um aperfeiçoamento amplo nas pesquisas científicas para que a Contabilidade possa manter-se útil às necessidades destes usuários.

Segundo Santiago (2013), tomar decisão consiste em um processo cognitivo de escolha, que leva em consideração dados adequados para a obtenção dos melhores resultados. Desta maneira, as informações geradas e disponibilizadas podem ser apontadas como uma fonte significativa de riqueza de informações e suporte à continuidade das atividades das companhias.

Com relação à sociedade ao qual a contabilidade está inserida é importante a compreensão real das necessidades apresentadas pelos usuários e as maneiras a satisfazer as suas carências (LOPES; MARTINS, 2005). Para tanto, inúmeras pesquisas relacionadas aos demonstrativos contábeis, indicadores de desempenho financeiro, lucratividade e o comportamento dos investidores ((Ball e Brown (1968), Dechow (1994), Finger (1994), Fama e French (1996), Dechow, Kothari e Watts (1998), Ali e Hwang (2000), Bird, Gerlach e Hall (2001), Barth, Cram e Nelson (2001) e Lopes e Galdi (2007)) têm crescido no rol das pesquisas nacionais e internacionais.

Em conformidade com o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) (2010) e o *International Accounting Standards Board* (IASB) (2010), uma determinada informação contábil é considerada relevante quando esta possui dados capazes de produzir dados preditivos ou confirmatórios. O valor preditivo contido nas informações contábeis está relacionado com os valores futuros, enquanto que o valor confirmatório está relacionado com a predição anterior que pode ser comparada com informações reais divulgadas *a posteriori*.



Assuntos relacionados à análise e identificação da melhor metodologia capaz de prever fluxo de caixa futuro e a formação de preço das ações continuam a apresentar relevância nas pesquisas nacionais. A importância deste tema está associada ao grau de interesse dos investidores, devido ao poder de comprovação da capacidade de pagamento de dividendos futuros de uma determinada companhia. Hendriksen e Van Breda (2015) legitimam o fato ao analisar a eficácia dos fluxos de caixa futuro na produção de dados capazes de influenciar no processo de fixação de preços das ações em certas companhias.

Diante dos dispositivos apresentados, foram selecionados três indicadores – *ACCRUALS*, *EBITDA* e *FCO* – com o intuito de identificar o melhor prenunciador de fluxo de caixa futuro e as possíveis influências para a formação de preço de ações das empresas.

Algumas pesquisas como Dechow, Kothari e Watts (1998), Barth, Cram e Nelson (2001), Givoly, Hayn e Lehavy (2009) e Ritta et al. (2017) das quais trataram da capacidade preditiva dos *ACCRUALS*, *EBITDA* e do *FCO*, utilizaram a abordagem da *value relevance* especificamente voltadas para a previsão de retorno das ações e para a formação de fluxo de caixa futuro, o que demonstra a capacidade de remuneração destas empresas.

Na contabilidade é adotado o regime de competência para a apuração do lucro enquanto que o regime de caixa é utilizado para a apuração dos fluxos de caixa (disponibilidade). A diferença básica entre estes dois regimes é o que chamamos de *ACCRUALS*, que teve fundamentalmente sua origem na língua inglesa e que designa um modelo básico da contabilidade sob o regime de competência (*Accruals-basis accounting*) em oposição a contabilidade sob o regime de caixa (*cash-basis accounting*).

Na literatura acadêmica, alguns estudos como Finger (1994), Scherer (2006), Silva, Macedo e Marques (2012), Gumbi (2012), Siessere, Jones e Nakamura (2015), Leal, Girão, Lucena et al. (2017), Andrade e Lucena (2018) analisaram a relevância dos dados e indicadores financeiros gerados pela contabilidade (*value relevance*), a maneira como eles impactam o mercado financeiro e o comportamento dos investidores diante de tais informações. Neste contexto, analisar a significância do indicador *EBITDA*, sob estas perspectivas se tornou relevante para o entendimento a respeito da sua capacidade informacional.

No Brasil, segundo Lustosa e Santos (2007), o Fluxo de Caixa Operacional (*FCO*) apresenta uma certa magnitude para o mercado quanto a sua capacidade em prever fluxo de caixa futuro para as empresas. Em algumas pesquisas realizadas por Dechow (1994), Dechow, Kothari e Watts (1998), Barth et al. (1999), Barth, Cram e Nelson (2001), Arthur, Cheng e Czernkowski (2010) foram utilizadas como proxy o indicador caixa uma vez que estes dizem respeito às principais atividades operacionais geradoras de receita, custos e despesas das

empresas. Assim, de uma forma geral, estas pesquisas priorizam o entendimento sobre a capacidade de predição de fluxos de caixa futuro tendo por base o FCO.

O estudo da temática assim apresentada levou em consideração a importância para o incremento as bases investigativas na área contábil, bem como o aperfeiçoamento para as práticas analíticas para as tomadas de decisões. Diante do exposto, esta pesquisa pretende responder ao seguinte problema de pesquisa: **Em quais setores econômicos os FCO, o EBITDA e os ACCRUALS apresentam uma maior capacidade de previsibilidade de fluxo de caixa e influencia na formação do preço de ações?**

Para atingir aos objetivos estabelecidos, este estudo foi constituído, além da seção de introdução, por mais quatro seções específicas: o referencial teórico, a metodologia, a análise e discussão dos resultados e as considerações finais. Inicialmente, na primeira seção são apresentados as teorias, os objetivos e a relevância das informações contábeis, a abordagem conceitual e os estudos relacionados as variáveis selecionadas, a compreensão a respeito do mercado eficiente, a predição nos preços das ações com base em FCO, EBITDA e *ACCRUALS* e a relação entre o fluxo de caixa e o preço das ações sob a ótica dos dividendos. Na segunda seção é tratado o tipo de pesquisa, os aspectos metodológicos, os objetivos e procedimentos técnicos que serão adotados. Na terceira seção são demonstradas as análises dos dados, a interpretação e as possíveis discussões a respeito dos resultados produzidos. Por fim, na quarta seção são apresentadas as considerações finais e as sugestões para as futuras pesquisas. Todos os autores citados neste estudo encontram-se discriminados nas Referências.

## **OBJETIVO GERAL**

Analisar a capacidade de previsibilidade de fluxos de caixa e a influência na formação de preços das ações nas companhias de capital aberto, classificadas e divididas por setoreseconômicos, tendo por base as variáveis *ACCRUALS*, FCO e EBITDA. Serão utilizados os dados publicados entre os anos de 2012 a 2017.

## **OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

Analisar entre os itens *ACCRUALS*, FCO e EBITDA o melhor prenunciador de fluxo de caixa futuro nas companhias de capital aberto.

Investigar se as variáveis *ACCRUALS*, FCO e EBITDA possuem influência significativa para a formação de preços das ações nestas companhias.

Investigar se setor econômico modera a relação entre as variáveis *ACCRUALS*, FCO e EBITDA com preço da ação, de tal modo que um determinado setor apresente uma relação significativamente maior.

## **JUSTIFICATIVA**

Esta pesquisa tem como justificativa contribuir para a literatura contábil através de discussões sobre a relevância de certas ferramentas analíticas para a predição de fluxos de caixa futuros e a formação de preço da ação. Para isto, considerou-se as variáveis *ACCRUALS*, EBITDA e FCO como dispositivos medidores capazes de reproduzir os resultados almejados.

Um dos fatores indispensáveis para o planejamento financeiro de uma empresa está correlacionado com a implementação e controle de instrumentos adequados para a gestão de fluxo de caixa (*Cash Flow Management*). A capacidade de previsibilidade dos fluxos de caixa possibilita uma melhor visão para os investidores a respeito da gestão e a capacidade de pagamento de dividendos futuros das companhias.

A relevância da informação contábil para o mercado financeiro tem sido bastante estudada em nível nacional e internacional. Existem estudos como os de Beaver (1968), Finger (1994), Dechow, Kothari e Watt (1998), Barth, Cram e Nelson (2001), Santiago (2013), Ritta et al. (2017) que apresentam evidências a respeito de indicadores que possuem capacidade de identificar a geração de fluxo de caixa futuro e explicar a formação de preço ou o retorno das ações no mercado de capitais. No entanto, os resultados encontrados não produziram pontos pacíficos a respeito do melhor prenunciador na literatura contábil brasileira, uma vez que novas formas de análises e interpretações abrem brechas para futuros estudos.

Desse modo, o presente estudo justifica-se por contribuir para a compreensão a respeito de prenunciadores com condições de previsibilidade de fluxo de caixa e influência na formação de preço de ações. Espera-se ainda contribuir para o entendimento da importância das informações contábeis para o mercado de capitais, uma vez que explicar-se-á dados extraídos de demonstrativos contábeis.

## DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

Este estudo tem por objetivo analisar três *proxies* com o propósito de identificação e compreensão acerca da capacidade para motivar a predição fluxos de caixa futuro. Como amostra, foram utilizados dados divulgados pelas companhias abertas brasileiras, extraídas da base ECONOMÁTICA®, que possuíam ações transacionadas na B3 no período compreendido entre os anos de 2012 e 2017, excluindo empresas financeiras. A exclusão das companhias financeira se dá devido as peculiaridades e especificidades que estas companhias adotam frente as normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pelo Banco Central (BACEN).

As descrições das etapas deste estudo permitem apresentar sistematicamente as trajetórias percorridas na investigação para o atingimento dos achados desta pesquisa e, conseqüentemente, no êxito dos objetivos que levaram a compreensão deste estudo. Desta maneira, este estudo inicia-se com o referencial teórico onde tem por base as pesquisas bibliográficas com o objetivo de dar embasamento teórico a respeito do tema. Através deste processo, observou-se a existência ao incentivo a novas pesquisas associadas a este tipo de *proxies*.

Na sequência, apresenta-se em metodologia as técnicas e procedimentos adotados para a análise das *proxies* desta pesquisa. Como base, foi utilizado o modelo de Finger (1994), onde foram analisados dados de 50 empresas entre os anos de 1935 a 1987. Este modelo examinou o *value relevance* do lucro em predizer, tanto no curto quanto no longo prazos, lucros e fluxo de caixa operacional futuros. A autora ainda analisou a capacidade do fluxo de caixa operacional em conjunto com o lucro, em predizer fluxos de caixa operacional futuro. Os resultados alcançados demonstraram que, no curto prazo, o fluxo de caixa apresenta melhor capacidade para prever fluxos de caixa futuros do que os lucros, e no longo prazo, a capacidade de ambos são aproximadamente equivalentes.

A autora ainda afirma que “a evidencia indica que lucros ajudam a predizer lucros e fluxos de caixa futuros, mas não suportam a afirmação do FASB (1978) de que lucro e um melhor prenunciador do fluxo de caixa futuro do que o próprio fluxo de caixa”. (FINGER, 1994, p. 220).

A escolha por esta metodologia de Finger (1994) foi assim escolhida devido ao grau de relevância desta pesquisa e por se tratar de um trabalho referenciado por mais de 465 outros autores, como por exemplo Barth, Cram e Nelson (2001) e Costa (2014). Além disso, o modelo estatístico utilizado dissocia o resultado entre fluxo de caixa e *ACCRUALS*, para que assim a análise seja mais detalhada e específica.

## 1 REFERENCIAL TEÓRICO

Esta seção aborda alguns conceitos relacionados a Teoria Positiva em Contabilidade, os objetivos e a relevância dos dados contábeis, bem como sua capacidade de predição de informações. Além disso, serão apresentadas abordagens conceituais e as pesquisas publicadas sobre as temáticas dos Fluxos de Caixa Operacional, do índice EBITDA e os *ACCRUALS* e seus componentes. Por fim, será apresentado um breve conceito sobre Hipótese de Mercado Eficiente e a predição nos preços das ações tendo como base as variáveis FCO, EBITDA e *ACCRUALS*.

### 1.1 A Teoria Positiva em Contabilidade

Os primeiros sinais visíveis a respeito da Teoria Positiva em Contabilidade ocorreram na década de 1960 com a chegada de um novo campo de desenvolvimento de pesquisas científicas na área contábil. Até aquele momento, o processo evolutivo relacionado ao conhecimento contábil encontrava-se basicamente restrita à sombra das correntes normativas.

Foi através dos trabalhos realizados por Edwards e Bell (1961), Chambers (1966) e Sterling (1970) que se iniciou o encadeamento no processo evolutivo das pesquisas com abordagens normativas em contabilidade. Estas foram, *a priori*, as primeiras tentativas para o estabelecimento de diretrizes às práticas contábeis e a definição do que seria mais adequado ao cumprimento das exigências dos usuários das informações (LOPES; IUDÍCIBUS, 2004).

Por intermédio da abordagem apresentada pela teoria positiva, objetiva-se a compreensão das hipóteses de pesquisa, provenientes da teoria econômica e das finanças, com o intuito de testá-las empiricamente e auxiliar no entendimento a respeito do comportamento dos agentes econômicos frente a informação contábil (LOPES; MARTINS, 2005).

De acordo com Lopes et al. (2005), o surgimento deste novo campo de conhecimento, o foco motivacional para as pesquisas em contabilidade se expandiu não só para o aperfeiçoamento na geração dos dados quantitativos, mas também para a compreensão a respeito das ações comportamentais do mercado. Segundo Dias Filho e Machado (2004), é através das metodologias e dos mecanismos introduzidos pela Teoria Positiva que é possível se fazer prever e explicar as ações ocorridas no mercado.

Segundo Verrecchia (2001), alguns gestores normalmente dispõem de informações quanto a determinadas empresas cuja divulgação não são obrigatórias. Logo, percebe-se em que circunstâncias as informações devem ser divulgadas. Dye (2001) considera esta teoria como a principal premissa para a divulgação voluntária das informações financeiras significativas. A ideia geral para estes conceitos é de que os benefícios produzidos com a divulgação voluntária das informações sejam superiores aos seus custos.

Para Kabir (2010, p. 139) a Teoria Positiva em contabilidade

[...] aprimorou o entendimento de vários fenômenos e questões contábeis. Por exemplo, ele produziu *insights* importantes sobre a ligação entre números contábeis e retornos de ações e incentivos de relatórios financeiros pela administração. Apesar disso, sua contribuição para a prática contábil foi muito limitada. A prática contábil evoluiu ao longo de centenas de anos através da interação de uma miríade de fatores (Edwards, 1989) e o processo de mudança na prática contábil tem sido lento<sup>1</sup> (tradução nossa).

Iudícibus e Lopes (2004) descrevem, em sua pesquisa, que a teoria positiva em contabilidade propicia ao fornecimento de dados capazes de auxiliar o esclarecimento de determinados fatos e ocorrências. Este conceito, a partir da década de 80, tornou-se um modelo dominante onde alcançou maior popularidade com a divulgação do trabalho realizado por Watts e Zimmerman (1986). Anteriormente, os estudiosos das ciências contábeis demonstravam um maior interesse em descrever unicamente as práticas observadas e estimular a emissão de regras pedagógicas.

O foco conceitual da abordagem da Teoria Positiva, sob o olhar de Watts e Zimmerman (1986, p. 2) “consiste em prever o efeito de determinada informação ou prática contábil e explicar o porquê de sua utilização pelas empresas”. As escolhas por determinadas informações ou práticas objetivam a maximização dos resultados e a minimização dos custos, de acordo com o ambiente operacional e a influência da governança corporativa nas políticas das empresas (WATTS; ZIMMERMAN, 1990).

A teoria positiva tem como principal objetivo explicar o fenômeno da divulgação das informações financeiras. Para Verrecchia (2001), contudo, não existe uma teoria genérica ou integrada, visto que não há um paradigma central que delimite as pesquisas nesta área. Porém, contrário a esta constatação, Dye (2001), afirma ser esta teoria, que é definida como teoria da

---

<sup>1</sup> O texto em língua estrangeira é: has enhanced the understanding of various accounting phenomena and issues. For example, it has yielded important insights into the linkage between accounting numbers and stock returns and management's financial reporting incentives. Despite this, its contribution to accounting practice has been very limited. Accounting practice has evolved over hundreds of years through the interplay of a myriad of factors (Edwards, 1989) and the process of change in accounting practice has been slow.

divulgação voluntária, um caso especial da teoria dos jogos, com a argumentação principal de que as empresas divulgarão suas informações favoráveis, juntamente com a não evidenciação de informações desfavoráveis. Isto reflete a preocupação das empresas com a divulgação de informações desvantajosas e influenciadora ao mercado.

Sobre este tema Dias Filho e Machado (2004) afirmam que a teoria positiva da contabilidade “procura descrever como as empresas decidem que tipos de informação devem ser divulgar [...] e de que maneira selecionam os procedimentos contábeis que utilizam”. Segundo os autores, os indivíduos agem e comportam-se em função de seus próprios interesses e bem-estar.

Com relação a classificação, a teoria positiva em contabilidade pode ser conhecida como: Teoria Descritiva (positiva) e Teoria Prescritiva (normativa). No Quadro 1 são apresentados os principais aspectos que distinguem, suas perspectivas e suas abordagens, segundo Kroenke, Söthe e Bezerra (2011, p. 88):

Quadro 1 – Principais aspectos entre as teorias – Positiva e Normativa

	<b>Quanto aos aspectos das teorias:</b>	<b>Quanto as perspectivas dos tomadores de decisão:</b>	<b>Quanto a abordagem:</b>
<b>Teoria Positiva (Descritiva)</b>	Descrever ou explicar as práticas adotadas identificadas através das análises de hipóteses ou comportamentos.	Analisar como agentes econômicos tomam suas decisões diante das informações contábeis divulgadas.	Discutir as práticas contábeis como deveriam ser de fato.
<b>Teoria Normativa (Prescritiva)</b>	Recomendar políticas contábeis ou indicar conceitos em contabilidade observando regras ou normas.	Analisa como as pessoas devem tomar decisões diante das normas contábeis.	As práticas contábeis são apresentadas ao mercado de uma forma ideal ao mercado

Fonte: O autor, 2019.

Segundo Dias Filho e Machado (2004), “explicar significa encontrar razões para determinada prática. Prever significa que a teoria prevê fenômenos contábeis que já existem, mas que ainda não foram observados pelos pesquisadores”. Desta maneira, Lopes e Martins (2005, p. 22), a teoria positiva encontra-se baseada em):

- (i) levantamento de hipóteses a respeito do comportamento dos agentes, ou da firma, frente a informação contábil, (ii) utilização de um referencial teórico para embasar as hipóteses utilizadas, (iii) testes das mesmas com dados empíricos, (iv) conclusões no sentido de aceitar ou refutar as hipóteses dentro da ideia geral de construção de uma teoria com poder explicativo e preditivo.



Na visão de Lopes e Martins (2005), muitas pesquisas de caráter positivo foram realizadas com o propósito de analisar o comportamento dos indivíduos e das empresas em contabilidade sob a perspectiva da teoria positiva.

É por intermédio desta sistemática que diversas questões em contabilidade passaram a ser examinadas com maior rigor científico, exemplificadas por citações de relevâncias e que vêm provocando a instrumentalização cada vez maior da metodologia de fornecimento de dados explicativos e na predição comportamental nos setores econômicos (DIAS FILHO; MACHADO, 2004).

## 1.2 Qualidade das informações contábeis

Segundo o Pronunciamento Conceitual Básico – CPC 00, o objetivo dos relatórios contábeis é o fornecimento de dados financeiros acerca da entidade responsável por sua elaboração (*reporting entity*) que sejam relevantes para as tomadas de decisões. Estas tomadas de decisão que podem estar relacionadas a comprar, vender ou manter investimentos vai depender dos retornos que os investidores almejam receber. Sendo assim, as expectativas dos investidores em geral giram em torno das perspectivas dos recebimentos de fluxos de caixa futuro.

Para Iudícibus (2000), o objetivo essencial básico da contabilidade “[...] pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para os usuários, de forma que propiciem decisões racionais”. Para tal finalidade, é necessário a emissão de relatórios contábeis úteis e confiáveis aos seus usuários (administradores, instituições financeiras, fisco e outros) auxiliando-os no processo de tomada de decisão.

Nesse sentido, Edwards e Bell (1964, p. 271) consideram que o principal objetivo a ser atingido pela contabilidade

[...] é fornecer informação útil para a avaliação das decisões empresariais passadas e dos métodos utilizados nestas decisões. A avaliação, no caso, possui duas faces: (1) avaliação pela gestão, como o objetivo de tomar as melhores decisões possíveis de ação em um futuro incerto; (2) avaliação da gestão ou, mais amplamente, do desempenho da empresa, por acionistas, credores (incluindo bancos), agências governamentais de regulação, e outros usuários externos interessados, de maneira que

possam também realizar melhores julgamentos com respeito às atividades da empresa.<sup>2</sup>

De acordo com esta ótica, é fundamental que as informações contábeis apresentem um viés fidedigno as normatizações vigentes e respeite práticas desempenhadas.

Um dos primeiros estudos a investigar a capacidade informativa contida nos demonstrativos contábeis teve como precursor Beaver (1968). A princípio, Beaver presumiu que as empresas alteravam suas expectativas de fluxo de caixa futuro a medida em que os anúncios dos lucros eram realizados. Isto provocava alterações nos preços das ações de acordo com as probabilidades de realização de ganhos e riscos observados no mercado.

Para Scarpin, Pinto e Boff (2007), o estudo realizado por Beaver não buscou prever os preços futuros das ações, mas tão somente evidenciar que a informação contábil detém valor informacional e que seus resultados são capazes de influenciar nas expectativas de retorno futuro e no volume de negociações realizadas naquele período do anúncio dos lucros das companhias.

A compreensão acerca do ambiente econômico ao qual a contabilidade está inserida é um aspecto importante a ser observado. Beaver (1968) foi específico ao chamar a atenção para o comportamento dos investimentos aos anúncios de lucros no mercado americano. Em sua análise, o autor verificou que os preços das ações sofrem impactos nas semanas próximas a data de anúncio dos lucros anuais. Isto corrobora para a relevância e na capacidade das informações contábeis em auxiliar os investidores na previsibilidade do mercado. A busca antecipada pela percepção do mercado faz com que a contabilidade se torne uma ferramenta capaz de auxiliar ao alcançadas metas operacionais (LOPES; MARTINS, 2005, p. 32).

Por outro lado, Theóphilo (1998) sustenta que as informações que são divulgadas ao mercado são significativas nos processos decisórios na medida em que elas são capazes de influenciar nas escolhas de seus usuários. Diante disso, as preocupações quanto ao aperfeiçoamento amplo das pesquisas científicas propiciando bases sustentáveis para geração de dados suportes são imprescindíveis.

Quanto as principais características das informações produzidas pela contabilidade, o *Financial Accounting Standards Board*. (FASB) (1980) declara que a geração de dados sujeitas a geração de benefícios e limitadas aos seus custos podem ser ainda classificadas

---

<sup>2</sup> O texto em língua estrangeira é: "(...) is to provide useful information for the evaluation of past business decisions and of the methods used in reaching those decisions. Evaluation, in turn, has two facets: (1) evaluation by management in order to make the best possible decisions for action in an uncertain future; (2) evaluation of management, or more broadly of the performance of the individual firm, by the stockholders, creditors (including banks), regulatory agencies of the Government, and other interested outsiders in order that they, too may make better judgment with respect to the activities of the firm".

comorelevantes e materiais. Essas características foram bem observadas através das pesquisas realizadas por Feltham e Ohlson (1995) e Ohlson (1995), onde foram extraídos e analisados dados de algumas demonstrações contábeis. É importante salientar que estas pesquisas se tornarem referências para estudos futuros relacionados a capacidade informacional da contabilidade bem como a contribuição consistente para a redução aos riscos de manipulação das informações contábeis.

Conceitualmente, a ideia a respeito de relevância está associada a capacidade de um determinado item em influenciar nas tomadas de decisões dos usuários tendo por base possíveis dados extraídos das demonstrações financeiras (MOTA; TAVARES, 2015, p. 94).

Em pesquisas que analisam as consequências causada com a divulgação das informações contábeis no valor das empresas, seja com base em variáveis financeiras ou de desempenho averiguou-se que o potencial informativo das variáveis ou índices contábeis impactam nos valores das companhias. Para Sloan (1996), Lopes (2001) e Barth, Beaver e Landsman (2001), estudos que seguem esta linha de análise são definidos como *value relevance*, uma vez que analisam a relação de determinadas variáveis ou índices extraídos através de dados contábeis.

Para Barth, Beaver e Landsman (2001), a proposição dos testes de *value relevance* é de ampliação a respeito da relevância e confiabilidade dos números contábeis que refletem no ambiente econômico. Isto significa dizer que *value relevance* não mais é que a operacionalização prática dos princípios da relevância e da confiabilidade.

Com relação ao conceito para o *value relevance*, muitas são as definições apresentadas na literatura. Para Francis e Schipper (1999), o conceito para o termo *value relevance* é definido como a capacidade de identificar e reter informações que impactam no preço das ações. Song, Thomas e Yi (2009) anunciam que no momento em que a informação contábil apresenta associação relevante com o preço das ações, esta é considerada *value relevance*. De acordo com Barth, Beaver e Landsman (2001) uma informação contábil é definida como *value relevance* quando está diretamente correlacionada ao valor de mercado de uma empresa.

Estudos empíricos que abordam a relevância das informações contábeis (*value relevance*) são reformulados usualmente considerando a teoria do mercado eficiente. Os estudos realizados por Sloan (1996), Lopes (2001) e Barth, Beaver e Landsman (2001) são exemplos de trabalhos que analisaram os impactos de variáveis financeiras e informações contábeis (*value relevance*) para o mercado financeiro após as suas divulgações.

### 1.3 A capacidade preditiva das informações contábeis

A partir do desenvolvimento da abordagem positiva da teoria da contabilidade, verificou-se uma crescente necessidade de teste empíricos a fim de que fosse possível a validação das práticas contábeis (TAKAMATSU; LAMOUNIER; COLAUTO, 2008, p. 46). Em consequência deste cenário, pesquisas empíricas se destacaram nos últimos anos, tendo por base informações extraídas dos demonstrativos contábeis.

O poder preditivo das informações contábeis está relacionado com o ato de prenúncio operacionais que futuramente são analisados através de evidências empíricas. De acordo com Beaver, Kennelly e Voss (1968), a capacidade preditiva das informações contábeis nada mais é que uma declaração a respeito da distribuição de probabilidades da variável dependente (evento a ser previsto) em função do valor da variável explicativa (a prenunciadora). Os parâmetros da capacidade de predição encontram-se estabelecidos nas ciências naturais e sociais como um recurso para a escolha entre hipóteses concorrentes.

Ball e Brown (1968) realizaram um estudo empírico expressivo com relação a capacidade informacional das informações contábeis. Estes autores encontraram, através da observação da relação entre os lucros anormais e os retornos anormais das ações negociadas na Bolsa de Nova York, indícios da relevância das demonstrações contábeis divulgadas ao mercado. Após a publicação deste trabalho surgiu-se a elaboração, por parte de outros autores, de uma série de pesquisas investigando a associação entre as informações contábeis e o preço das ações.

Assim como Finger (1994), Dechow et al (1998) analisaram a correlação entre lucros, fluxos de caixa e *accruals* para estabelecer o melhor mecanismo para prever fluxo de caixa futuro. De acordo com os resultados alcançados, os lucros correntes apresentaram uma melhor capacidade para prever fluxo de caixa operacional futuro do que o próprio fluxo de caixa operacional corrente. Sob esta perspectiva, Dechow et al (1998, p. 151) ainda relatam que “Os resultados indicam que lucros são consistentemente e incrementalmente úteis em prever o fluxo de caixa futuro em todos os horizontes. Fluxo de caixa exibe somente um modesto poder incremental de predição, e o sinal de sua relação estimada não é sempre positiva ou significativa”.

Contrário aos resultados apresentados no estudo de Dechow et al (1998), Barth et al (2001) utilizaram o papel dos *accruals*, do lucro e do fluxo de caixa operacional correntes na predição de fluxos de caixa futuro. Os resultados atingidos demonstraram que o fluxo de caixa

operacional corrente possui maior capacidade preditiva do que os *accruals* e o lucro. Em consequência disto, Barth et al (2001) propuseram uma análise secundária referente à capacidade preditiva do lucro corrente desagregado em vários componentes. Com base nisto Barth et al (2001) expõem que:

[...] vários estudos anteriores testam a capacidade relativa dos lucros agregados e fluxo de caixa para predizer fluxos de caixa futuros, mas não examinam como os componentes dos lucros afetam sua capacidade para predizer fluxos de caixa futuros.

No que se refere a eficácia das informações contábeis, Barth, Cram e Nelson (2001) salientam que é de interesse dos investidores participantes do mercado de capitais a identificação de investimentos capazes de gerar valor futuro para as companhias. Para tanto, se faz necessário informações sustentáveis auxiliadoras das tomadas de decisão, visto que as informações contábeis podem contribuir com prenúncio de lucratividade (capacidade preditiva).

De acordo com Macedo et al. (2011) as informações contábeis não só são capazes de gerar dados relevantes para auxiliar o usuário na avaliação dos efeitos de transações passadas, mas também um instrumento eficiente para a previsão de fluxos de caixa futuros. Complementando esta ideia, Malacrida (2009) afirma que um dado para ser relevante é necessário ser oportuno e apresentar valor preditivo.

Sob a ótica normativa, o Pronunciamento Conceitual Básico – CPC 00 destaca que as informações contábeis são consideradas relevantes quanto “A informação contábil-financeira é capaz de fazer diferença nas decisões se tiver valor preditivo, valor confirmatório ou ambos.” (CPC, 2010, p. 15). O CPC ainda complementa:

O valor preditivo e o valor confirmatório da informação contábil-financeira estão interrelacionados. A informação que tem valor preditivo muitas vezes também tem valor confirmatório. Por exemplo, a informação sobre receita para o ano corrente, a qual pode ser utilizada como base para predizer receitas para anos futuros, também pode ser comparada com predições de receita para o ano corrente que foram feitas nos anos anteriores. Os resultados dessas comparações podem auxiliar os usuários a corrigirem e a melhorarem os processos que foram utilizados para fazer tais predições. (CPC, 2010, p. 15).

O poder preditivo das informações contábeis está associado a capacidade de identificação de evidências empíricas de geração de caixa futuros.

Frente a importância dos demonstrativos contábeis e a geração de dados relevantes para o mercado financeiro o número de pesquisas interligadas ao tema tem aumentado consideravelmente. Tais pesquisas científicas contínuas têm buscado respostas e possíveis alternativas para as tomadas de decisão e as necessidades do mercado.

O Quadro 2 apresenta outros estudos pertinentes a capacidade preditiva das informações contábeis:

Quadro 2 – Estudos referentes a capacidade preditiva das informações contábeis

Autores	Objetivo das pesquisas
Ball e Brown (1968), Lev e Thiagarajan (1993), Fama e French (1996), Abarbanell e Bushee (1998), Ali e Hwang (2000), Bird, Gerlach e Hall (2001), Piotroski (2000), Mohanram (2005) e Lopes e Galdi (2007)	Analisaram a relevância da contabilização para o mercado de capitais e a utilização da contabilidade no intuito de verificar a relação entre indicadores contábeis e os retornos nas ações.
Murdoch e Krause (1989), Percy e Stockes (1992), Mceth (1993), Finger (1994), Supriyadi (1998), Dechow, Kothari e Watts (1998), Givoly, Hayn e Lehavy (2009)	Analisaram a capacidade preditiva do Lucro Líquido em relação ao fluxo de caixa operacional (FCO), do que o próprio fluxo de caixa operacional corrente.
Bejemâa, Toukabri e Jilani (2014), Barth, Cram e Nelson (2001), Malacrida e Yamamoto (2010), Dechow (1994), Barth, Beaver, Hand e Landsman (1999)	Analisaram a influência dos <i>ACCRUALS</i> , Lucros e o fluxo de caixa operacional corrente na predição de fluxo de caixa operacional futuro.

Fonte: O autor, 2019.

Lopes et al. (2005) ainda examinaram como objetivo secundário possíveis evidências que comprovassem a relevância das informações contábeis, tendo como pressuposto os impactos da divulgação dos resultados contábeis sobre os preços das ações no mercado acionário brasileiro. Através deste estudo, foi possível confirmar a relevância na capacidade informacional e a fonte sustentável contida nos resultados contábeis divulgado aos investidores.

#### **1.4 Fluxo de Caixa Operacional, EBITDA e *ACCRUALS***

Nesta seção serão apresentadas as abordagens conceituais sobre o Fluxo de Caixa Operacional, EBITDA e *ACCRUALS* sob a perspectiva de diversos autores. Serão apresentados ainda algumas pesquisas consideradas relevantes e de base sugestiva para novas pesquisas.

##### **1.4.1 Abordagem conceitual sobre o Fluxo de Caixa Operacional**

No Brasil, anteriormente a promulgação da Lei 11.638 de 2007, não existia obrigatoriedade de elaboração e publicação da DFC para as companhias brasileiras, com exceção das companhias de energia elétrica devido as exigências da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e as companhias integrantes do Novo Mercado, por exigência da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) (MARTINS et al., 2013). No entanto, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM e o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON) já havia apresentado recomendações para que a DFC fosse apresentada de forma complementar aos demonstrativos financeiros.

Segundo Martins et al. (2013), o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) com o propósito de estabelecer regras de elaboração e divulgação da DFC emitiu o Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa, aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Banco Central (BC) e pelo Conselho Monetário Nacional (CMN)<sup>3</sup>. Este pronunciamento foi constituído com as bases normativas internacional IAS 7 – *Statements of Cash Flows* emitida pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), que se assemelha à norma norte-americana do FAS 95 – *Statements of Cash Flows*, emitida pelo *Financial Accounting Standards Board* (FASB).

O principal objetivo da DFC é o fornecimento de dados relevantes a respeito das operações de pagamentos e recebimentos realizados durante um determinado período tempo, auxiliando aos seus usuários na compreensão da capacidade da entidade em gerar caixa ou equivalente de caixa, bem como na realização deste fluxo (MARTINS et al., 2013). Este demonstrativo, quando analisado em conjunto com outros demonstrativos financeiro, viabiliza o entendimento sobre a capacidade de geração futura de fluxo de caixa, a *performance* operacional da empresa e a elasticidade financeira das companhias.

A estrutura conceitual da DFC, de acordo com a Deliberação CVM nº 641 de 2010 estabelece que as informações acerca das variações dos fluxos de recebimentos e pagamentos de caixa devem estar divididas e classificadas conforme a proveniência de suas atividades (operacionais, investimento e financiamento).

No Quadro 3 - Definições por fluxos de atividades apresentadas na DFC, é possível visualizar a maneira como estes fluxos estão divididos:

---

<sup>3</sup> A deliberação que aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração dos Fluxos de Caixa foram: Deliberação CVM nº 641/2010 e as Resoluções 1.296/2010 do Banco Central e 3.604/2008 do Conselho Monetário Nacional.

Quadro 3 – Definições por fluxos de atividades apresentadas na DFC

Autores	Objetivo das pesquisas
Atividades Operacionais	Os fluxos de caixa advindos das atividades operacionais são basicamente derivados das principais atividades geradoras de receita da entidade. Portanto, eles geralmente resultam de transações e de outros eventos que entram na apuração do lucro líquido ou prejuízo.
Atividades de Investimentos	A divulgação em separado dos fluxos de caixa advindos das atividades de investimento é importante em função de tais fluxos de caixa representarem a extensão em que os dispêndios de recursos são feitos pela entidade com a finalidade de gerar lucros e fluxos de caixa no futuro. Somente desembolsos que resultam em ativo reconhecido nas demonstrações contábeis são passíveis de classificação como atividades de investimento.
Atividades de Financiamentos	A divulgação separada dos fluxos de caixa advindos das atividades de financiamento é importante por ser útil na predição de exigências de fluxos futuros de caixa por parte de fornecedores de capital à entidade.

Fonte: O autor, 2019

Dado a ênfase ao Fluxo de Caixa Operacional (FCO), Assaf Neto e Silva (2002, apud OLIVEIRA; ARAÚJO, 2006) explicam que este fluxo nada mais é que um resultado financeiro (no sentido literal de caixa) gerado pelos ativos identificados e associados à atividade da empresa.

Costa (2014) afirma que os fluxos de caixa provenientes das atividades operacionais são tidos como ótimos medidores das operações das companhias em termos de produção de saldo de caixa para a amortização de empréstimos, gerenciar a capacidade operacional, conduzir pagamentos de dividendos, juros sobre capital próprio e na realização de novos investimentos sem a abertura de novas fontes externas de financiamentos.

Para Martins et al. (2018), as atividades operacionais são “todas as atividades relacionadas com a produção e entrega de bens e serviços e os eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento. Normalmente, relacionam-se com as transações que aparecem na Demonstração de Resultado”.

O FCO, de acordo com o Pronunciamento Técnico CPC 03 – Demonstração do Fluxo de Caixa, publicado em 2010, estabelece em seu escopo que os prováveis fluxos de caixa decorres de recebimento ou pagamentos originários das atividades operacionais podem ser:a)



recebimentos de caixa pela venda de mercadorias e pela prestação de serviços; b) recebimentos de caixa decorrentes de royalties, honorários, comissões e outras receitas; c) pagamentos de caixa a fornecedores de mercadorias e serviços; d) pagamentos de caixa a empregados ou por conta de empregados; e) recebimentos e pagamentos de caixa por seguradora de prêmios e sinistros, anuidades e outros benefícios da apólice; f) pagamentos ou restituição de caixa de impostos sobre a renda, a menos que possam ser especificamente identificados com as atividades de financiamento ou de investimento; e g) recebimentos e pagamentos de caixa de contratos mantidos para negociação imediata ou disponíveis para venda futura.

No que diz respeito a maneira de identificação do FCO, Neves Júnior, Carmo e Pereira (2009) afirmam que este item é facilmente reconhecido como o primeiro grupo constante na DFC. Além disso, como este fluxo é resultado financeiro no sentido literal de caixa, é possível se calcular um índice de liquidez diferente daqueles alcançados através do Balanço Patrimonial.

De acordo com Neves Júnior, Carmo e Pereira (2009), o saldo de FCO pode ser alcançado pela Demonstração do Resultado, assim como ocorre com o indicador EBITDA ou LAJIDA. Contudo, esta última reconciliação reflete a geração bruta de caixa produzida pelas atividades operacionais, desconsiderando os pagamentos e recebimentos como é demonstrado na Demonstração de Fluxos de Caixa.

No Quadro 4 – Fluxo de caixa da atividade operacional é apresentado a conciliação do Lucro Líquido do período até o saldo de caixa gerado pelas atividades operacionais de uma companhia (MARTINS et al., 2018):

#### Quadro 4 - Fluxo de caixa da atividade operacional

##### **(=) Lucro líquido do período**

##### **Ajustes:**

(+/-) Resultados de eventos que podem ser caixa no futuro, como as alterações nos saldos de clientes ou contas a pagar do período.

(+) Depreciação, amortização de intangíveis

(+/-) Ganho ou perda na venda de imobilizado

##### **(=) Lucro ajustado**

(+) Recebimento de clientes, recebimento de juros, recebimento de dividendos, juros sobre o capital próprio ou qualquer recebimento que não se origine de transações definidas como atividades de financiamentos ou investimentos.

Continua

Continua

(-) Pagamento de fornecedores (mercadorias ou insumos), salários e contribuições, pagamentos aos governos federal, estadual e municipal, referente a impostos ou multas, pagamentos de juros, pagamentos para a produção ou aquisição de ativos destinados a aluguel e subseqüente venda (como no caso das compras de veículos destinados a aluguel e, na seqüência, venda).

---

**(=) Fluxo de caixa da atividade operacional.**

---

Fonte: O autor, 2019

Em termo de gestão de caixa, Moreira et al. (2014) afirmam que o FCO pode ser alcançado como “ a melhor métrica para se avaliar o caixa operacional de uma empresa, pois é mais completo por considera as variações do capital de giro e outras variações das contas de Balanço”. Em vista disso, o desempenho financeiro das empresas pode ser avaliado com eficácia a partir da utilização do FCO, desde que sejam considerados suas premissas e limitações (ZANOLLA; LIMA, 2011).

Subatnieks (2014) afirma que os ativos da empresa são usados para gerar FCO positivo (as entradas de caixa maiores do que as saídas de caixa), sendo dividido em duas partes. A primeira parte está relacionada aos pagamentos principais como o valor principal e juros aos seus credores, bem como dividendos dos seus acionistas. Este fluxo é apresentado na DFC como um fluxo de caixa negativo das atividades de financiamento. O restante do FCO, dependendo do valor, pode ser investido na manutenção de capital ou no aumento do tamanho dos ativos da empresa.

Bernstein (1993, apud SLOAN, 1996, p. 291) estabelece que:

O CFO (fluxo de caixa das operações) como uma medida de desempenho, está menos sujeito a distorção do que o valor do lucro líquido. Isso ocorre porque o sistema de acumulação, que produz o número da receita, depende de acréscimos, diferimentos, alocações e avaliações, que envolvem graus mais altos de subjetividade do que o que entra na determinação do CFO. É por isso que os analistas preferem relacionar o CFO ao lucro líquido declarado como uma verificação da qualidade dessa receita. Alguns analistas acreditam que quanto maior a relação entre o CFO e o lucro líquido, maior a qualidade dessa receita. Em outras palavras, uma empresa com um alto nível de lucro líquido e um fluxo de caixa baixo pode estar usando critérios de reconhecimento de receita ou de acumulação de despesas que sejam suspeitos.

Segundo os estudos realizados por Macedo et al. (2012) o FCO adquiriu capacidade informacional marginal relevante a partir da primeira fase do processo de harmonização às normas internacionais de contabilidade iniciado em 2008 no Brasil.

#### 1.4.2 Alguns estudos publicados sobre o Fluxo de Caixa Operacional

Muitos estudos foram realizados nesta área com o objetivo de compreender a eficácia informativa dos itens constantes no Fluxo de Caixa Operacional. Dentre estes estudos destacam Gentry, Newbold e Whitford (1990), Percy e Stokes (1992), Finger (1994), Dechow et al. (1998), Barth et al. (2001), Habib (2010), Malacrida et al. (2010), Al-Debi'e (2011), Bomfim, Macedo e Marques (2012), Waldron e Jordan (2010), Sayari e Mugan (2013) entre outros.

Os autores Gentry, Newbold e Whitford (1990) contribuíram para a literatura ao iniciar as pesquisas quanto a saúde financeira das companhias, tendo como análise os componentes dos fluxos de caixa. De acordo com os resultados, os autores afirmam que, se o fluxo de caixa operacionais de uma companhia aumenta, a saúde financeira e de créditos da empresa também aumenta, pois, estas companhias teriam menos probabilidade de precisar de empréstimos e impactos com juros financeiros. Por outro lado, se este mesmo fluxo de caixa diminui, será provável que esta companhia contraia empréstimos e gere despesas com juros financeiros.

Diante disso, na pesquisa realizada por Sayari e Mugan (2013), os autores analisaram e concluíram que os fluxos de caixa, a princípio, são examinados sob duas óticas: a primeira é que os componentes dos fluxos de caixa carregam informações a respeito da saúde financeira das companhias e a segunda é a significância do *value relevance* do fluxo de caixa operacional, investimentos e financiamento versus o *value relevance* dos lucros e *accruals*.

No estudo proposto por Braga (2001, p. 121) foi utilizado um modelo de análise de fluxo de caixa fundamentado em índices. De acordo com o autor, estes índices são segmentados em dois grupos: os índices de suficiência têm por aptidão “a adequação dos fluxos de caixa em saldar os compromissos da empresa” e os índices de eficiência que apontam a capacidade de “gerar fluxos de caixa em relação aos anos anteriores, bem como em relação a outras empresas do mesmo setor, ou em relação a outros setores”.

Finger (1994) analisou a capacidade do lucro de predizer, tanto no curto quanto no longo prazo, lucros e fluxos de caixa operacional futuros. Ela também analisou a capacidade do fluxo de caixa operacional, juntamente com o lucro, em predizer os fluxos de caixa operacional futuros. Como resultados, a autora concluiu que “fluxo de caixa é um melhor prenunciador de curto prazo de fluxos de caixa futuros do que os lucros, e ambos são aproximadamente equivalentes no longo prazo” (FINGER, 1994, p. 220).

Ainda segundo a autora, “a evidência indica que lucros ajudam a predizer lucros e fluxos de caixa futuros, mas não suportam a afirmação do FASB (1978) de que lucro é um melhor prenunciador do fluxo de caixa futuro do que o próprio fluxo de caixa”.

Dechow et al. (1998) analisaram a relação existente entre lucro, fluxo de caixa e *ACCRUALS*. Os resultados alcançados indicam que lucro corrente é um melhor prenunciador do fluxo de caixa operacional futuro do que o próprio fluxo de caixa operacional corrente. Nesse contexto, Dechow et al. (1998, p.151) relatam que:

Os resultados indicam que lucros são consistentemente e incrementalmente úteis em predizer o fluxo de caixa futuro em todos os horizontes. Fluxo de caixa exibe somente um modesto poder incremental de predição, e o sinal de sua relação estimada não é sempre positiva ou significativa.

Para Dechow et al. (1998, p.163), estes resultados ajudam a explicar por que lucros melhor do que fluxo de caixa operacional corrente tendem a ser usados em avaliações e em medidas de desempenho. Adicionalmente, os autores afirmam que “visto que a diferença entre lucros e fluxos de caixa são *ACCRUALS*, o poder de predição do lucro além do fluxo de caixa é atribuído aos *ACCRUALS*. ”

De acordo com Barth et al. (1999, p. 205):

O regime de competência está no coração do lucro e das demonstrações financeiras. A premissa básica do regime de competência é que lucro, o qual é fluxo de caixa operacional mais *ACCRUALS*, é o melhor indicador dos lucros futuros, dividendos e fluxo de caixa do que o fluxo de caixa corrente e passado.

No entanto, Barth et al. (2001) ao analisarem o papel dos *ACCRUALS*, do lucro e do fluxo de caixa correntes na predição dos fluxos de caixa futuros verificaram que o fluxo de caixa operacional corrente tem maior capacidade preditiva do fluxo de caixa operacional futuro do que o lucro. Em função desses resultados contraditórios, Barth et al. (2001) propuseram uma análise complementar, que se refere à capacidade preditiva do lucro corrente desagregado em vários componentes. A esse respeito, Barth et al. (2001, p. 28) explicam que “[...] vários estudos anteriores testam a capacidade relativa dos lucros agregados e fluxo de caixa para predizer fluxos de caixa futuros, mas não examinam como os componentes dos lucros afetam sua capacidade para predizer fluxos de caixa futuros”.

Assim, Barth et al. (2001) esclarecem que a não consideração dos *ACCRUALS* e suas respectivas relações com o fluxo de caixa futuro podem mascarar informações relevantes para estimar o fluxo de caixa futuro. Deste modo, os testes concluíram que:

[...] lucros desagregados em fluxo de caixa e *ACCRUALS* agregados aumentam significativamente a capacidade preditiva dos lucros agregados, mas que *ACCRUALS* desagregados em seus seis componentes promove um aumento significativo na capacidade preditiva. (BARTH; CRAM; NELSON, 2001, p. 29)

Porém, Habib (2010) comparou a relevância de uma série de indicadores contábeis de desempenho, entre os quais os fluxos de caixa operacional estavam incluídos em empresas do mercado australiano. Os resultados apontaram que as informações inseridas no FCO são menos relevantes para o período analisado.

Bomfim, Macedo e Marques (2012) buscaram estudar a relevância das informações contábeis sobre LL, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (EBITDA) e FCO para empresas do setor elétrico brasileiro no período de 2005 a 2007. Os resultados revelaram que FCO traz conteúdo informacional não contemplado pelo EBITDA.

#### 1.4.3 Abordagem conceitual sobre o EBITDA

O indicador EBITDA surgiu nos anos 60, mas somente a partir da década de 1980 que ele se tornou um importante medidor de desempenho de investimentos para as empresas (GREENBERG, 1998). Para alguns analistas este indicador proporciona a melhor compreensão sobre fatores eminentes de crises financeiras, a capacidade de cobertura de dívidas e geração de recursos.

Segundo Vasconcelos (2002), o EBITDA (*Earnings Before, Interest, Taxes, Depreciation e Amortization*) é um indicador econômico-financeiro criterioso utilizado pelos analistas para averiguar o potencial de geração de fluxo de caixa operacional, desconsiderando as despesas e receitas que não impactam o caixa. O EBITDA somente considera os resultados de natureza operacionais que influenciam nas disponibilidades das empresas.

No Brasil o EBITDA ficou conhecido como LAJIDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização) e os seus principais objetivos são demonstrar a capacidade produtiva e a eficiência de uma empresa, a partir das suas atividades operacionais (RIBEIRO et al., 2015). Como os seus objetivos são de obter informações estritamente operacionais, seu cálculo se inicia a partir do Lucro Operacional, seguindo com o expurgo das despesas e receitas para que assim o indicador tenha a máxima aproximação com o fluxo de caixa operacional.

Por outro lado, apesar do EBITDA ser considerado um indicador econômico de extrema

importância, ele apresenta limitações e, por isso, como em toda análise fundamentalista, ele não deve ser usado como uma única opção de validação (COELHO, 2004). Ter entendimento a respeito do poder informativo que ele apresenta é o primeiro passo para a compreensão sobre do potencial de geração de caixa de uma empresa.

Para Coelho (2004), o EBITDA “é um ótimo indicador econômico-financeiro, servindo como um parâmetro para a leitura do potencial de desempenho de um negócio e da geração de FCO da companhia, mas não é suficiente por si só para a tomada de decisões”. O seu principal mérito está relacionado com a sua aproximação com o caixa operacional gerado pelas empresas a partir da demonstração do resultado.

Ainda com relação ao conceito do indicador EBITDA, Soares (2012) complementa afirmando:

[...] um indicador econômico-financeiro largamente usado por analistas e investidores para análise do desempenho de empresas (principalmente empresas de capital aberto e com valores mobiliários em negociação em mercado), nomeadamente pela capacidade, que lhe é atribuída, de medir o desempenho operacional da empresa, ou seja, de medir a eficiência e a produtividade do negócio da empresa, sendo também vulgarmente chamado de “*Cash-Flow Operacional*”.

Através das análises geradas por este indicador é possível apontar a geração recursos oriundos das atividades operacionais como mecanismo principal para a empresa remunerar as fontes de financiamento (externas e internas) e honrar os seus compromissos.

No Quadro 5 são apresentadas as possíveis adições e exclusões feitas ao lucro operacional para a formação do EBITDA:

Quadro 5 – Estrutura do indicador EBITDA

<b>Estrutura</b>	<b>Motivos para as adições ou exclusões feitas no Lucros Operacional</b>
Lucro Operacional	Resultado gerado exclusivamente pela operação da empresa.
Adição de Imposto de Renda e Contribuição Social	As exclusões do cômputo ocorrem geralmente devido a ação influenciadora por outros itens não operacionais (COELHO, 2004).
Adição ou exclusão das despesas e receitas Operacionais	De uma maneira genérica, pode-se afirmar que as receitas provenientes das aplicações no mercado financeiro são inerentes ao gerenciamento de investimentos, não relativo, portanto, a decisões operacionais da empresa. Da mesma maneira, as decisões que acarretam em juros “são um custo de recursos, e refletem uma escolha de financiamento” (COELHO, 2004).
Resultado EBIT	Entende-se como o lucro que a empresa obteve proveniente das decisões operacionais da organização (COELHO, 2004)
Adição das despesas com depreciação e amortização	Não representam desembolso por já terem produzido efeito caixa no passado. (COELHO, 2004).
EBITDA	

Fonte: COELHO, 2004

A importância na utilização do EBITDA devido ao seu fornecimento de dados analíticos comparativos em auxiliar os investidores na compreensão dos efeitos de aspectos operacionais sobre o negócio nas empresas reforçou a motivação para padronização de seu cálculo (FREZATTI; AGUIAR, 2007).

Segundo Maragno, Borba e Fey (2014), a padronização e o estabelecimento de critérios para o cálculo do EBITDA proporcionaram o favorecimento a análise e a comparabilidade e possibilitam ao investidor a compreensão dos efeitos de aspectos operacionais sobre a vida financeira do negócio.

Entretanto, o índice EBITDA apesar de ser um facilitador de análises para os gestores e administradores, ele ainda é um indicador que causa polêmica (SOARES, 2012). Existem defensores que apontam exclusivamente suas vantagens e alguns críticos que ressaltam somente as suas limitações e fragilidades em sua aplicação.

No artigo publicado por Fernández (2002), intitulado *Valuation Multiples*, salientou-se que o segundo método mais empregado para valorar companhias por meio de múltiplos é EV/EBITDA (*Enterprise Value to EBITDA*). Segundo os resultados deste estudo, este método conseguiu desbancar até mesmo o método de fluxo de caixa descontado.

Com relação aos argumentos positivistas relacionados ao indicador EBITDA, Soares (2012) e Ritta et al. (2017) defendem que este índice possibilita:

- Viabiliza o processo de determinação de fluxos de caixa futuros;
- Desconsidera os efeitos financeiros que podem distorcer o resultado;
- Assessoria nas decisões políticas gerenciais;
- Evidencia o nível de cobertura das despesas financeiras para liquidação dos credores;
- Pode ser utilizado como avaliador de performance financeiro entre empresas;
- Mede e evidencia a viabilidade dos negócios, através da análise da eficiência operacional;
- Eficiente medidor de percentual de vendas para identificar as empresas mais eficazes dentro de determinados segmentos de mercado;
- Viabiliza a compreensão a respeito das tendências dos lucros nas indústrias pesadas (ex.: siderurgia e automóvel) e até as de alta tecnologia, devido a remoção da análise dos impactos dos financiamentos dos investimentos de capital;
- A variação do percentual do EBITDA entre exercícios demonstra aos investidores se houve aumento ou diminuição na eficiência e na produtividade;
- Excelente ferramenta de medição em empresas que utilizam intensivamente equipamentos pesados (mínimo de vinte anos);
- Podem substituir análises que se baseiam na relação lucro/preço;
- Medida aplicável em empresas que operam no seu início com prejuízo; e
- Medida de valor disponível.

Dentro das perspectivas a respeito dos pontos fracos do EBITDA, Soares (2012) e Ritta et al. (2017) afirmam que:

- Menor utilização do EBITDA quando este não estiver associado a outros indicadores financeiros;
- Não aplicável para instituições financeiras, uma vez que são desconsideradas as despesas financeiras;
- Este indicador despreza as variações do capital de giro;
- Desconsidera as necessidades de reinvestimentos em bens operacionais;
- Pode passar uma falsa compreensão sobre a efetiva liquidez do negócio.
- Por desconsiderar as despesas financeiras, pode não refletir a real situação econômico-financeira das empresas
- Não é considerado um bom indicador de liquidez, uma vez que desconsidera alguns elementos, como por exemplo o fluxo de caixa e as necessidades de fundo de manuseio;
- Por não considerar as necessidades de reinvestimento, o EBITDA evidencia um montante de geração de caixa, que não deve ser considerado disponível, nomeadamente em empresas com ativos de vida curta, pois, nesses casos, as necessidades de reinvestimento são significativas;
- O EBITDA pode ser um indicador ineficaz para avaliação de processos de aquisição de empresas, devido a inexistência de informações específicas essenciais para suportar uma decisão;
- O EBITDA não é um denominador comum nas convenções contábeis internacionais, o que o torna incompatíveis em determinados países;
- O EBITDA pode ser facilmente manipulável em função de políticas agressivas relacionadas ao reconhecimento de rendimentos e, eventualmente, desviar-se da realidade;

Em termos de usabilidade, o EBITDA trouxe uma superioridade prática em relação aos FCO devido a facilidade de cálculo e a sua aproximação com caixa operacional da empresa. No entanto, Moreira et al. (2014) afirmam que os FCO são indicadores mais apropriados para se avaliar a geração de caixa operacional de uma empresa uma vez que são considerados em seu cômputo as oscilações geradas no capital de giro e nas variações das contas patrimoniais. Em complemento aos fatos, Zanolla e Lima (2011) destacam que os FCO na sua maioria, são usados para avaliar a eficácia e o desempenho financeiro das empresas, contanto que suas premissas e limitações sejam conhecidas.

#### 1.4.4 Alguns estudos publicados sobre o EBITDA

Muitos são os estudos nos mais diversos enfoques relevantes publicados sobre o indicador EBITDA. Dentre as pesquisas realizadas, destacam-se: Stumpp et al. (2000), Salotti Yamamoto (2005), Neve Júnior e Batista (2005), Alcade (2010), Ritta et al. (2017), Jacek (2017) e Varriest, Bouwens e De Kok (2018) analisaram a capacidade informativa e a previsibilidade de fluxo de caixa; Malvessi (2006) investigou a utilização deste indicativo como instrumento de gestão financeira de caixa; Frezatti e Aguiar (2007), Vicente et al. (2007), Bomfim, Macedo e Marques (2012) exploraram o potencial, pontos fortes e fracos e as



limitações do EBITDA enquanto indicador financeiro de longo prazo e Maragno, Borba e Fey (2014), Moreira et al. (2014), Garcia e Mette (2015), Macedo et al. (2016). Cormier, Magna e Demaria (1998) investigaram o EBITDA como Metodologia de cálculo e a diferença entre fluxo de caixa e EBITDA

Devido ao crescente aumento na utilização do EBITDA ao longo da história, sugeriram estudos detalhados e aprofundados interpelando sobre a eficácia deste indicativo. Contrários a esta ideia, Stumpp et al. (2000), fizeram críticas ao EBITDA, principalmente no que se refere à utilização enquanto sinônimo de fluxo de caixa operacional. Segundo os autores, o EBITDA ignora as variações do capital circulante líquido.

Na pesquisa realizada por Frezatti e Aguiar (2007), os autores analisaram o uso do EBITDA objetivando a compreensão sobre o potencial e as limitações deste indicador financeiro quando utilizado de maneira única e priorizada em períodos de longo prazo. Como metodologia, foram extraídas as demonstrações financeiras entre os períodos de 2003 e 2004, de três grandes empresas brasileiras de telefonia. Os resultados conclusivos desta pesquisa demonstraram que, o EBITDA quando analisado por segmentos econômicos, apresentam um poder de distorção sob a visão dos gestores internos e também proporcionam um desvio no direcionamento das ações para focos diferentes daqueles propostos pela empresa. Ademais, com intuito de incentivar as futuras pesquisas a respeito do EBITDA, os autores sugeriram a continuidade das análises mais acuradas em conjunto com outros indicadores.

Já na pesquisa realizada por Vicente et al. (2007) investigou-se os pontos fortes e fracos e as prováveis críticas às medidas de desempenho financeiro nos indicadores EBITDA e o FCO utilizados pelas empresas. Para atingir os objetivos propostos, buscou-se referências teóricas capazes de fornecer bases adequadas para comparações entre as simulações de comparações elaboradas. Segundo os autores, ambos os indicadores apresentam relevância como instrumento de medição financeira e evidenciaram a capacidade de geração de fluxo de caixa com diferenças temporais. Contudo, os autores sugerem em complemento a esta pesquisa a análise do EBITDA para a geração de caixa livre originários das operações e a compreensão sobre a maneira como o saldo de FC é alterado de um exercício para o outro. Para tanto, faz-se necessário à alteração do cálculo do EBITDA a fim de que se possa identificar a geração de caixa operacional e os prováveis impactos dos eventos operacionais decorrente da alteração dos saldos de caixa.

Alcalde (2010) explorou se as controvérsias existentes no meio empresarial e o ambiente acadêmico objetivando a compreensão a respeito dos comportamentos dos EBITDA's em empresas de um mesmo segmento e de setores diferentes ao longo do tempo. Foram utilizados dados durante o período de 2003 a 2007 de 500 empresas, tendo como instrumento de análise

a *Hierarchical Linear Modeling* (Modelagem Hierárquica Linear). Os resultados alcançados nesta pesquisa demonstraram a existência de uma variabilidade significativa do EBITDA entre empresas de um mesmo segmento e, entre empresas de setores distintos, ela se torna menor ao longo do tempo.

Os impactos informativos causados pelas mudanças contábeis nas empresas brasileiras do setor elétrico, tendo como ferramentas o Lucro Líquido, o EBITDA e o Fluxo de Caixa Operacional foram analisados por Bomfim, Macedo e Marques (2012). Esta pesquisa examinou os dados de 55 companhias extraídas da *Evaluate Energy*, utilizando como técnicas de tratamento e análise quantitativos *ocross-section*. Os resultados demonstram uma certa relevância nas informações produzidas a medida em que são considerados item a item nas análises e levando em consideração o PL (Patrimônio Líquido). Para os autores “o EBITDA não só apresenta informação relevante para o mercado de capitais, mas como também o FCO traz consigo conteúdo informacional não contemplado pelo EBITDA” (SILVA; MACEDO; MARQUES, 2012, p. 7). De posse destes resultados, os autores estabeleceram como sugestão para futuras pesquisas um novo estudo ampliando o período de observação e considerando as mesmas ferramentas de análise.

As análises realizadas por Garcia e Mette (2015) testaram a capacidade do indicador EBITDA em retratar satisfatoriamente a geração de caixa operacional das empresas. Este indicador foi calculado de acordo com os critérios estabelecidos pela Instrução Normativa CVM nº 527/2012, tendo por base os dados contidos nos demonstrativos financeiros publicados pelas empresas pesquisadas. Para a obtenção do caixa operacional foram consultados os valores divulgados no Fluxo de Caixa das companhias. Mediante os resultados alcançados, concluiu-se que o EBITDA e FCO evidenciam correlação significativa, no entanto o primeiro não pode ser considerado superior ao segundo, devido a significância entre as variáveis apresentadas.

Adicionalmente às pesquisas, Macedo et al. (2016), analisaram a relevância do EBITDA sob a perspectiva do *value relevance* e compararam a importância da divulgação de um indicador de caráter obrigatório (FCO) e um outro não obrigatório tendo como base as normas contábeis brasileiras (*nongaap information*). Os resultados conclusivos apresentados pelos autores afirmaram que:

[...] o EBITDA pode realmente representar uma proxy adequada do FCO, visto que os dois possuem correlação. Além disso, observou-se que o EBITDA apresenta maior poder de explicação do comportamento do preço das ações do que o FCO, apesar de ambos se mostrarem significativos. Por fim, os resultados mostram que o FCO só se mostra como conteúdo informacional marginal relevante após a primeira fase do processo de convergência às normas internacionais de contabilidade, iniciado no Brasil no exercício de 2008, que torna obrigatória a publicação da DFC, onde se

encontra a informação de FCO, enquanto o EBITDA aparece sempre como uma informação relevante.

A pesquisa realizada por Macedo et al. (2016) contribuíram para o arcabouço das pesquisas a respeito do EBITDA, mas ao mesmo tempo afirmaram sobre a necessidade de aprofundamento matemática baseadas em questões que estejam mais inseridas no contexto normativo contábil internacional e a ampliação das análises comparativas entre EBITDA e o FCO.

Em nível internacional, Cormier, Magna e Demaria (1998) investigaram se a divulgação formal do EBITDA produz uma redução das informações assimetrias entre gerentes e investidores. Avaliou-se ainda se a divulgação do EBITDA produz aumento no *value relevance* e na capacidade preditiva dos lucros. Os resultados demonstraram que o EBITDA apresenta relação de aumento positiva entre os resultados, precificação de ações e na elaboração de fluxos de caixa futuros. Além do mais, o EBITDA ajuda aos participantes do mercado a avaliar os lucros produzidos e os níveis de governança corporativa destas empresas.

Mais recentemente, Ritta et al. (2017) investigaram a relação existente ente o EBITDA e o retorno das ações de empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, por intermédio da aplicação do Teste de Causalidade de Granger<sup>4</sup>. Os resultados não atingiram uma conclusão definitiva sobre a provável influência deste indicador, devido ao equilíbrio entre os resultados produzidos pelo teste econométrico. No entanto, apesar de não identificar um resultado mais preciso, este estudo contribuiu para o arcabouço literário, uma vez que identificou a associação circunstancial em um pequeno percentual de empresas, e ratificou a importância dos dados contábeis para o mercado de capitais.

Em um outro estudo, analisou se até que ponto os indicadores EBITDA e o FC são úteis para prever possíveis falência ou falha corporativa nas empresas no mercado polonês (JACEK, 2017). A pesquisa confirmou a utilidade dos índices como indicadores de previsão de falência, mas as análises não identificaram nenhum tipo de supremacia entre eles para previsão de dificuldades financeiras. Assim, os resultados obtidos são relevantes para os usuários das demonstrações contábeis porque constituem outras evidências de que os números financeiros preparados, seguindo o regime de competência, não são inequivocamente inferiores aos fluxos de caixa na análise de risco de crédito.

---

<sup>4</sup> De acordo com Carneiro (1997), “o teste de causalidade que ficou mais popularizado na literatura deve-se ao econometrista Clive Granger e assume que o futuro não pode causar o passado nem o presente. Por exemplo, se o evento A ocorre depois do evento B, sabemos que A não pode causar B. Ao mesmo tempo, se A ocorre antes que B, isso não significa que A, necessariamente, cause B”.

Varriest, Bouwens e De Kok (2018) avaliaram o EBITDA como uma medida de desempenho financeiro na investigação do uso de relatórios financeiros. Embora o EBITDA supostamente forneça um reflexo preciso das operações e dos resumos de como os ativos são financiados, argumentam-se que o lucro operacional (líquido) já forneça essas informações sem a necessidade de fazer ajustes subjetivos. Além do mais, algumas evidências sugerem que este indicador trace uma imagem otimista da lucratividade e capacidade de geração de caixa da empresa. Nas análises transversais realizadas nesta pesquisa, constatou-se que, de acordo com as hipóteses sugeridas, as empresas que reportam EBITDA são menores, mais alavancadas, mais intensivas em capital, menos lucrativas e têm ciclos operacionais mais longos do que em companhias que não divulgam EBITDA. Testes adicionais ressaltam ainda a natureza oportunista das divulgações de EBITDA, pois estas características empresariais estão mais fortemente associadas à divulgação de medidas de EBITDA ajustado e mais fracas associadas à divulgação de EBITA e EBIT.

#### 1.4.5 Abordagem conceitual sobre os ACCRUALS e seus componentes

A expressão *ACCRUALS*, de acordo com o dicionário *Cambridge Business English Dictionary* (2011, p. 8), representam uma metodologia usada em contabilidade na qual os valores são registrados em um período, relativos a compras ou vendas, independentemente da sua realização<sup>5</sup>. Segundo as terminologias mais recentes, existem duas perspectivas para a conceituação dos *ACCRUALS*: a primeira está relacionada intrinsecamente aos acréscimos contábeis, enquanto que a segunda se refere ao conceito de reservas passíveis de observações numa reconciliação mais lógica (SILVA, 2010, p. 25).

De uma maneira análoga, os *ACCRUALS* ainda podem ser conceituados como elementos que causam incrementos informativos advindos das práticas contábeis (regime de competência), desconsiderando o efeito caixa daquele período (CHENG; LIU; SCHAEFER, 1996). É através do regime de competência que todas as receitas e despesas são reconhecidas quando dos respectivos fatos geradores, independentemente de terem sido recebidos ou pagos.

---

<sup>5</sup> O texto original conforme o *Cambridge Business English Dictionary* é: a method used in accounting in which amounts of Money are recorded at the time something is bought or sold, although payments may not yet have been made or received.

Por um outro lado, Oliveira et al. (2012) afirmam que os *ACCRUALS* nada mais são que a diferença entre o resultado reconhecido pelas empresas e os fluxos de caixa realizados durante àquele período. Esta diferença unicamente ocorre graças a singularidade oriunda do regime de competência, onde os *ACCRUALS* são identificados em virtude do *timing* entre os registros das despesas e receitas e suas respectivas realizações.

Lustosa e Santos (2007) sustentam em sua pesquisa que:

A palavra *accrual* costuma ser utilizada na língua inglesa para designar o modelo de contabilidade pelo regime de competência (*accrual-basis accounting*) em oposição à contabilidade pelo regime de caixa (*cash-basis accounting*). Essa palavra deriva do verbo *to accrue*, que significa agrupar ou juntar coisas. Portanto, mesmo na língua inglesa, o uso da palavra *accrual* em contabilidade parece ter um significado ligeiramente diferente da palavra raiz da qual ela deriva. Em substância, *accrual* deveria relacionar-se a todas as alocações de receitas e despesas feitas ao lucro, em momentos defasados do efeito no caixa. Não contemplaria, nesse sentido, os recebimentos e pagamentos associados a receitas e despesas antes reconhecidas. Na prática, contudo, *accrual* tem sido utilizada em um sentido ligeiramente diferente, designando as diferenças entre o lucro e o Fluxo de Caixa das Operações de um mesmo período.

Ainda acerca da compreensão a respeito dos *ACCRUALS*, Barth et al. (2001) explicam em seus estudos que por meio de conciliação do fluxo de caixa operacional (*operation cash flow*) para o resultado (*earnings*), como por exemplo a variação ocorridas no contas a receber, é possível a identificação dos *ACCRUALS*. Assim sendo, constata-se que os valores que compõem os *ACCRUALS* já se encontram registrados no resultado das empresas, mas que por questões temporais ainda não foram realizadas (*cash receipt or cash outflow*) (MARTINEZ, 2008, p. 8).

Um outro ponto a ser considerado com relação aos *accrual* é a discricionariedade inculcadas e manipuláveis das informações e os impactam que eles podem causar nas informações contábeis e na avaliação das empresas para o mercado. Esta facilidade possibilita a muitas empresas a utilizar subterfúgios para o manuseio de suas informações contábeis, alterando seus resultados de acordo com seus interesses e ambições” (OLIVEIRA et al., 2012)

Com a discricionariedade apresentada pelos *ACCRUALS*, surge a preocupação com a formação dos lucros contábeis divulgados pelas empresas. Isto porque, como já mencionado anteriormente, os *ACCRUALS* são valores que já foram registrados no lucro e, a discricionariedade sobre a contabilidade afetam o resultado e conseqüentemente impactam na expectativa do mercado (ALMEIDA; SOUSA; RODRIGUES, 2009). Possíveis mudanças metodológicas nas operações que se relacionam com a composição dos *ACCRUALS* demonstram com clareza tais fatos.

Segundo Meirelles (1964, p. 128) a discricionariedade está intimamente correlacionada com o livre poder de escolha pela administração das melhores oportunidade e conveniência de realização de políticas e a proteção de alguns interesses.

Para tanto, os componentes discricionários (e não discricionários), referem se às perspectivas de escolha por um determinado procedimento contábil, quando existir uma ou mais possibilidades igualmente aceitas (COLAUTO; BEUREN, 2007). Em consequência disso, o poder discricionário específico e próprio do processo contábil, tem ocasionado discussões relevantes diante das práticas de gerenciamento de resultados.

Contudo, para Martinez (2008) não existe nada de errado no registro de *ACCRUALS*, pois seu objetivo é mensurar o lucro no sentido econômico, representando acréscimos efetivos na riqueza patrimonial independentemente da movimentação financeira. A preocupação existente deve estar unicamente associada a maneira discricionária que os gestores possuem para manipular os *ACCRUALS* com o intuito de manipulação do resultado.

Para Costa, Teixeira e Nossa (2002) os conceitos relacionados aos itens discricionários e não discricionários que integramos *ACCRUALS* aparecem na literatura contábil relacionados à possibilidade de fazer escolhas sobre algum evento contábil, quando houver a existência de mais de uma opção igualmente aceitável. A diferença mais plausível entre eles é que enquanto os componentes discricionários estão atrelados as alterações determinadas pelos gestores objetivando a melhoria dos resultados, os componentes não discricionários referem-se às adequações contábeis em melhoria do potencial informativo dos resultados divulgados (ALONSO; PALENSUELA; ITURRIAGA, 2002).

Os *ACCRUALS* discricionários e não discricionários, segundo Mertinez (2008) conceituam-se ainda como:

- a. *ACCRUALS* discricionários – São utilizados para o gerenciamento do lucro (estimam-se representa um desafio para as pesquisas acadêmicas). Estes permitem um certo grau de liberdade por parte dos administradores na escolha dos métodos contábeis e das práticas de evidenciação, ademais, vinculam-se aos tratamentos adotados pelos gerentes que visam benefício próprio; e
- b. *ACCRUALS* não discricionários – São resultantes de lançamentos contábeis padrões, fixando todos os requisitos, limitando a administração a qualquer manipulação de outras escolhas contábeis.

Em linhas gerais, alguns indícios demonstram que os componentes discricionários dos *ACCRUALS* vêm sendo avaliados positivamente pelo mercado, enquanto que os componentes não discricionários (componentes obrigatórios) negativamente. (LOPES; MARTINS, 2005). Estes resultados ratificam, de uma maneira interessante, a importância do mecanismo

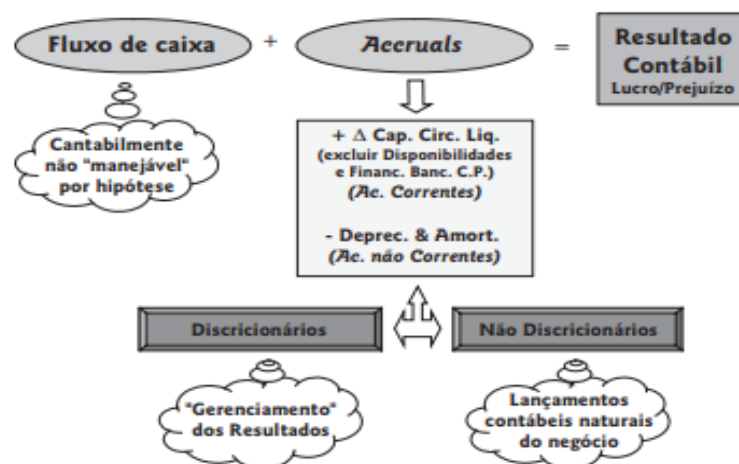
discricionário, uma vez que estes são as principais formas de difusão de informações ao mercado.

A tese de doutorado apresentada por Edson Paulo (PAULO, 2007), foi analisado o comportamento dos *ACCRUALS* e a estimação dos *ACCRUALS* discricionários, tendo por base a utilização de modelos analítico-empíricos e um outro modelo para detecção de gerenciamento de resultados que considera os incentivos simultâneos e os custos associados às práticas oportunistas. Os resultados alcançados sob a ótica gerencial, demonstraram que, em certo modelos, os *ACCRUALS* apresentam baixo poder preditivo e pode ser significativamente afetado pelo ambiente econômico. Outrossim, os resultados sustentam que, para o modelo utilizado nesta pesquisa, os *ACCRUALS* discricionários apresentam um maior poder explicativo para o comportamento dos *ACCRUALS* em todos os ambientes econômicos analisados.

Martinez (2001) faz um alerta com relação ao “contexto de assimetria de informações, há o inevitável risco de que os resultados reportados pela gestão não sejam efetivamente apresentados nos moldes esperados pelos usuários da informação contábil”. Esta perspectiva está associada ao fato de que alguns administradores podem manipular as informações contábeis divulgadas segundo seus julgamentos sobre as escolhas contábeis, ocasionando o reconhecimento dos *ACCRUALS*.

A Figura 1 esboça um diagrama conceitual a respeito dos *ACCRUALS* e a distinção entre seus componentes discricionários e não discricionários:

Figura 1 - Diagrama ilustrativo dos conceitos



Fonte: Martinez, 2008

Nas últimas décadas, muitas pesquisas foram realizadas diante do surgimento de evidências relacionadas a importância dos *ACCRUALS* enquanto um indicador de qualidade

dos lucros e avaliação patrimonial (CHAN et al., 2006). Alguns achados demonstram sob alguns aspectos que, os *ACCRUALS* quando acumulados, podem indicar ganhos (lucros líquidos) relativamente superiores aos resultados efetivamente gerados pelos fluxos de caixa operacional das empresas. Estes ganhos não efetivos surgem por causa de princípios contábeis que determinam o momento de reconhecimento das receitas, despesas e custos (princípio do reconhecimento das receitas e despesas).

#### 1.4.6 Alguns estudos publicados sobre os *ACCRUALS*

Diversos foram as pesquisas que tratam dos *ACCRUALS* como um recurso para análise da saúde financeira, previsibilidade de fluxo de caixa e capacidade de pagamento de dividendos. Dentre estas pesquisas destacam-se os seguintes autores: Dechow (1994), Barth, Beaver e Landsman (1999), Givoly e Hayn (2000), Martinez (2001), Bartov et al (2001), Dechow e Dichev (2002), Lopes e Tukamoto (2007), Colauto e Beuren (2007), Cardoso et al. (2006), Habib (2008), Malacrida e Yamamoto (2010), Almeida, Souza e Rodrigues (2009), Toigo, Chiarello e Klann (2014), Santiago et al. (2018) entre outros.

Os estudos realizados por Dechow (1994) e Bartov et al (2001) investigaram qual a influência dos *ACCRUALS* na significância do fluxo de caixa operacional e no lucro líquido para prever o retorno de ações. O objetivo principal desta linha de pesquisa foi a compreensão da relação temporal entre lucros, *ACCRUALS*, fluxo de caixa operacional e a *performance* das companhias. De acordo com os resultados alcançados nestes estudos, os lucros melhoram os fluxos de caixa quando a magnitude dos *ACCRUALS* aumenta, propondo que o lucro possui maior volatilidade nas atividades operacionais, de investimentos e financiamentos. Conclui-se ainda que uma vez que estes resultados sejam alcançáveis, espera-se que os *ACCRUALS* moderem as questões de confrontação e oportunidade presentes nos fluxos de caixa.

Segundo a pesquisa elaborada por Barth, Beaver e Landsman (1999), foram encontrados um diferencial na capacidade dos componentes dos *ACCRUALS* e fluxo de caixa na persistência dos componentes e a previsibilidade de lucros anormais futuros. A metodologia adotada para esta pesquisa foi baseada nos testes realizados por Ohlson (1995), que sugere que a relevância do valor dos componentes do lucro depende de sua capacidade de prever lucros futuros incrementais aos ganhos anormais e a persistência de seus componentes. Baseados nos resultados encontrados os autores sugerem que: (i) os *ACCRUALS* e os fluxos de caixa



auxiliam na previsão de lucros anormais futuros incrementais aos lucros anormais e ao valor patrimonial; (ii) os *ACCRUALS* e os fluxos de caixa fornecem poder explicativo para o valor de mercado das ações, incremental ao valor contábil do patrimônio líquido e aos lucros anormais; (iii) a existência de evidências de que os coeficientes de avaliação dos *ACCRUALS* e fluxo de caixa são consistentes com o modelo de Ohlson.

Dentro das referências nacionais, foram identificados poucos estudos a respeito dos *ACCRUALS* como instrumento influenciador de preço de ações e facilitador de pagamento de dividendos futuros. Boa parte das pesquisas identificadas sobre esta temática estão relacionadas ao gerenciamento de resultados (*earnings management* ou manipulação contábil) no mercado de capitais (Martinez (2001), Cardoso et al. (2006), Lopes e Tukamoto (2007)).

Colauto e Beuren publicaram dois trabalhos relevantes no ano de 2006 a respeito dos *ACCRUALS*. No primeiro estudo teve como estudo de caso a empresa Parmalat Brasil e que teve como objetivo identificar os principais elementos e valores que compõem os *ACCRUALS*, tendo como base a sintaxe do lucro contábil em uma empresa, ajustando o resultado contábil pelos valores dos componentes discricionários e não discricionários dos *ACCRUALS*. Os autores concluíram através desta pesquisa que, mesmo em empresas que apresentem uma série de prejuízos, após os ajustes dos *ACCRUALS*, estes valores (prejuízos) são convertidos em significativos lucros. Esta pesquisa ainda contribuiu para a compreensão da latitude entre os princípios contábeis, que em alguns casos, podem ser usados como alternativas para manipulação dos resultados das empresas.

O segundo trabalho publicado por Colauto e Beuren (2007) analisou a influência dos *ACCRUALS* oriundos da depreciação, na correlação entre lucro contábil e a variação do capital circulante líquido. O estudo foi descritivo e utilizou uma abordagem lógica dedutiva. Os resultados alcançados demonstraram a existência de baixa correlação negativa, quando a depreciação é reduzida do lucro contábil e também uma baixa correlação positiva na reintegração da depreciação ao resultado residual. Os resultados ainda colaboraram para demonstrar que o desconhecimento do processo contábil pode induzir a tomada de decisão, quando se considera o lucro contábil como medida para determinar a eficiência empresarial.

Os autores Almeida, Souza e Rodrigues (2009) investigaram a relação entre os componentes do lucro, dos *ACCRUALS* e do fluxo de caixa das companhias com capital aberto listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (antiga Bovespa)<sup>6</sup> entre os anos de 2000 a 2006. O índice admitido nesta análise foi o *Market-to-book*, uma vez que esta medida de oportunidade

---

<sup>6</sup> Em 8 de maio de 2008 surgiu a BM&FBOVESP nascida da fusão entre a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) e a Bolsa de Mercadorias e Futuros (B3).

de crescimento é capaz de identificar a expectativa do mercado. De acordo com os resultados apresentados, tanto os *ACCRUALS* como os fluxos de caixa apresentaram relações positivas com o índice *Market-to-book*; contudo, foram revelados uma maior associação com o fluxo de caixa. Destacou-se ainda que os *ACCRUALS*, se comparados com os fluxos de caixa, não são menos relevantes na perspectiva de valoração das companhias.

Por um outro lado, Toigo, Chiarello e Klann (2014) avaliaram a relação dos *ACCRUALS* discricionários em períodos pré e pós combinação de negócios no Brasil tendo como objetivo a compreensão do desempenho das companhias frente ao mercado de ações. Através dos resultados apresentados, os autores verificaram que nos períodos pré combinação de negócios ocorrem gerenciamento de resultados negativos superior ao resultado observado nos períodos posteriores, bem como a inexistência de associação significativa entre os *ACCRUALS* discricionários, o lucro por ação e o *Market-to-book* nos períodos pré combinação com o lucro por ação dos trimestres posteriores à combinação de negócios. Assim sendo, a conclusão que os autores chegaram para o estudo foi não existem influências dos *ACCRUALS* discricionários para o desempenho de mercado das companhias adquirentes.

Recentemente, Santiago et al. (2018) utilizaram o modelo de análise desenvolvido por Dechow, Kothari e Watts (1998) e expandido por Barth, Cram e Nelson (2001), para verificar a influência dos *ACCRUALS* como instrumento prenunciador de fluxos de caixa operacional em empresas brasileiras de capital aberto. Como resposta da análise verificou-se que:

- a) Os componentes dos *ACCRUALS*<sup>7</sup> no tempo (t) impactam negativamente no caixa operacional futuro em (t+1);
- b) Os componentes dos *ACCRUALS* “outros ativos” e “outros passivos” também impactaram negativamente no fluxo de caixa operacional futuro (t+1); e
- c) Os Demonstrativos do Fluxo de Caixa apresentam um importante papel na redução dos níveis de assimetria informacional, contribuindo para a afirmação do papel da contabilidade em promover aos seus usuários informações uteis e confiáveis em auxílio às tomadas de decisão.

Para Santiago et al. (2018) o trabalho realizado poderá contribuir para as futuras discussões a respeito da influência dos *ACCRUALS* como instrumento facilitador para as previsões de fluxo de caixa futuros, levando em consideração estudos brasileiros iniciantes em referência ao tema e aos resultados contraditórios apresentados nos estudos internacionais.

---

<sup>7</sup> Nesta pesquisa, os autores consideram como componentes do *ACCRUALS* as contas relacionadas às contas a receber, estoques, outros ativos, fornecedores, impostos, outros passivos e depreciação.

No Quadro 6 são apresentadas mais algumas pesquisas relevantes sobre a temática contábil dos *ACCRUALS*:

Quadro 6 – Pesquisas relevantes referentes ao estudo dos *ACCRUALS*(*continua*)

Autores	Objetivo das pesquisas
Fields et al.(2001); Stolowy e Breton, 2004; Roychowdhury, 2006; Paulo, 2007	Discutir o gerenciamento de resultados, tendo por base um único método de manipulação, concentrando principalmente nos estudos sobre <i>ACCRUALS</i>
Cohen, Dey e Lys, 2008; Cohen e Zarowin, 2010; Shi e Zang, 2012	Analisar possíveis evidências que demonstram que as empresas fazem escolhas entre dois métodos de gerenciamento por <i>ACCRUALS</i> e por atividades operacionais
Healy (1985), DeAngelo (1986), Schipper (1989), Dechow e Sloan (1991), Jones (1991), Kang e Shiravamakrishnan (1995), Martinez (2001), Lopes (2002), Nogueira e Jaime (2002)	Identificar e discutir indícios eventuais que demonstram que os gestores podem utilizar o subterfúgio de majorar ou reduzir o nível de <i>ACCRUALS</i> por motivos alheios à realidade do negócio.

Quadro 6 – Pesquisas relevantes referentes ao estudo dos *ACCRUALS*(conclusão)

Autores	Objetivo das pesquisas
Chan et al. (2001), Sloan et al. (1999), Almeida (2001), Martinez (2001), Lopes (2002), Costa et al. (2002), Oliveira, Guerreiro e Securato (2002), Santos e Guerreiro (2003)	Investigar a importância dos <i>ACCRUALS</i> como indicador de qualidade do lucro líquido e sua utilidade para estimação do resultado das empresas

Fonte: O autor, 2019

Muitos foram os estudos realizados tendo como proxy os *ACCRUALS* das companhias como contexto a predição de fluxo de caixa futuro, indicativo de pagamento de dividendos futuros e as ações cognitivas dos investidores. Porém, ainda se faz necessário a buscar de dados para suportar e eficácia deste mecanismo (SANTIAGO, 2013).

### 1.5 Hipóteses do Mercado Eficiente

Segundo Fama (1970) o mercado de capitais é considerado o alicerce para o desenvolvimento de um país. Tal conceito está relacionado implicitamente com a capacidade em que o mercado de capitais possui para alocar poupança e investimentos, favorecendo para o sistema de precificação dos títulos que, por sua vez, devem conter as informações existentes no sistema econômico a qualquer tempo. Sob este contexto, Fama (1970) formulou as Hipóteses de Mercado Eficiente, onde pressupõem-se que determinadas informações relevantes devem incorporar de forma imediata aos preços dos ativos financeiros, impactando nas oportunidades e na simetria informacional.

Hendriksen e Van Breda (1992, p. 169), em complemento a Fama (1970), afirmam que em um mercado eficiente as “mudanças de preços no mercado de capitais não são correlacionadas [...] porque os mercados são eficientes no sentido de que os preços dos títulos refletem integralmente as informações disponíveis de forma não enviesada. Isto significa que as informações que possuem relevância não são ignoradas pelo mercado, e essa relevância refletem no preço e no equilíbrio dos títulos.

Um mercado de capitais pode ser formalmente eficiente, de acordo com Fama (1970), se ele explorar todas as informações disponíveis para a precificação dos ativos. Isto evidencia

que o preço de mercado de um título é agregado de informações relevantes e reflete toda as informações disponíveis neste ambiente econômico (BRITO, 1978; ROSS, 1988).

Diante de uma ótica lógica e instantânea, os preços dos títulos, em um mercado Mercado Eficiente, refletem todas as informações disponibilizado em um ambiente econômico no decorrer de um determinado de tempo (BLOCK, 2009). Isto caracteriza para Fama (1970) que o mercado quando eficiente apresentam características como: a. inexistência de custos de transação em negociação de títulos; b. as informações disponíveis estão isentas de custos para os participantes do mercado; e c. as expectativas em relação aos retornos futuros de cada título são homogêneas. Assim, segundo a Hipótese de Mercado Eficiente, os dados relevantes são absorvidos de maneira imediata aos preços dos ativos, impactando na ausência de retornos extraordinários e na eficiência informacional.

Sob um determinado contexto, a análise aleatória comportamental dos preços das ações tem sido amplamente investigada dentro do contexto da Hipótese de Mercado Eficiente (CALLADO, 2009). Para o autor, a Hipótese de Mercado Eficiente “não exige que os valores de mercado dos ativos sejam idênticos aos valores justos, mas que as discrepâncias entre tais valores não possuam um comportamento ou tendência”.

Segundo Silva, Macedo e Marques (2012), o preço de um ativo varia e “flutua” em torno de seu preço específico e, qualquer nova informação relevante divulgada no mercado, pode rapidamente impactar em mudanças nesse valor. Porém, as variações nos preços subsequentes das ações precisam seguir de forma aleatória e independente, onde nenhum investidor pode obter ganhos extraordinários diante da utilização das informações já disponibilizada publicamente (FAMA, 1970, 1991; MALKIEL, 2003).

Para Damodaran (2001) para que o mercado seja considerado eficiente, ele precisa apresentar as seguintes condições: (a) o preço de mercado é identificado através de uma estimativa não tendenciosa do valor real do investimento; (b) os preços de mercado não precisam necessariamente refletir o preço justo das ações, isto significa dizer que algumas ações podem ser subavaliadas ou superavaliadas; (c) as chances de se identificar tais ativos são as mesmas, não compensando assim o custos de identificação; e (d) as diferenças de eficiência de mercado entre os investidores se dão devido aos custos, sobretudo para os custos de transação, uma vez que tais custos diferem de investidor para investidor.

A Hipótese de Mercado Eficiente apresenta três tipos de categoria, conforme evidenciado no Quadro 7.

Quadro 7 – Categorias do Mercado Eficiente

Forma de eficiência	Informação utilizada	Descrição
Fraca ( <i>Weak</i> )	Preços Passados	A forma “Fraca” afirma que todas as informações de preço são totalmente refletidas nos preços dos ativos, no sentido de que as mudanças de preço atuais não podem ser previstas a partir de preços passados, essa forma fraca também foi introduzida em um artigo não publicado por Roberts (1967).
Semiforte ( <i>Semi-strong</i> )	Informações Públicas	A forma “semiforte” que exige mudanças de preço do ativo para refletir totalmente todas as informações publicamente disponíveis e não apenas os preços passados.
Forte ( <i>Strong</i> )	Informações Privadas	A forma “forte” que postula que os preços refletem totalmente as informações, mesmo que algum investidor ou grupo de investidores tenha acesso monopolista a algumas informações.

Fonte: Adaptado de FAMA, 1970.

Os estudos realizados por Roberts (1967) e Fama (1970) consideram a categoria “forte” da Hipótese de Mercado Eficiente como uma referência contra a qual as outras categorias de eficiência de mercado devem ser julgadas. Para a categoria “fraca”, as análises dos autores concluíram que os resultados do teste apoiam fortemente a hipótese e consideraram os vários desvios documentais como economicamente sem importância. Eles concluíram que existe uma similaridade com relação ao categoria semiforte; embora, como eles observaram, a evidência empírica disponível na época fosse bastante limitada e muito menos abrangente em comparação com a evidência da categoria “fraca”.

Para Mota (2012) o ideal de um mercado é fornecer, através dos preços, sinais precisos para a alocação dos recursos, e para tanto, os preços das ações precisam, em qualquer tempo, “refletir plenamente” todas as informações disponíveis. Esta alocação da propriedade do capital acionário da economia é considerada o papel primordial do mercado de capitais. Adicionalmente a isto, Fama (1970) afirma que “eficiente” é o mercado onde os preços sempre “refletem plenamente” as informações disponíveis em um determinado ambiente.

Com relação as causas e efeitos das implicações aos investidores e as empresas a respeito da Hipótese de Mercado Eficiente, Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 279) afirmam:

Como a informação se reflete imediatamente nos preços, os investidores só podem esperar a taxa normal de retorno. O conhecimento da informação não traz vantagem alguma a um investidor. O preço ajusta-se antes de que possa negociar a ação com o uso da informação.

Ross, Westerfield e Jaffe (2007, p. 279) ainda complementam ao afirmar que:

As empresas devem esperar receber o valor justo dos títulos que vendem. A palavra *justa* significa que o preço que recebe pelos títulos emitidos é igual a seu valor

presente. Portanto, em mercados eficientes de capitais não existem oportunidades valiosas de financiamento decorrentes de enganar os investidores.

Em vista disso, em um mercado eficiente apresentam informações relevantes que impactam diretamente na formação dos preços e nas variações das ações (BATISTA;MACEDO; OLIVEIRA, 2017). Há de se lembrar que estas informações precisam ser isentas de informações enviesadas e que sejam relevantes ao mercado.

## 2 DETERMINANTES PARA A FORMAÇÃO DE PREÇO DAS AÇÕES

Esta seção tem por objetivo versar sobre as questões relacionadas ao ajustamento do preço das ações no mercado de capitais, bem como a influência dos fluxos de caixa futuro para a formação do *stock price* e a capacidade de pagamento de dividendos. Além disso, são apresentados o problema e as hipóteses da pesquisa e alguns estudos relacionados ao tema. Por fim, explorou-se a temática entre a relação do fluxo de caixa com o preço das ações sob a ótica dos dividendos.

### 2.1 Precificação das ações com base em FCO, EBITDA e ACCRUALS

A capacidade de previsão contida nas informações contábeis tem sido um tema discutido de uma maneira persistente nas últimas décadas. Contudo, muitos autores parecem não ter chegado a um entendimento sobre qual variável contábil apresenta maior capacidade em prever fluxo de caixa futuro e na formação de preços das ações das companhias.

Segundo Fama (1991), o preço de uma ação em um mercado de capitais eficiente é ajustado no momento em que informações contábeis relevantes encontram-se publicamente disponíveis. Isto significa dizer que quando os dirigentes comunicam suas decisões de investimentos ao mercado, os preços das ações ajustam-se imediatamente, capitalizando o valor associado ao conteúdo da nova informação (ZEGHAL; MHEDHBI, 2006). Daí surge a preocupação quanto a relevância e a qualidade das informações que são divulgadas uma vez que os impactos mediante a dados imprecisos podem causar grande perdas para os investidores.

Em relação a precificação das ações, Mizumoto (2017) “leva em consideração que o valor de uma ação é derivado do valor presente dos dividendos futuros esperados (ou fluxos de caixa futuros) sobre determinadas premissas de crescimento e retenção de lucros”.

Para Fabri et al. (2017) os dados contábeis relevantes e consistentes podem proporcionar respostas imediatas nos preços de títulos e ações, provocando aos seus usuários a compreensão de evidências essenciais sob os fluxos de caixa futuro. Hendriken e Breda (1999) ainda complementam afirmando que “conhecer os fluxos de caixa futuros esperados é o que permite ao mercado fixar os preços das ações de uma empresa”. Quanto melhor for a capacidade do item em gerar fluxo de caixa futuro, melhor será a capacidade de precificação das ações.



Considerando a relevância a respeito das abordagens relacionadas a predição de fluxos de caixa futuro utilizando variáveis como fluxos de caixa operacionais, o EBITDA e os *ACCRUALS* divulgados pelas empresas brasileiras, foram elaborados o seguinte problema de pesquisa: **Em quais setores econômicos os FCO, o EBITDA e os ACCRUALS apresentam uma maior capacidade de previsibilidade de fluxo de caixa e influencia na formação do preço de ações?**

Muitas foram as pesquisas relacionadas a capacidade de previsão de fluxos de caixa futuros e o retorno das ações: Dechow et al. (1998), Supriyadi (1998), Al-Attar e Hussain (2004), Seng (2006), Lustosa e Santos (2007), Malacrida et al. (2008), Luo (2008), Bastos et al. (2009), Malacrida et al. (2010), Al-Debi'e (2011), Gumbi (2012), dentre outros autores. Bowen et al. (1986) afirmam que “[...] as medidas tradicionais de fluxo de caixa mostram-se os melhores prenunciadores para o fluxo de caixa futuro.”

Na pesquisa realizada por Dechow et al. (1998) foi desenvolvido um modelo para verificar se os lucros líquidos ou os fluxos de caixa são melhores prenunciadores de fluxos de caixa futuros. Foram utilizados como instrumento de análise os dados de 667 empresas constantes da base de dados da Compustat no período de 1963 a 1992. Os resultados demonstraram que os lucros líquidos são melhores prenunciadores de fluxos de caixa do que os próprios fluxos de caixa.

Concomitantemente, Supriyadi (1998) analisou as informações contábeis de 61 empresas listadas na Bolsa de Valores de Jacarta na Indonésia para prever fluxos de caixa operacionais futuros. Os resultados revelaram de maneira inversa a Dechow et al. (1998) que os fluxos de caixa são melhores prenunciadores de fluxos de caixa futuros do que os lucros líquidos.

Por sua vez, Al-Attar e Hussain (2004) destacaram em sua pesquisa que “os fluxos de caixa correntes preveem melhor os fluxos de caixa futuro do que os lucros correntes, mas a combinação de dados de fluxos de caixa e de *ACCRUALS* geram maior poder explicativo.”

Ainda, Lustosa e Santos (2007), investigaram a variável FCO e o Lucro Líquido como base para a previsão de fluxo de caixa futuro das companhias. De uma maneira geral, o FCO mostrou-se significativamente superior ao Lucro Líquido a medida em que são ampliados o horizonte de tempo de previsão. Esta constatação somente foi possível devida a identificação de valores impactantes do FCO dispersadas a longo prazo.

Sob a mesma perspectiva, Malacrida et al. (2008) analisaram as informações contábeis, o lucro, os *ACCRUALS* e o fluxo de caixa operacional para identificar o melhor prenunciador de fluxo de caixa futuro de empresas com ações negociadas na BM&FBovespa. Para tal

objetivo, foi utilizado o modelo desenvolvido por Dechow et al. (1998) e expandido por Barth et al. (2001). Este modelo foi utilizado por diversos estudos nacionais e internacionais com o propósito semelhante a Malacrida et al. (2008).

Os resultados apresentados por Malacrida et al. (2008) foram:

- a) Lucro corrente agregado possui maior capacidade preditiva do fluxo de caixa operacional futuro do que o próprio fluxo de caixa operacional corrente para  $t+1$ . Esse resultado é oposto àquele encontrado por Barth et al. (2001) e Malacrida et al. (2008), cujos resultados indicam maior capacidade preditiva do fluxo de caixa operacional corrente.
- b) Lucro corrente desagregado em fluxo de caixa operacional e *ACCRUALS* possui maior capacidade de prever os fluxos de caixa operacionais futuros do que o lucro corrente agregado. Esses resultados evidenciam que os *ACCRUALS* são significativos para prever o fluxo de caixa operacional futuro e o modelo proposto por Barth et al. (2001) mostra-se relevante também para as empresas brasileiras. Os resultados ainda demonstram que os coeficientes se apresentam todos consistentes com o previsto pelo modelo. Assim, os resultados encontrados são similares àqueles obtidos por Barth et al. (2001) e por Malacrida et al. (2008).
- c) Os resultados encontrados evidenciam que lucro corrente desagregado em fluxo de caixa operacional e *ACCRUALS* não possui capacidade de prever os fluxos de caixa operacionais futuros, para períodos além de um ano. Assim, de acordo com os resultados, o modelo proposto por Barth et al. (2001), o fluxo de caixa operacional e o lucro não se mostram significativos para prever o fluxo de caixa operacional futuro para períodos além de um ano para as empresas brasileiras. Esse resultado foi oposto àquele encontrado por Barth et al. (2001) para as empresas americanas.

Desta forma, as análises demonstraram que as informações contábeis não são relevantes para prever fluxos de caixa futuros para períodos acima de um ano, indicando assim que a capacidade preditiva das informações contábeis, em relação ao fluxo de caixa operacional futuro, se limita ao prazo de um ano.

Luo (2008) examinou as habilidades de várias fontes incomuns de fluxos de caixa das operações para indicar condições econômicas futuras (fluxos de caixa futuros) e se os participantes do mercado de ações refletem totalmente o valor preditivo contido nesses fluxos de caixa individuais. Seu principal objetivo era fornecer evidência se, ao prever fluxos de caixa futuros e medir a persistência dos fluxos de caixa atuais, os investidores estariam em melhor situação ao conhecer transações individuais significativas ou incomuns que geram fluxos de caixa correntes das operações.

De acordo com as evidências encontradas por Luo (2008) verificou-se que fontes não usuais de fluxos de caixa operacionais, cujas informações estão inseridas nas notas explicativas, possuem significativo valor preditivo incremental e têm uma persistência diferente de outros fluxos de caixa operacionais usuais. Apresentá-los com destaque adicionará informações significativas em uma DFC. Os participantes do mercado de ações não parecem valorizar totalmente os fluxos de caixa operacionais incomuns de forma consistente com suas

implicações para os fluxos de caixa futuros. A prática atual de incorporar informações nas notas explicativas sobre transações individuais significativas e os fluxos de caixa operacionais resultantes podem não ajudar os investidores a incorporar totalmente as implicações dos fluxos de caixa operacionais correntes para condições econômicas futuras.

Na pesquisa realizada por Bastos et al. (2009), foram analisadas quatro medidas de desempenho (Lucro por ação, Retorno sobre investimentos, EVA® e FCO) em companhias abertas não financeiras. Os resultados apresentados demonstram que o FCO se destaca entre estes indicadores uma vez que apresenta superioridade como medidor de desempenho. Para os autores, o FCO é a métrica adequada para analistas e investidores precificarem de ações das companhias.

Assim também, Malacrida et al. (2010) investigaram a capacidade dos *ACCRUALS* e dos fluxos de caixa operacionais para predição de fluxos de caixa operacionais futuros em empresas brasileiras que apresentavam ADR<sup>8</sup> - *American Depositary Receipt* - nos Estados Unidos. Os resultados indicaram que: (1) os fluxos de caixa operacionais correntes apresentam capacidade preditiva superior a capacidade informativa dos lucros líquidos agregados; (2) a desagregação dos lucros líquidos correntes em fluxos de caixa operacionais e *ACCRUALS* agregados indicam que os *ACCRUALS* adicionam capacidade preditiva aos fluxos de caixa correntes; e (3) os lucros líquidos correntes desagregados em fluxos de caixa operacionais e vários componentes de *ACCRUALS* possuem maior capacidade de prever os fluxos de caixa do que o modelo de *ACCRUALS* agregados.

Al'Debi'e (2011), testaram a eficácia de predição dos fluxos de caixa operacionais e lucros líquidos correntes em prever fluxos de caixa operacionais em empresas listadas na Bolsa de Valores de Amã, na Jordânia, para o período compreendido entre anos de 2000 a 2009. Segundo os resultados alcançados, os fluxos de caixa operacionais apresentam uma maior propensão para um, dois e três anos subsequentes em comparação com os lucros líquidos. A pesquisa demonstrou ainda que a capacidade em prever fluxos de caixa é mais forte quando: (a) em empresas de grande porte; (b) em empresas que apresentam ciclo operacional de curto prazo; e (c) em empresas que apresentam fluxos de caixa operacionais positivos.

Gumbi (2012) ainda investigou a capacidade dos fluxos de caixa e dos lucros líquidos em prever fluxos de caixa futuro e na precificação das ações para empresas africanas listadas na Bolsa de Valores de Johannesburgo, no período compreendido entre os anos de 2001 a 2011.

---

<sup>8</sup>*American Depositary Receipt* (ADR) – É um instrumento criado para permitir que os investidores dos Estados Unidos possam, de forma fácil, comprar ações de empresas de fora do país. ADR funciona como um recibo de ações de empresas estrangeiras (Azevedo, 2017)

Segundo os resultados apresentados pelo autor, entendeu-se que: (a) fluxos de caixa correntes apresentam alto poder de previsibilidade para prever fluxos de caixa; (b) lucros líquidos correntes não apresentam capacidade em prever fluxos de caixa, porém possuem capacidade para precificação em ações; e (c) fluxos de caixa correntes possuem baixa poder de precificação para ações.

A relevância sobre o tema e as diversas possibilidades apresentadas nas visões apresentadas motivaram a realização desta pesquisa empírica, objetivando a investigação quanto a capacidade de formação de preços das ações tendo por base os FCO das companhias brasileiras. Surgiu assim a primeira hipótese desta pesquisa:

**H1: O setor econômico influencia a relação de FCO com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.**

O EBITDA como indicador de precificação de ações para o mercado de capitais tem sido tema de diversas pesquisas para a literatura contábil. Segundo Lopes (2002) sua importância se dá para o mercado de capitais devido a facilidades que os usuários das informações contábeis possuem para compreender as estratégias competitivas das organizações e a capacidade para prever a remuneração dos investimentos. É por esse motivo que estudos associados a mensuram de dados advindos das informações contábeis e do mercado de capitais apresentam uma certa magnitude na literatura, uma vez que buscam evidências em auxílio aos tomadores de decisões.

Para Fridson (1998), o EBITDA é um indicador que pode ser utilizado como instrumento de apoio para a precificação de ações e que é capaz de proporcionar aos seus usuários informações adequadas para analisar a posição financeira das empresas.

Diante da relevância da temática EBITDA como mecanismo para previsão de fluxo de caixa futuro e precificação de ações, a literatura brasileira apresenta pesquisas de relevância que enriqueceram as bases de pesquisa. Neste cenário destacam-se as pesquisas realizadas por Lima, Santana e Nossa (2004), Florou e Chalevas (2010), Habib (2010), Toledo Filho e Erfurth (2010), Ebaid (2012), Bomfim, Macedo e Marques (2012), Macedo et al. (2012), Lopes e Sales (2014), Vieira e Girão (2014) e Andrade e Lucena (2017).

Lima, Santana e Nossa (2004) analisaram o impacto do indicador EBITDA tendo como objetivo verificar os possíveis retornos gerados para os acionistas em companhias listadas na BM&FBovespa e pertencentes ao *ranking* GVA-50 no ano de 2002. Segundo os resultados alcançados pelos autores, o indicador EBITDA apresenta relação direta com os retornos

gerados, porém não se pode afirmar que os retornos aos acionistas variaram em todo do EBITDA devido à baixa significância do grau de correlação.

Semelhante a Lima, Santana e Nossa (2004), Toledo Filho e Erfurth (2010) investigaram a relação entre o EBITDA e os retornos gerados aos acionistas em empresas não financeiras listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa. Os resultados apresentados indicaram que o EBITDA não demonstra nenhum tipo de influência nos retornos das ações, diferente dos resultados apresentados por Lima, Santana e Nossa (2004). É importante ressaltar que as pesquisas realizadas por Lima, Santana e Nossa (2004) e Toledo Filho e Erfurth (2010) utilizaram períodos distintos em cada pesquisa (os anos compreendidos entre 1994 e 1999 e de 2004 e 2006, respectivamente).

Florou e Chalevas (2010) utilizando dados de companhias listadas na Bolsa de Valores de Atenas no período de 2004 a 2006 investigaram os fatores contábeis capazes de afetar o retorno das ações. Constatou-se que o EBITDA, enquanto instrumento capaz de prever fluxos de caixa futuro, impacta positivamente e significativamente no retorno das ações no mercado de capitais grego.

Um outro estudo realizado sob esta ótica, foi apresentado por Habib (2010), onde analisou-se a relevância de medidas contábeis de desempenho em auxílio a identificação de possíveis retornos das ações das companhias australianas no período de 1992 a 2005. Os resultados mais uma vez apresentaram resultados positivos e significativos para a influência do EBITDA para prever retorno das ações destas companhias.

Assim também, Ebaid (2012) analisou os dados das companhias listadas na Bolsa de Valores do Egito tendo como objetivo verificar a relação entre a relevância de um conjunto de medidas de desempenho e o retorno das ações. Os resultados mais uma vez apontaram para o EBITDA como medida de desempenho relevante capaz de evidenciar o retorno das ações no mercado de capitais egípcio.

Ainda sob este aspecto, os autores Bomfim, Macedo e Marques (2012) e Macedo et al. (2012) analisaram a relevância de medidas contábeis de desempenho para avaliar empresas que possuem ações disponíveis no mercado de capitais. Os resultados produzidos pela pesquisa de Bomfim, Macedo e Marques (2012), no que concerne ao EBITDA, “indicam que tal variável não é significativa para influenciar o preço das ações em empresas do setor elétrico. Diferente dos resultados apresentados na pesquisa de Macedo et al. (2012) o indicador EBITDA apresentou maior poder de explicação do comportamento do preço das ações do que o FCO.

Lopes e Sales (2014) avaliaram a significância da relação do EBITDA e do retorno das ações da empresa área Gol Transportes Aéreos, entre os anos de 2008 a 2012. Nesta análise

identificou-se uma relação negativa e muito próximo ao zero entre o EBITDA e o retorno das ações; o que possibilitou aos autores afirmar que a relação entre o EBITDA e o retorno das ações é fraca de pouca relevância.

Assim também, Vieira e Girão (2014) investigaram os impactos causados no mercado brasileiro de capitais, diante da regulamentação do EBITDA por meio da Instrução CVM nº 527/2012. Na análise dos autores não houve nenhum impacto significativo no retorno das ações, mesmo após a alterações significativas na mensuração do EBITDA.

Por fim, Andrade e Lucena (2017) analisaram se as informações contábeis apuradas e divulgadas pela contabilidade relacionadas ao patrimônio líquido, lucro líquido e o EBITDA são relevantes para o processo de formação de preço das ações de uma empresa. Através dos resultados alcançados, verificou-se que, dentre as variáveis estudadas, apenas uma delas (o EBITDA) apresentou significância para a formação de preço das ações.

Algumas das pesquisas apresentadas anteriormente demonstraram resultados divergentes quanto a possível influência do EBITDA para a identificação do retorno das ações constantes no mercado de capitais. Isto pode se dar devido a utilização de análise temporal de períodos curtos de investigação, principalmente nos estudos realizados em empresas brasileiras; o que pode ter prejudicado os resultados alcançados. Neste contexto surgiu a segunda hipótese desta pesquisa:

## **H2: O setor econômico influencia a relação de EBITDA com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.**

Nas últimas décadas, muito se explorou os componentes dos *ACCRUALS* com a finalidade de investigar a importância deste instrumento como mecanismo capaz de proporcionar a precificação das ações e na formação de fluxos de caixa futuro. Para Martins et al. (2014), isto se baseia no fato de que o mercado absorve as informações disponíveis refletindo direta e imediatamente no preço das ações.

Os *ACCRUALS* são identificados como uma medida de desempenho que contém expectativas futuras por parte administração, independentemente da entrada ou saída de caixa (EFIONG e EJABU, 2018). Este mecanismo oculta o ajuste necessário relacionado ao fluxo de caixa operacional e aprimora o movimento do preço das ações em um ciclo de mercado otimista.

Segundo Costa et al. (2002):

[...] os reflexos negativos no preço das ações de uma empresa, quando a empresa não consegue atingir o lucro esperado pelos analistas de mercado, têm levado muitos

administradores a gerenciarem este lucro, sendo que uma das formas utilizadas para este gerenciamento é através dos componentes discricionários dos *ACCRUALS*.

Devido à importância dada a capacidade em prever fluxos de caixa futuro, e com isso, a capacidade de precificar as ações, muitos autores investigaram os *ACCRUALS* com o objetivo de tornar mais sólido a eficácia deste instrumento em favorecer aos investidores do mercado de capitais. Neste âmbito, destacaram as pesquisas realizadas pelos autores Bowen et al. (1986), Sloan (1996), Barth et al. (1999), Collins e Hribar (2000), Barth, Cram e Nelson (2001), Collins, Gong e Hribar (2003), Desai, Rajgopal e Venkatachalam (2004), Mashruwala, Rajgopal e Shevlin (2006), Bejemâa, Toukabri e Jilani (2014), Efiog e Ejabu (2018).

De acordo com a pesquisa realizada por Bowen et al. (1986) foi investigado se os *ACCRUALS*, como medidas de fluxos de caixa, possuem poderes para explicar o preço das ações. Para isto, foram analisados os dados de 98 empresas entre os anos de 1972 até 1981. Os resultados apresentaram duas informações relevantes e consistentes: (a) os fluxos de caixa apresentam maior conteúdo informacional em relação ao conteúdo dos lucros líquidos; e (b) os fluxos de caixa apresentam maior conteúdo informacional em relação ao conteúdo dos lucros líquidos e *ACCRUALS*, quando testados conjuntamente.

Sloan (1996) utilizou o método de mínimos quadrados ordinários para examinar o desempenho do preço das ações e as informações sobre os *ACCRUALS*. Seu resultado revelou que preço das ações não reconhece as informações dos *ACCRUALS*. A razão é que empresas com altas (baixas) provisões, reportam lucros no ano seguinte que são previsivelmente menores (maiores) que expectativa do mercado.

Os componentes de *ACCRUALS* e o fluxo de caixa foram analisados por Barth et al. (1999), tendo como objetivo verificar a relação destes itens com o valor das empresas. Com tal objetivo, os autores utilizaram o modelo desenvolvido por Ohlson (1995), o que proporcionou o encontro de evidências que afirmam que os *ACCRUALS* e o fluxo de caixa apresentam alto poder de explicação na previsão de lucros futuros anormais e que também possuem poder incremental de explicação sobre o valor das empresas (valor de patrimonial e valor de mercado).

Barth, Cram e Nelson (2001) utilizaram o Modelo de Dechow, Kothari e Watts (1998), conhecido também como Modelo DKW, com o objetivo de investigar o papel dos *ACCRUALS* para a previsão de fluxos de caixa futuros. Segundo os autores, Barth, Cram e Nelson (2001, p. 28), “[...] vários estudos anteriores testam a capacidade relativa dos lucros agregados e fluxo de caixa para predizer fluxos de caixa futuros, mas não examinam como os componentes dos lucros afetam sua capacidade para predizer fluxos de caixa futuros”.

O Modelo DKW demonstrou que cada componente dos *ACCRUALS* reflete diferentes informações relacionadas a fluxos de caixa futuros, mascarado através do ganho agregado. Sendo assim, o que o estudo de Barth, Cram e Nelson (2001) propõe é a desagregação de *ACCRUALS* em componentes principais - alteração nas contas a receber, alteração nas contas a pagar, alteração no estoque, depreciação, amortização e outras provisões. Os testes concluíram que:

[...] lucros desagregados em fluxo de caixa e *ACCRUALS* agregados aumentam significativamente a capacidade preditiva dos lucros agregados, mas que *ACCRUALS* desagregados em seus seis componentes promove um aumento significativo na capacidade preditiva. (BARTH; CRAM; NELSON, 2001, p. 29).

Os resultados ainda demonstram que cada componente de provisão, incluindo depreciação e amortização, é significativo com o sinal previsto na previsão de fluxos de caixa futuros, incremental para o fluxo de caixa atual. O fluxo de caixa e os componentes de provisão dos lucros correntes têm substancialmente mais capacidade de previsão para fluxos de caixa futuros do que várias defasagens de ganhos agregados. As inferências são robustas para especificações alternativas, incluindo controle de ciclo de caixa operacional e participação no setor.

Em ações de baixo preço e de baixo volume de negociação retratam em sua composição anomalias dos *ACCRUALS*<sup>9</sup>, o que sugere que os custos de transações impõem barreiras adicionais na exploração do mal apreçamento dos *ACCRUALS* (MASHRUWALA; RAJGOPAL; SHEVLIN, 2006).

Na pesquisa realizada por Collins e Hribar (2000) comparou-se duas anomalias dos *ACCRUALS* tendo por base o lucro contábil das companhias. A primeira análise investigou a reação dos preços das ações pós anúncio dos lucros (*post earnings announcement drift*) e a segunda analisou a anomalias dos *ACCRUALS* identificados nesta análise. Diante dos resultados alcançados foi possível identificar que as duas anomalias capturam oportunidades de investimentos diferentes. Notoriamente, os autores encontraram evidências de que, ao combinar as duas anomalias, surgia-se uma maior oportunidade de ganhos extraordinários.

Posteriormente, Collins, Gong e Hribar (2003) investigaram ainda o papel dos investidores institucionais na precificação dos *ACCRUALS*, tendo como base a classificação de utilizada na pesquisa de Bushee (1998) de investidores institucionais. Os resultados apresentados na pesquisa demonstram que:

---

<sup>9</sup> Anomalias dos *ACCRUALS* refere-se à obtenção de ganhos anormais com a exploração de uma estratégia de investimentos baseada no diferencial de persistência dos componentes do lucro e na associação entre *ACCRUALS* e retornos (CUPERTINO, 2010).



[...] empresas com um alto nível de propriedade institucional e um nível mínimo de ativos de *traders* institucionais ativos têm preços de ações que refletem com mais precisão a persistência dos *ACCRUALS*. Este resultado se mantém após o controle de diferenças na persistência de *ACCRUALS* entre empresas com alta e baixa propriedade institucional, e após o controle de outras características que estão correlacionadas com a propriedade institucional e os retornos futuros. Além disso, as empresas com baixa propriedade institucional são menores, menos lucrativas e têm menor rotatividade de ações, sugerindo que os limites à arbitragem impedem os investidores institucionais de explorar os retornos anormais aparentemente grandes para essas empresas.

Por sua vez, Desai, Rajgopal e Venkatachalam (2004) analisaram a relação entre os *ACCRUALS* e os fluxos de caixa operacional, com o objetivo de identificar qual entre eles melhor explica o retorno das ações norte-americanas. Através dos resultados produzidos, observaram que a estratégia de investimentos com base nos *ACCRUALS* não produz retornos anormais significativos, concluindo assim que as anomalias dos *ACCRUALS* são, na verdade, uma manifestação dos efeitos valores versus/crescimento.

Na pesquisa realizada por Bejemâa, Toukabri e Jilani (2014) investigaram a capacidade dos lucros e seus componentes (*ACCRUALS*) como mecanismo capaz de auxiliar na previsão de fluxos de caixa futuro em empresas tunisianas. Os modelos utilizados demonstram que a desagregação dos lucros em fluxos de caixa e *ACCRUALS* aumentam a capacidade de previsão dos lucros em relação aos ganhos agregados. Além disso, coerente com a predição, a desagregação dos *ACCRUALS* em componentes (variação do contas a receber, estoque, contas a pagar, amortização e outros *ACCRUALS*) aumentam significativamente a capacidade preditiva de fluxos de caixa futuro. Desta forma, cada componente dos *ACCRUALS* comprovam o poder relevante em prever fluxos de caixa futuro.

Por outro lado, Efiog e Ejabu (2018) examinaram o efeito dos *ACCRUALS* discricionários sobre os preços das ações das empresas de manufatura cotadas na Nigéria. Os resultados demonstraram um aumento e a existência de uma relação única ao longo prazo entre os *ACCRUALS* discricionários e os preços das ações. Isto se deu principalmente em empresas cujas cotações eram muito altas e que apresentaram registros de altos retornos no mercado acionário, partindo da utilização dos *ACCRUALS* discricionários para influenciar em seu desempenho. Os resultados indicam que os gerentes capitalizam a ineficiência do mercado de ações e as irregularidades de informação entre investidores e *insiders* (diretor) para manipular os lucros.

Portanto, a utilização dos *ACCRUALS* como instrumentos para a previsão de fluxo de caixa futuro e na formação de preços das ações para as companhias ainda são considerados temas relevantes para analistas e investidores atuantes do mercado de capitais. Diante disso, surgiu a terceira hipótese desta pesquisa:

### **H3: O setor econômico influencia a relação de *ACCRUALS* com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.**

Os resultados das pesquisas sustentam a escolha pelo tema e proporcionam embasamento teóricos e estatísticos para favorecer a construção da resposta para o problema de pesquisa acima apresentado. Ainda segundo as pesquisas, identificou-se a correlação das variáveis preestabelecidas com a formação de fluxo de caixa futuro e, estabelece relação direta entre o fluxo de caixa e a formação de preço das ações.

## **2.2 A relação entre o fluxo de caixa e o preço das ações sob a ótica dos dividendos**

O Fluxo de caixa constitui-se do conjunto de despesas e receitas realizadas ao longo de um determinado período. Segundo Faissol (2017), o fluxo de caixa retrata a situação financeira de uma empresa e por isso é dele que se pode extrair o valor de uma empresa ou o preço justo da ação. Este método tem sido utilizado popularmente por muitos investidores, analistas financeiros e profissionais do mercado de capitais.

O preço justo da ação pode ser obtido através do método de fluxo de caixa descontado. Esta metodologia avalia a projeção dos lucros futuros da companhia para um determinado período de tempo. Sob esta perspectiva, Soute et al. (2008, p. 5) afirmam que os preços das ações podem ser determinados através do valor presente de todos os dividendos esperados, descontados a valor presente por uma taxa de custo de capital próprio.

Damodaram (2001) afirma que os que move aos investidores a comprar uma determinada ação é o recebimento de dividendos e as possíveis valorações no preço das ações adquiridas. O autor ainda complementa afirmando que:

“[...] quando os investidores compram ações, geralmente esperam obter dois tipos de fluxos de caixa: os dividendos durante o período em que conservam as ações e um preço esperado ao final deste período. Como esse preço esperado é determinado pelos dividendos futuros, o valor de uma ação é o valor presente dos dividendos até o infinito.” (DAMODARAN, 2001, p.107)

Resumidamente entende-se que:

$$\sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPA(t))}{(1 + Re)^t}$$

(1)

Onde,

DPA (t) = dividendos por ação esperados no período t  
Re = Custo do patrimônio líquido

Para o mesmo modelo, ainda é possível a avaliação sob a ótica da perpetuidade<sup>10</sup>, ou seja, pelo Modelo de Gordon.

O método baseado no desconto dos dividendos futuros conhecido como Modelo de Gordon é considerado uma metodologia de avaliação que se admite crescimento constante dos dividendos distribuídos. Para Maluf, Neto e Matos (2012) consideram esta sistemática que foca no fluxo de caixa do acionista, onde pressupõe que o retorno esperado de uma determinada ação deve ser igual à taxa de desconto em que torna igual ao preço da ação ao seu fluxo futuro de dividendos futuros. A fórmula assim pode ser definida como:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1 + k_{cp})^t}$$

(2)

Onde,

P<sub>0</sub> = determinado como preço da ação no momento atual  
DIV<sub>t</sub> = representa a remuneração paga no tempo t  
K<sub>cp</sub> = custo de capital

Através do Modelo do Gordon são tratadas as variações na precificação de fluxo de caixa descontado, onde pressupõe o crescimento de dividendos a uma taxa constante. Isto

---

<sup>10</sup> “[...] perpetuidade é aquela em que a empresa alcança o seu estágio máximo de produtividade operacional, tendo muito pouco a crescer dali em diante. É o que chamamos de fase de maturidade: a melhor forma de crescer será investindo mais, o que tem como consequência um declínio de geração de fluxo de caixa” (PÓVOA, 2007 p. 109)

significa dizer que o preço da ação está especificamente ao fluxo de caixa relacionado ao lucro e trazidos a valor presente. Segundo Damodaran (2001) o fluxo de caixa tem como objetivo trazer o valor de benefícios futuros esperados a valor presente através de uma taxa de desconto apropriada.

### 3. METODOLOGIA

A presente seção tem por objetivo apresentar o tipo de pesquisa, os aspectos metodológicos e os objetivos estabelecidos. Com tal propósito, esta seção encontram-se os métodos adotado para a seleção e coleta dos dados, variáveis escolhidas e o modelo e procedimentos econométricos determinado.

#### 3.1 Tipo de Pesquisa

Para Gil (2002, p. 17) a pesquisa científica pode ser definida “como o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. O autor complementa afirmando que uma pesquisa é desenvolvida por intermédio cuidadoso dos conhecimentos disponíveis e por métodos, técnicas e outros procedimentos científicos que visam a identificação dos possíveis resultados.

Nesta mesma linha, Freitas e Prodanov (2013, p. 43) concordam e acrescentam que a pesquisa científica:

[...] é a realização de um estudo planejado, sendo o método de abordagem do problema o que caracteriza o aspecto científico da investigação. Sua finalidade é descobrir respostas para questões mediante a aplicação de método científico. A pesquisa sempre parte de um problema, de uma interrogação, uma situação para a qual o repertório de conhecimento disponível não gera resposta adequada. Para solucionar esse problema, são levantadas hipóteses que podem ser confirmadas ou refutadas pela pesquisa.

O presente estudo tem por objetivo formar conhecimento acerca da predição de fluxo de caixa futuro e a formação de preços das ações, tendo como instrumentos as variáveis *ACCRUALS*, *FCO* e o *EBITDA*. Para tanto, priorizou-se um estudo de caráter explicativo, bibliográfico, documental e preponderantemente quantitativo mediante a utilização de métodos econométricos.

Priorizou-se uma pesquisa exclusivamente de caráter explicativa uma vez que se busca explicar a relação no processo de precificação das ações e as variáveis analisadas. Para Gil (2002) pesquisas de caráter explicativo têm como foco central a identificação de fatores que proporcionem ou favoreçam a compreensão a respeito da ocorrência dos fenômenos. Andrade (2002) afirmar que em pesquisas com estas características além de apresentar metodologia capaz de registrar, analisar, classificar e interpretar estes fenômenos, ela ainda identifica fatores determinantes e influentes sobre determinados aspectos.

Classificou-se como bibliográfica uma vez que foram utilizados diversos materiais disponíveis ao público, como livros, artigos, dissertações, teses, sites, dados secundários extraídos a partir do banco de dados ECONOMÁTICA®.

Segundo Fonseca (2002, p. 32):

A pesquisa bibliográfica é feita a partir do levantamento de referências teóricas já analisadas, e publicadas por meios escritos e eletrônicos, como livros, artigos científicos, páginas de web sites. Qualquer trabalho científico inicia-se com uma pesquisa bibliográfica, que permite ao pesquisador conhecer o que já se estudou sobre o assunto. Existem, porém, pesquisas científicas que se baseiam unicamente na pesquisa bibliográfica, procurando referências teóricas publicadas com o objetivo de recolher informações ou conhecimentos prévios sobre o problema a respeito do qual se procura a resposta.

Para Gil (2002), uma pesquisa bibliográfica permite aos investigadores a cobertura muito mais ampla das sucessões de fenômenos; tornando-a essencialmente importante quando o problema de pesquisa exige dados muitos dispersos pelo espaço.

Por fim, a pesquisa classifica-se como quantitativa, uma vez que foram utilizados métodos e técnicas estatísticas objetivando a análise dos dados extraídos. As pesquisas quantitativas se centram na objetividade e na influência positivista, onde a realidade só pode ser compreendida a partir da análise de dados com o auxílio de instrumentos padronizados e neutros (FONSECA, 2002, p. 20).

### **3.2 Seleção e coleta dos dados**

A população da pesquisa foi composta por empresas brasileiras ativas e não financeiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA dos meses de encerramento do exercício, compreendidos entre dezembro de 2012 a dezembro 2017. Na visão de Morettin e Bussad (2004), uma população pode ser definida como um conjunto de todos os elementos ou resultados sob uma determinada investigação, onde a amostra refere-se a um subconjunto de elementos desta população.

A opção pela exclusão das empresas financeiras e de seguros deve-se ao fato das mesmas possuírem estrutura de capital diferentes das demais empresas (NAGANO, MERLO e SILVA, 2003). Em vista disso, é admitido na literatura acadêmica que companhias financeiras apresentem características próprias, apresentando diversas particularidades em seus

demonstrativos financeiros, o que constata a existência de obstáculos à comparação, leitura e generalização dos resultados (TAKAMATSU, 2011).

Os dados desta pesquisa foram extraídos da base de dados ECONOMÁTICA® onde foram selecionadas 879 companhias inicialmente. Desta população foram desconsideradas 145 companhias financeiras e 309 companhias que não divulgaram todos seus dados durante o período analisado por esta pesquisa, totalizando como base de pesquisa 425 companhias e 2.550 dados amostrais. Esta base foi subdividida em setores econômicos, conforme a própria classificação do banco de dados da ECONOMÁTICA®.

A Tabela 1 demonstra a base amostral separada por setores econômicos.

Tabela 1 – Composição da Amostra.

Setor Economática	Quant. Cias	Quant. Amostra
Agro e Pesca	5	30
Alimentos e Bebidas	19	114
Comércio	33	198
Construção	24	144
Eletroeletrônicos	18	108
Energia Elétrica	42	252
Máquinas Industriais	8	48
Mineração	8	48
Minerais não Metálicos	3	18
Outros	106	636
Papel e Celulose	5	30
Petróleo e Gás	16	96
Química	28	168
Siderúrgicas&Metalúrgicas	22	132
Software e Dados	10	60
Telecomunicações	11	66
Têxtil	20	120
Transporte Serviços	25	150
Veículos e peças	22	132
<b>TOTAL</b>	<b>425</b>	<b>2550</b>

Fonte: O autor, 2019.

A concentração dos dados conforme a classificação por setores econômicos foi assim determinada para que os dados semelhantes possam permanecer no mesmo conjunto. Segundo Malhotra (2011, p. 300) uma população é constituída por soma ou conjunto de todos os elementos que compartilham de algumas características comuns.

### 3.3 Variáveis selecionadas

As variáveis foram selecionadas e extraídas das demonstrações contábeis disponibilizadas na base Economatica, sítio BM&FBOVESPA, licenciada para a Faculdade Getúlio Vargas. Desta maneira, as variáveis foram assim estabelecidas:

- *PA* – Preço da Ação disponível no último dia de pregão.
- *EBITDA* – Indicador financeiro
- *FCO* – Fluxo de Caixa Operacional
- *ACC-ACCRUALS* formados pela variação das contas de duplicatas a receber, depreciação e amortização, estoque de mercadorias, fornecedores.

A escolha pela variável dependente *preço da ação (PA)* foi assim escolhida tendo como influência e amparo da pesquisa realizadas por Collins et al. (1997) e Kim e Kross (2005) onde foi investigado a relação entre o fluxo de caixa e o preço das ações. Para este estudo, foram desconsiderados todos os resultados para esta variável com liquidez menor que 0,01.

Sobre a variável *EBITDA*, salientam Moreira et al. (2014, p.7) que este é um dos principais indicadores econômico-financeiros utilizados pelas companhias de capital aberto e por analistas do mercado financeiro utilizados para avaliar companhias e revelar a capacidade de geração de recursos via atividades operacionais. O indicador EBITDA ainda foi utilizado para a estimativa de caixa, conforme os trabalhos publicados pelos autores Trejo-Pech; Weldon; House; Gutiérrez (2006), Nakao et al. (2007), Jones; Nakamura; Siessere (2015); Garcia e Mette (2015), Welc (2017), Ritta et al. (2017).

A variável *FCO* representa as entradas e saídas de caixa relacionadas a atividade operacional da empresa. Esta variável foi assim escolhida devido a relevância que ela apresenta e que se encontra apoiada nas pesquisas realizadas por Finger (1994), Barth et al. (2001), Bartov et al. (2001), e Arthur, Cheng e Czernkowski (2010).

Por fim, a variável *ACC*, representam as diferenças entre o resultado reconhecido pelas empresas e os fluxos de caixa realizados durante aquele período. Para esta pesquisa foram consideradas as contas patrimoniais estoque de mercadorias, fornecedores, depreciação e amortização e contas a receber para compor variável *ACC*.

A escolha por estas variáveis estão embasadas nas pesquisas realizadas por alguns autores como Charitou e Ketz (1990), Dechow, Kothari e Watts (1998), Martins (1998), Barth, Cram, Nelson (2001), Frezatti e Aguiar (2007), Vicente et al. (2007), Dontoh, Radhakrishnan e Ronen (2007), Souza et al. (2008), Assaf Neto (2009) e Gumbi (2012) que utilizaram as



variáveisFCO, EBITDA e *ACCRUALS* objetivando a compreensão do potencial de geração de fluxos de caixa futuro e na formação de preço das ações. Foram os resultados identificados nestas pesquisas que motivaram a análise e o entendimento a respeito do potencial destas variáveis para a formação de preço das ações em períodos atuais.

### 3.4 Modelo estabelecido

Esta seção tem por objetivo a definição dos principais procedimentos econométricos sugeridos para a estimação do modelo de regressão. A amostra é formada por diversos tipos de companhias classificadas 19 setores econômicos, o que propicia a utilização da técnica estatística de dados em painel. Os trabalhos realizados por Finger (1994), Souza (2006), Malacrida (2009), Costa (2014) corroboram com a escolha desta técnica estatística, uma vez que os resultados alcançados por estes autores favoreceram uma análise clara e objetiva em suas pesquisas.

Finger (1994) utilizou em sua pesquisa regressão e séries temporais para testar a capacidade em prever ganhos e fluxos de caixa operacionais em 50 empresas, tendo como base dados anuais de 1935 a 1987. Foi utilizado um modelo estatístico para investigar se somente os lucros são capazes de prever lucros ou fluxo de caixa.

Costa (2014) afirma que os modelos utilizados por Finger (1994) são modelos mais simples e que permite a sua utilização em algumas empresas. Segundo Costa (2014) “o modelo se adequa à realidade das empresas pela sua necessidade de desagregar os componentes dos fluxos de caixa operacionais [...]”.

Sendo assim, foi estabelecido o seguinte modelo para utilização.

Figura 2 – MODELO – Capacidade das variáveisACC, FCO e EBITDA para influenciar no preço da ação

Fonte:

**MODELO** – Capacidade da variável *ACC*, *FCO* e *EBITDA* para influenciar no preço da ação, conforme hipótese H1, H2 e H3.

$$PA_{i,t} = \alpha + \beta_1 ACC_{i,t-1} + \beta_2 FCO_{i,t-1} + \beta_3 EBITDA_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$PA_{i,t}$  = Preço da ação na data de fechamento do pregão

$FCO_{i,t}$  = Fluxo de caixa operacional do setor econômico  $i$  no período  $t$ .

$ACC_{i,t-1}$  = *ACCRUALS* do setor econômico  $i$  no período  $t-1$ .

$FCO_{i,t-1}$  = Fluxo de caixa operacional do setor econômico  $i$  no período  $t-1$ .

$EBITDA_{i,t-1}$  = EBITDA do setor econômico  $i$  no período  $t-1$ .

O Modelo analisa a capacidade dos ACC, FCO e EBITDA em prever fluxo de caixa futuro, conforme estabelecido por H1, H2 e H3.

### 3.5 Procedimentos Econométricos

Para verificar se houve atendimento ao estimador dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), foram realizados os seguintes procedimentos estatísticos: (a) teste *Shapiro-Wilk*; (b) teste de *White*; e estatística VIF (*Variance Inflating Factor*).

O teste *Shapiro-Wilk* tem por objetivo avaliar se os resíduos possuem distribuição normal. O teste *White* avaliará a presença de heterocedasticidade e a estatística VIF examinará a ausência de multicolinearidade.

Segundo Miot (2017) existem dezenas de teste estatísticos que são capazes de verificar o ajuste dos dados à distribuição normal a partir de diferentes pressupostos, onde todos os testes pressupõem a hipótese de normalidade dos dados ( $H_0$ ), reproduzindo um p-valor  $> 0,05$ , caso resultem na aderência aos parâmetros de normalidade. Os testes de normalidade ainda sofrem influência do tamanho amostral quanto a sua influência, isto significa dizer que em amostras pequenas, existe inflação de erro, diferente do que ocorre com teste *Shapiro-Wilk*, onde ocorre uma maior especificidade. Em amostras maiores recomendam-se a utilização de teste *Shapiro-Wilk* (Riboldi et al., 2012, p. 227).

O teste *White* foi utilizado para a identificação da presença de heterocedasticidade no modelo estabelecido. Nos casos onde são identificados problemas com heterocedasticidade dos resíduos, utilizou-se a correção de *White*, que, segundo Gujarati (2006), corrige os erros-padrão dos coeficientes, tornando-os consistentes para a heterocedasticidade.

A utilização da estatística VIF tem por finalidade averiguar a ausência de multicolinearidade, onde foram analisadas as correlações entre as variáveis explicativas. Gujarati (2006) e Fávero et al. (2009) explicam que pela estatística VIF, números maiores do 10 ou do que 5 apresentam indícios de multicolinearidade.

Como procedimento estratégica para a verificação do poder preditivo dos componentes *ACCRUALS*, *EBITDA* e *FCO* foi utilizado a regressão com dados em painel. Segundo Silva e Cruz Júnior (2003, p. 577), “[...] dados em painel são comuns e referem-se à combinação de dados sobre diferentes unidades econômicas (famílias, empresas, regiões, países, etc.), coletados em diferentes períodos de tempo (dias, semanas, meses, anos, etc.)”.

Greene (2003) afirma que dados em painel é um modelo utilizado e refere-se a uma combinação de diferentes unidades econômicas (neste caso, diferentes setores econômicos) em momentos de tempo distintos (neste caso, dados de diferentes anos). “Ao combinar séries temporais com dados de corte transversal, os dados em painel proporcionam dados mais informativos, mais variedade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência” (GUJARATI, 2006, p. 514).

Assim, o modelo da equação que defini os efeitos aleatórios é dada por:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \dots + \beta_k X_{kit} + V_{it} \quad (3)$$

Sendo que:

$Y_{it}$  = variável dependente;  
 $\beta_0$  = intercepto;  
 $\beta_k$  = coeficiente angular;  
 $X_k$  = variáveis explicativas; e  
 $V_{it}$  = termo de erro composto.

Para a análise dos interceptos da regressão, a identificação de erros compostos e o estimador de efeitos aleatórios, utilizou-se os testes: (a) Teste F de Chow; (b) Teste de Breusch-Pagan; e (c) Teste de Hausman.

O teste F de Chow tem por objetivo avaliar se um determinado modelo estatístico é adequado a um conjunto de informações contínuas e válidas para valores mais recentes da

amostra. Para dados em painel, segundo Costa (2015, p. 109) as hipóteses para este teste são assim determinadas:

$H_0$ : Os interceptos são iguais.

$H_1$ : Os interceptos são diferentes.

O teste de Breusch-Pagan tem por objetivo a identificação de erros compostos, por intermédio da heterocedasticidade dos resíduos. As hipóteses para este teste são assim determinadas:

$H_0$ : O erro é homocedástico.

$H_1$ : O erro é heterocedástico.

O teste de Hausman é utilizado em auxílio para se decidir qual dos modelos de dados em painel é o mais adequado efeitos aleatórios ( $H_0$ ) ou efeitos fixos ( $H_1$ ) (BATISTA, 2017, p. 27). Este teste visa avaliar se do modelo de efeitos aleatórios é plausível, facilitando a escolha entre os modelos de efeitos fixos e aleatórios. Portanto, as hipóteses deste teste para dados em painel são assim determinadas:

$H_0$ : O estimador de efeitos aleatórios é plausível.

$H_1$ : O estimador de efeitos aleatórios não é plausível

Para a verificação da relação existente entre as variáveis estabelecidas, foram realizadas análises descritivas e análise de dados em painel. O sistema selecionado foi o software STATA 13.0<sup>©</sup> para rodar os dados.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesta seção são demonstrados os resultados das análises e as discussões dos resultados alcançados. Preliminarmente, são apresentadas as análises das estatísticas descritivas, matriz de correlações das variáveis e os testes estatísticos, promovendo que inferências iniciais que possam ser tratadas. Por fim, são evidenciadas as soluções para os modelos estabelecidos à luz do referencial teórico de acordo com capítulo 3.

### 4.1 Estatística Descritiva e Matriz de Correlações das Variáveis

Preliminarmente apresenta-se através da Tabela 2 as estatísticas descritivas para todas as variáveis identificadas para as companhias selecionadas. Nesta análise, foram utilizadas medidas de tendência central (média e mediana), medidas de dispersão (valores mínimos e máximos e desvio padrão) e medidas de distribuição (curtose e assimetria). Todos os valores estão demonstrados em moeda nacional corrente.

Tabela 2 – Estatística Descritiva dos dados (continua)

<b>Estatísticas Descritivas – Continua</b>						
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Assimetria	Curtose
2012						
P.ação	0,00	205,00	9,36	19,33	4,58	31,66
Ebitda	-6.173.421,00	53.242.133,00	574.730,15	3.095.441,21	13,08	206,60
Fco	-586.175,00	56.170.000,00	2.005.998,17	6.194.216,02	5,45	35,17
Accruals	-4.603.081,64	3.299.416,63	8.827,81	402.138,01	-1,35	62,95
2013						
P.ação	0,00	821,38	20,17	69,95	8,44	86,00
Ebitda	-	62.823.684,00	636.071,08	3.978.615,97	11,91	170,31
Fco	15.062.236,00	56.209.345,00	2.049.873,30	6.014.620,93	5,10	31,19
Accruals	-2.383.645,00	23.689.184,00	199.319,22	1.334.973,62	14,20	235,62
2014						
P.ação	0,00	445,81	24,03	63,28	4,16	18,87
Ebitda	-3.790.697,00	27.682.053,00	582.282,93	2.115.037,03	7,67	78,70
Fco	-731.749,00	62.241.000,00	2.265.270,06	6.223.814,97	5,08	32,71
Accruals	-786.218,00	32.046.089,00	273.763,45	1.854.807,76	13,71	216,78

Tabela 2 – Estatística Descritiva dos dados (conclusão)

2015	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Assimetria	Curtose
P.ação	0,00	1.377,95	18,80	84,39	11,27	164,03
Ebitda	-	25.386.000,00	464.077,31	2.333.130,46	4,70	55,73
Fco	14.848.128,00	86.407.000,00	2.324.151,19	6.593.043,83	6,84	68,72
Accruals	-1.942.971,00	40.302.115,00	315.535,49	2.314.675,54	13,93	223,45
2016	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Assimetria	Curtose
P.ação	0,00	1.242,55	22,40	87,62	8,67	99,29
Ebitda	-960.064,00	65.025.000,00	815.798,05	4.065.320,95	11,72	164,09
Fco	-1.473.984,00	89.709.000,00	2.291.093,74	6.825.287,07	7,14	72,50
Accruals	-1.782.636,00	48.935.645,00	320.862,56	2.465.760,16	18,27	358,66
2017	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Assimetria	Curtose
P.ação	0,00	1.966,80	39,62	133,43	9,01	111,54
Ebitda	-1.745.724,00	80.251.000,00	886.472,18	4.782.371,01	13,15	198,91
Fco	-2.443.028,00	86.467.000,00	2.443.369,37	7.056.639,58	6,22	55,12
Accruals	-	42.477.557,00	172.234,28	3.481.522,06	-4,43	189,08
	53.893.529,00					

Fonte: O autor, 2019

Todas as variáveis apresentaram médias positivas em todos os anos analisados. Isto pode indicar numa primeira vista que: (a) a variável *ACCRUALS* sofrem de uma maneira geral, mais acréscimos do que decréscimos; (b) a variável *FCO* demonstra um potencial de geração de caixa operacional em sua maioria bem elevados; e (c) a variável *EBITDA* ratifica a capacidade da maioria das companhias na geração de caixa genuinamente operacionais.

É possível ainda perceber que a variabilidade das médias e os desvios padrão dos dados são heterogêneas<sup>11</sup> principalmente em relação as variáveis *ACCRUALS* e *EBITDA*, pois apresentam altos coeficientes de variação ao longo dos anos.

Simultaneamente, é possível identificar a existência de assimetria (valores superiores a 0,5) e curtose com resultados maiores que 3 (curva com alto grau de achatamento). Estes resultados se dão devido a existência de companhias de diversos tamanhos na base de dados analisada.

Na Tabela 3 é apresentada a matriz de correlações para as variáveis utilizadas nos modelos regressivos: (a) Preço da Ação (*PA*); (b) Fluxo de Caixa Operacional (*FCO*); (c) *EBITDA* (*EBITDA*); e as variações das contas de fornecedores, clientes, estoque, amortização e depreciação (*ACCRUALS*).

<sup>11</sup> De acordo com Belfiore e Fávero (2017) consideram-se as medidas de dispersão heterogêneas quando o coeficiente de variação for superior a 30% ( $CV = \sigma/\mu \times 100 > 30\%$ ). Caso o coeficiente de variação for inferior a 30% ( $CV = \sigma/\mu \times 100 < 30\%$ ) considera-se a dispersão homogênea.

Tabela 3 – Matriz de Correlações das Variáveis

<b>MATRIZ DE CORRELAÇÕES DAS VARIÁVEIS</b>				
	<b>pa</b>	<b>ebitda</b>	<b>fco</b>	<b>accruals</b>
<b>pa</b>	1,0000			
<b>ebitda</b>	-0,0239	1,0000		
<b>fco</b>	-0,0204	0,8536	1,0000	
<b>accruals</b>	-0,0140	0,5831	0,7639	1,0000

Fonte: O autor, 2019

De acordo com os resultados reproduzidos, a variável dependente *PA* apresenta correlações positivas e diretamente proporcionais em relação a variável explicativa *FCO* (coeficiente de correlação de Pearson positivo); e correlações negativas e inversamente proporcionais com as variáveis *EBITDA* e *ACCRUALS* (coeficiente de correlação de Pearson negativo). Isto significa dizer que a medida em que os valores relacionados a variável *FCO* aumentam (ou diminuem), o valor da variável *PA* também aumenta (ou diminui); e a medida em que o valor das variáveis *EBITDA* e *ACCRUALS* aumenta (ou diminui), o valor da variável *PA* diminui (ou aumenta).

A matriz de correlação, segundo Lordelo et al (2018) corresponde ao processo inicial de análise de dados estatísticos do universo estudado, identificando visualmente as variáveis envolvidas e a relação existente entre si. A especificação do nível de relação entre duas variáveis é determinada pelo coeficiente de Pearson, localizado entre -1 e 1 capaz de expressar o grau de dependência linear entre duas variáveis quantitativas. Para Johnson e Wichern (2007), quando o coeficiente de Pearson é negativo significa dizer que uma variável diminui com o aumento da outra, e se positiva, uma variável aumenta com o aumento da outra.

## 4.2 Resultado dos testes estatísticos

O teste Shapiro Wilk analisou a possibilidade de aceitação ou a rejeição da hipótese nula de normalidade. Neste caso, o teste de normalidade assume como hipóteses  $H_0$  para amostras oriundas de dados com distribuição  $N(\mu, \sigma)$  e  $H_1$  para amostras não oriundas de dados com distribuição  $N(\mu, \sigma)$  (FAVERO, BELFIORE, 2017, p. 302).

A TABELA 4 – Teste Shapiro Wilk apresenta os resultados para o teste de normalidade da amostra.

Tabela 4 – Teste Shapiro Wilk

Shapiro-Wilk test for normal data					
Variáveis	Obs	W	V	z	Prob > z
pa	1.082	0,21355	532.929	15.598	0,00000
ebitda	1.082	0,28040	487.631	15.377	0,00000
fco	1.082	0,18809	550.183	15.677	0,00000
accruals	1.082	0,18176	554.468	15.696	0,00000

Fonte: O autor, 2019

Para o teste Shapiro Wilk, verifica-se em consequência da grande amostra utilizada e com base no teorema do limite central que, em amostras suficientemente grande a distribuição da média torna-se uma distribuição aproximadamente normal. Uma distribuição tende a aproximar-se da distribuição normal a medida em que o tamanho da amostra  $n$  aumenta infinitamente (GUJARATI, 2006). Os resultados apresentados por Costa (2014) em sua tese de doutorado corroboram com os dados gerados.

O Teste White, introduzido por White (1980), foi utilizado com o objetivo de verificar a presença de heterocedasticidade dos resíduos. A ausência da heterocedasticidade em um modelo econométrico demonstra a constância da variância dos resíduos gerada pela estimação do modelo. Analogamente, este teste ainda avalia a rejeição ou não da hipótese nula de maneira que os termos do erro sejam homocedástico a um nível determinado nível de significância.

A Tabela 5 – Teste de Heterocedasticidade apresenta o resultado para o teste de ausência de heterocedasticidade.

Tabela 5 – Teste White – Ausência de heterocedasticidade

White test			
White's test for H0 : Homoskedasticity against Há : unrestricted heteroskedasticity			
Chi2 (9) = 3,48 Prob > Chi2 = 0,9421			
Cameron & Trivedi's decomposition of IM-test			
Source	Chi2	df	p
Heteroskedasticity	3,48	9	0,9421
Skewness	4,34	3	0,2271
Kurtosis	2,12	1	0,1458
Total	9,94	13	0,6992

Fonte: O autor, 2019

O resultado produzido pelo teste White demonstra a ausência de heterocedasticidade para o modelo econométrico ( $\text{Prob} > \text{chi}2 = 0,9421 > 0,05$ ). Para Fávero e Belfiore (2017, p. 817) a ausência de heterocedasticidade ocorre para modelos econométricos que apresentam



valor- $P_x^2 > 0,05$  (nível de significância de 5%), onde a hipótese nula do teste não pode ser rejeitada.

A multicolinearidade entre as variáveis *FCO*, *EBITDA* e *ACCRUALS* foi analisado através do teste VIF com o objetivo de verificar se a regressão possui condições aceitáveis ou não. Segundo Belfiore e Fávero (2017, p. 790), uma regressão deve ser aceita quando o resultado apresentado pelo teste VIF for menor que 5.

Tabela 6 – Análise Estatística VIF (*variance inflation factor*)

Estat VIF		
Variable	VIF	1/VIF
<b>Fco</b>	6,10	0,164047
<b>Ebitda</b>	3,85	0,260000
<b>accruals</b>	2,51	0,398907
<b>Mean VIF</b>	4,15	

Fonte: O autor, 2019

Os resultados apresentados na TABELA 6, não exibem multicolinearidade para as variáveis *FCO*, *EBITDA* e *ACCRUALS* ( $FCO = 6,10$ ;  $EBITDA = 3,85 < 5$  e  $ACCRUALS = 2,51 < 5$ ), uma vez que, segundo os autores Gujarati (2006) e Fávero et al. (2009), os índices produzidos por este teste apresentam números maiores do que 10 ou do que 5. Isto vem a ser legitimado com os resultados apresentados no estudo realizado por Costa (2014), onde os resultados apresentados foram inferiores a 5.

Tabela 7 – Teste Breusch-Pagan

**Breusch-Pagan / Cook-Weisberg test for heteroskedasticity**

H0 : Constant Variance

Variable: fitted values of pa

Chi2(1) = 200,76

Prob > chi2 = 0,0000

Fonte: O autor, 2019

No teste F de Chowos resultados apresentados sugerem rejeição da hipótese nula ( $H_0$ : Os interceptos são iguais) e a utilização do modelo de efeitos fixos, uma vez que os resultados do Teste F de Chow denotam ocorrência de igualdade de interceptos ( $F_{Chow} = 0,35 > F_c = F_{223,855, 5\%} = 0,9965$ ). Costa (2014), corrobora com os resultados atingidos uma vez que o coeficiente é

menor do que 0,05, levando a rejeição da hipótese nula. Isto comprova a presença de mais de um intercepto e a inexistência de igualdade das variâncias.

Para o Teste Breusch-Pagan, de acordo com a TABELA 8 - rejeitou-se a hipótese nula ( $H_0$ : O erro é homocedástico), uma vez que o *p-value* obtido (*p-value* = 0,000) foi inferior a 0,05, onde a variância dos erros é diferente para cada valor condicionado.

Na TABELA 5 – Resultados dos testes F de Chow e Hausman estão demonstrados os resultados de ambos os testes.

Tabela 8 – Resultados dos testes F de Chow e Hausman

<b>F Chow test</b>		
F test that all $u_i = 0$	F(233,855) = 0,35	Prob > F = 1.0000
<b>Hausman Test</b>		
chi2(3) = (b - B)' [(V_b - V_B)^(-1)] (b - B) = 3.81		
Prob > chi2	= 0.2830	

Significativa ao nível de 5%

Fonte: O autor, 2019

O teste Hausman ratificou pela utilização do modelo de efeitos fixos, devido a inconsistência identificada para o estimador de efeitos aleatórios. Identificou-se há ocorrência de não rejeição da hipótese nula, o que validou o resultado alcançado pelo teste F de Chow para a igualdade de interceptos.

### 4.3 Resultados para o modelo estatístico

Nas Tabelas 9 a 13, contém os resultados atingidos através dos procedimentos econométricos retratados nos capítulos anteriores, a frequência absoluta dos dados e uma análise individualizada dos dados estatísticos dos grupos de setores econômicos mais relevantes.

Tabela 9 – Resultados – Modelo de regressão

reg pa ebitda fco accruals				Number of obs =	1082
				F(231, 850) =	2.68
Source	SS	df	MS	Prob > F =	0.0000
Model	3040196.59	231	13161.0242	R-squared =	0.4211

Residual	4179835.29	850	4917.45329	Adj R-squared =	0.2637
Total	7220031.88	1081	6679.03042	Root MSE =	70.125

	Coef	Std. Err.	t	P> t	(95% Conf. Interval)	
<b>fco</b>	5.54e-07***	8.94e-07***	0.62	0.535	-.120e-06	2.31e-06
<b>ebitda</b>	4.23e-07***	1.71e-06***	0.25	0.805	-.2.94e-06	3.79e-06
<b>accruals</b>	-1.02e-07***	1.14e-06***	-.0.09	0.929	-.2.33e-06	2.13e-06
<b>_cons</b>	44.26763	31.74243	1.39	0.164	-18.03511	106.5704

\*\*\* Significativa ao nível de 5%

Fonte: O autor, 2019

Os coeficientes das variáveis FCO e EBITDA foram significativos ao nível de 5%, embora a constante ter se apresentado estatisticamente significativa. Uma explicação admissível para tal fato é que nesta análise encontram-se os resultados dos sete maiores setores econômicos (petróleo e gás, energia elétrica, alimentos e bebidas, outros, telecomunicações, transporte e serviços e mineração), em termos estruturais e financeiros. No entanto, para a variável ACCRUALS, verificou-se que o coeficiente não foi significativo ao nível de 5%.

Para Santiago (2013), os coeficientes negativos, tendo por base as variáveis FCO ou ACCRUALS, impactam de maneira negativa para a formação de fluxo de caixa futuro (t+1). Já Malacrida (2009) afirma que coeficientes negativos podem ser vistos com cautela pelo mercado, impactando negativamente nas ações.

De uma maneira geral, de acordo com os resultados apresentados, não são rejeitadas as hipóteses de pesquisas  $H_1$  e  $H_2$  onde os setores econômicos influenciam a relação de FCO e EBITDA com o preço da ação. Porém, contrário a estes resultados, rejeita-se a hipótese  $H_3$ ; estabelecendo a não influencia do setor econômico na relação de ACCRUALS com o preço da ação.

Porém, os resultados apresentados denotam dados consolidados, o que proporcionam distorções nos resultados da regressão para este tipo de análise. Desta maneira, objetivando uma análise mais criteriosa e individualizada, foi necessário elaborar um *ranking* entre os grupos econômicos para que assim fosse possível rodar novamente o modelo estatístico estabelecido de maneira individualizada.

Na Tabela 10 segue o *ranking* dos setores econômicos, tendo como métrica estabelecida uma análise de frequência absoluta de dados.

Tabela 10 – Frequência Absoluta dos dados observados

freq sector	Freq.	Percent	Cum.
Outros	258	23,84	23,84
Energia Elétrica	127	11,74	35,58
Construção	95	8,78	44,36

Comércio	84	7,76	52,13
Têxtil	68	6,28	58,41
Transporte e Serviços	61	5,64	64.05
Siderúrgica & Metalúrgica	59	5,45	69.50
Veículos e peças	56	5,18	74.68
Alimentos e Bebidas	51	4,71	79.39
Petróleo e Gás	43	3,97	83.36
Química	36	3,33	86.69
Software e Dados	22	2,03	88.72
Agro e Pesca	21	1,94	90.67
Telecomunicações	21	1,94	92.61
Máquinas Industriais	19	1,76	94.36
Mineração	18	1,66	96.03
Eletroeletrônicos	17	1,57	97.60
Papel e Celulose	14	1,29	98.89
Mineiras não Metálicos	12	1,11	100.00
total	1,082	100,00	

Fonte: O autor, 2019

Os setores “energia elétrica”, “construção” e “comércio” apresentaram frequências absolutas de 127; 95 e 84, respectivamente. Isto significa que os setores integram a amostra em 11,74%; 8,78% e 7,76%, nesta ordem.

Para o setor classificado como “outros”, segundo os critérios estabelecidos pela base de dados Econômica, consistem em companhias de diversas categorias econômicas que não se enquadraram em nenhuma escala existente. Em vista disto, para que os resultados não fossem interpretados de maneira distorcida, este grupo de empresas foram descartados da análise.

Nas Tabelas 11, 12 e 13 são apresentados os resultados do modelo estabelecido para os três maiores setores estabelecidos.

Tabela 11 – Regressão setor de energia elétrica

reg pa ebitda fco accruals				Number of obs =	127
				F(39, 87) =	1.06
Source	SS	df	MS	Prob > F =	0.3998
Model	130887.768	39	3356.09661	R-squared =	0.3224
Residual	275038.772	87	361.36519	Adj R-squared =	0.0187
Total	405926.54	126	3221.6392	Root MSE =	56.226

**Regressão setor de energia elétrica - Continuação**

	Coef	Std. Err.	t	P> t	(95% Conf. Interval)	
<b>fco</b>	-.2.31e-06***	3.17e-06***	-.0.73	0.469	-.8.62e-06	4.00e-06
<b>ebitda</b>	-.9.00e-06***	6.54e-06***	-.1.38	0.172	-.000022	4.00e-06
<b>accruals</b>	-.2.06e-06***	8.20e-06***	-.0.25	0.802	-.0000184	.0000142
<b>_cons</b>	65.33853	35.49091	1.84	0.069	-.5.203496	135.8806

\*\*\* Significativa ao nível de 5%

Fonte: O autor, 2019

Os coeficientes das variáveis FCO, EBITDA e ACCRUALS para o setor de “energia elétrica” não foram significativos ao nível de 5%; contrário a constante que se apresentou significativa. Mais especificamente, os coeficientes foram negativos para as três variáveis explicativas, indicando a rejeição das hipóteses de pesquisa H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub>. Desta forma, de acordo com o modelo adotado, o setor de energia elétrica não demonstra influência na relação entre FCO, EBITDAS e ACCRUALS com o preço das ações.

Corroborando com os resultados obtidos, Costa (2014) afirma que o coeficiente negativo encontrado na estimação do modelo adotado, levam a rejeição da hipótese de pesquisa (neste caso, em sua pesquisa, hipótese H<sub>5</sub>). Para esta hipótese o autor tinha por objetivo verificar se os ACCRUALS possuíam ou não valor preditivo em relação ao fluxo de caixa operacional das resseguradoras em períodos subsequentes.

Tabela 12 – Regressão setor de construção

reg pa ebitda fco accruals				Number of obs =	95
				F(24, 70) =	3.44
Source	SS	df	MS	Prob > F =	0.0000
Model	1602526.86	24	66771.9524	R-squared =	0.5410
Residual	1359863.07	70	19426.6153	Adj R-squared =	0.3836
Total	2962389.93	94	31514.7865	Root MSE =	139.38

	Coef	Std. Err.	t	P> t	(95% Conf. Interval)	
<b>fco</b>	-.000142***	0.0000576	-.2.46	0.016	-.0002568	-.0.0000271
<b>ebitda</b>	-.0.0000249***	0.0000787	-.0.32	0.753	-.0.0001819	.0.0001321
<b>accruals</b>	-.0.001446***	0.0000479	-.3.02	0.004	-.0.0002402	-.0.0000491
<b>_cons</b>	71.93495***	66.03714	1.09	0.280	-59.77197	203.6419

\*\*\* Significativa ao nível de 5%

Fonte: O autor, 2019

Semelhante aos resultados apontados para o setor de energia elétrica, os resultados para o modelo de regressão do setor construção os coeficientes não foram significativos, contrário a constante onde apresentou significância ao nível de 5%. Os resultados negativos para os coeficientes das variáveis explicativas, rejeitam-se as hipóteses de pesquisa H<sub>1</sub>, H<sub>2</sub> e H<sub>3</sub>, o que se pode afirmar que o setor de construção não influencia na relação entre FCO, EBITDAS e ACCRUALS com o preço das ações.

Tabela 13 – Regressão do setor de comércio

reg pa ebitda fco accruals				Number of obs =	84
				F(231, 850) =	4.95
Source	SS	df	MS	Prob > F =	0.0000
Model	850699.554	24	35445.8147	R-squared =	0.6682
Residual	422489.644	59	7160.84177	Adj R-squared =	0.5332
Total	1273189.22	83	15339.6291	Root MSE =	84.622

	Coef	Std. Err.	t	P> t	(95% Conf. Interval)	
<b>fco</b>	.0001573***	.0000396	3.97	0.000	.000078	.0002366
<b>ebitda</b>	.0000114***	.000028	0.41	0.686	-.0000447	.0000674
<b>accruals</b>	-.0000155***	.0000348	-.045	0.658	-.0000852	.0000542
<b>cons</b>	65.63629***	43.40895	1.51	0.136	-.21.22481	152.4974

\*\*\* Significativa ao nível de 5%

Fonte: O autor, 2019

A constante e os coeficientes das variáveis explicativas FCO e EBITDA apresentaram significância ao nível de 5%, oposto ao resultado negativo para o coeficiente da variável ACCRUALS. Os resultados encontrados na estimação deste modelo contribuíram para a não rejeição das hipóteses da pesquisa H<sub>1</sub> e H<sub>2</sub>, ou seja, o setor “comércio” apresenta influencia na relação de FCO e EBITDA com o preço da ação. Por outro lado, a hipótese de pesquisa H<sub>3</sub>, para este segmento foi rejeitada, evidenciando a inexistência de influência do setor econômico “comércio” da relação de ACCRUALS com o preço da ação.

Ainda com relação aos sinais dos coeficientes das variáveis, compreende-se que quanto maior e positivo for estes resultados, maior será o preço da ação. Já para coeficientes negativos indicam baixa no preço da ação. Desta maneira, o modelo estabelecido por Finger (1994) apresentou competências necessárias para atender aos critérios de aceitação ou rejeição das hipóteses de pesquisas determinadas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo avaliou a capacidade dos FCO, EBITDA e ACCRUALS para prever fluxo de caixa operacional futuro e estabelecer em quais setores econômicos existem relação de influência entre o preço das ações e estas variáveis em companhias brasileiras com ações no mercado financeiro. Para tanto, priorizou-se uma pesquisa documental e caráter explicativo, tendo como base de investigação dados extraídos do banco de dados da Economatica.

O objetivo geral do estudo constituiu em alcançar respostas para o problema de pesquisa estabelecido e formar conhecimento acerca da previsibilidade de fluxo de caixa e a influência no valor da ação no mercado financeiro. A motivação para o desenvolvimento desta temática se deu devido à escassez de estudos brasileiros a respeito desta linha de pesquisa tendo como itens de investigação estas três variáveis analisadas em conjunto e a contribuição para o arcabouço da literatura contábil através de discussões produzidas.

Uma outra motivação para o desenvolvimento desta pesquisa se dá devido aos fatores fundamentais para o planejamento financeiro associado a implementação e controle de instrumentos adequados para a gestão de caixa. Desta forma, a compreensão acerca de fluxos de caixa futuro viabiliza uma melhor visão para investidores atrelados a gestão e capacidade de pagamento de dividendos futuros.

Visando êxito para o objetivo geral, foram estabelecidas três hipóteses de pesquisas: H<sub>1</sub>: O setor econômico influencia a relação de FCO com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior; H<sub>2</sub>: O setor econômico influencia a relação de EBITDA com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior; e H<sub>3</sub>: O setor econômico influencia a relação de ACCRUALS com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior. As análises destas hipóteses auxiliaram na identificação se os setores econômicos apresentaram ou não influência sobre a relação variável versus preço da ação e também, nos impactos de aumento ou redução para o valor da ação no mercado financeiro.

Para realização desta investigação, este estudo baseou-se no modelo estabelecido por Finger (1994) e amplamente utilizado por diversas pesquisas como Dechow, Kothari e Watt (1998), Barth, Cram e Nelson (2001), Bartov et al (2001), Malacrida (2009), Santiago (2013), Costa (2014) entre outros. Porém, antes de rodar os dados no modelo estabelecido, foram

realizados alguns testes estatísticos objetivando a validação da amostra obtida. De acordo com os resultados por estes testes, a base amostral apresentou-se adequada para o estudo.

Uma das principais contribuições evidenciada pelo modelo é expressar que o preço da ação pode ser estabelecido através de uma função estatística, tendo como instrumentos de exploração variáveis. Assim sendo, os resultados encontrados para este estudo evidenciam que:

H1: O setor econômico influencia a relação de FCO com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.

De maneira geral, a H1 demonstrou-se aceitável e relevante para demonstrar a influência dos setores econômicos na relação FCO e preço de ação e, percebeu-se a significância, de acordo com o coeficiente, para a formação de preço da ação.

Para os setores segregados, os resultados evidenciaram que o setor econômico influencia na relação FCO e preço da ação somente para o setor “comércio” dentre os três maiores grupos. Para os demais (“energia elétrica” e “construção”), a hipótese da pesquisa não foi aceita, uma vez que os coeficientes se mostram irrelevante para influenciar na relação FCO e preço da ação. Percebeu-se ainda que, se o coeficiente é positivo e crescente, o valor do FCO e o preço da ação seguem crescimentos positivos e crescentes. Para o resultado negativo e decrescente do coeficiente, o valor do FCO apresentou-se negativo e decrescente enquanto que o preço da ação decresceu até o limite zero.

H2: O setor econômico influencia a relação de EBITDA com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.

Assim como a H1, H2 demonstrou ser aceitável e relevante para demonstrar a influência dos setores econômicos na relação EBITDA e preço de ação em todos os setores econômicos analisados.

Nos resultados segregados, verificou-se que esta hipótese de pesquisa foi rejeitada entre os grupos de maior relevância absoluta, estabelecendo a inexistência de influência do setor econômico em relação a variável e o preço da ação. Isto quer dizer que os setores “energia elétrica” e “construção” não apresentam interferência no processo de precificação da ação. Contrário a isto, o setor “comércio” apresentou resultados que determinaram a relação de influência do setor sobre o preço da ação.



Verificou-se ainda que para o preço da ação sofreram influências decrescente no preço da ação em decorrência dos resultados negativos da variável.

H3: O setor econômico influencia a relação de ACCRUALS com preço da ação, de tal modo que determinados setores apresentam uma relação significativamente maior.

Diferente das demais hipótese de pesquisa, H3 demonstrou que os setores econômicos não apresentam influência na relação ACCRUALS e preço de ação (rejeitou-se a hipótese de pesquisa).

Contudo, para os resultados segregados em setores, verificou-se que esta hipótese de pesquisa também foi rejeitada para todos os grupos de maior relevância absoluta, demonstrando que os tais setores econômicos não influenciam na relação entre a variável e o preço da ação. Além disso, os resultados alcançados demonstram uma relação proporcionalmente decrescente em relação variável e preço da ação (limite zero).

Portanto, de acordo com os resultados demonstrados por esta pesquisa, foi possível responder ao problema de pesquisa, ao qual objetivava-se verificar a capacidade das variáveis estabelecidas em prever fluxo de caixa operacional entre os setores econômicos demonstrados e, identificar a existência de relação de influência entre os maiores setores e o preço da ação.

Devido a relevância do tema para a gestores e investidores, como sugestões para futuras pesquisas, sugere-se maiores estudos a respeito do comportamento e as expectativas do mercado diante da identificação da capacidade informativa contidas nestas variáveis. Sugere-se ainda que sejam utilizadas outras metodologias e outros métodos econométricos que possam atestar a capacidade preditiva destas variáveis em combinação com outros indicativos.

## REFERÊNCIAS

- ABARBANELL, Jeffery S.; BUSHEE, Brian J.. Abnormal Returns to a Fundamental Analysis Strategy, **The Accounting Review**, North Carolina, v. 73, n. 1, p. 19-45, jan. 1998.
- AL-ATTAR, Ali; HUSSAIN, Simon. Corporate Data and Future Cash Flows, **Journal Of Business Finance & Accounting**, v. 31, n. 78, p. 861-903, 25 ago. 2004. Wiley.
- ALCALDE, Adriano. **Efeitos hierárquicos na margem Ebitda**: influências do tempo, firma e setor.. 2010. 155 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- ALI, Ashiq; HWANG, Lee-seok. Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data, **Journal Of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 1-21, abr. 2000. JSTOR. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2307/2672920>>.
- AL-DEBIE, Mamoun M. Are Operating Cash Flows a Superior Predictor of Future Operating Cash Flows than Earnings? evidence from Jordan. : Evidence from Jordan. **European Journal Of Economics, Finance And Administrative Sciences**, Jordan, v. 40, n. 38, p. 36-46, out. 2011.
- ALMEIDA, José Joaquim Marques de. Risco e paradigma da auditoria, **Revista Revisores e Empresas**, Rio de Janeiro, p. 15-16, set. 2001.
- ALMEIDA, José Elias Feres de; SOUZA, Almir Ferreira de; RODRIGUES, Adriano. Fluxo de Caixa e Accruals: objetividade versus subjetividade no índice market-to-book das companhias abertas brasileiras. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 4, n. 1, p. 106-117, 28 jan. 2010. Programa de Pos-graduacao em Ciencias Contabeis da UFRJ.
- ALONSO, Pablo de Andrés; PALENZUELA, Valentín Azofra; ITURRIAGA, Félix Javier López; MORENO, María Begoña Prieto. Discrecionalidad directiva, dirección de resultados y gobierno de la empresa: un análisis empírico internacional. In: JORNADAS HISPANO LUSAS DE GESTIÓN CIENTÍFICA, 11., 2001, La Paz. **Conferência**. La Paz: Revista Empresa y Nueva Economía, 2001.
- ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**: noções práticas. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 165 p.
- ANDRADE, Jefferson Pereira; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Value relevance: um estudo com ofertas públicas iniciais (ipo). **Sistemas & Gestão**, v. 12, n. 2, p. 205-14, 24 ago. 2017. Laikos Servicos Ltda.
- ANDRADE, Jefferson Pereira; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. EDUCAÇÃO FINANCEIRA: uma análise de grupos acadêmicos. **Revista Economia & Gestão**, v. 18, n. 49, p. 103-121, 14 ago. 2018. Pontificia Universidade Catolica de Minas Gerais.
- ARTHUR, Neal; CHENG, Marco; CZERNKOWSKI, Robert. Cash flow disaggregation and the prediction of future earnings. **Accounting & Finance**, v. 50, n. 1, p. 1-30, mar. 2010. Wiley.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 824 p.

ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César Augusto Tiburcio, **Administração Do Capital De Giro**. São Paulo: Atlas, 2002. 288 p.

AZEVEDO, Rita. Entenda o que é ADR, **Revista Exame on-line**, 2017. Disponível em: <https://exame.com/mercados/entenda-o-que-e-adr/>. Acesso em: 22 fev. 2019.

BALL, Ray; BROWN, Philip. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers, **Journal Of Accounting Research**, , v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968. JSTOR.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; HAND, John R. M.; LANDSMAN, Wayne R., Accruals, Cash Flows, and Equity Values, **Review Of Accounting Studies**, , v. 4, n. 3/4, p. 205-229, dez. 1999. Springer Science and Business Media LLC.

BARTH, Mary E.; CRAM, Donald P.; NELSON, Karen K.. Accruals and the Prediction of Future Cash Flows, **The Accounting Review**, , v. 76, n. 1, p. 27-58, jan. 2001. American Accounting Association.

BARTH, Mary e; BEAVER, William H; LANDSMAN, Wayne R. The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view: another view, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 31, n. 1-3, p. 77-104, set. 2001. Elsevier BV.

BARTOV, Eli; GOLDBERG, Stephen R.; KIM, Myung-sun. The Valuation-relevance of Earnings and Cash Flows: an international perspective: an International Perspective, **Journal Of International Financial Management And Accounting**, , v. 12, n. 2, p. 103-132, jun. 2001. Wiley.

BASTOS, Douglas Dias; NAKAMURA, Wilson Toshiro; DAVID, Marcelino; ROTTA, Uriel Antonio Superti. A Relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias de capital aberto no Brasil, **Revista de Gestão Usp**, São Paulo, v. 16, n. 3, p. 65-79, set. 2009.

BATISTA, Tayná Cruz; OLIVEIRA, Juliana Ferreira de; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva. Relevância da informação contábil para o mercado brasileiro de capitais: uma análise comparativa entre lucro líquido, lucro abrangente e fluxo de caixa operacional, **Race - Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, , v. 16, n. 1, p. 381-408, 23 mar. 2017. Universidade do Oeste de Santa Catarina.

BEAVER, William H.. The Information Content of Annual Earnings Announcements, **Journal Of Accounting Research**, , v. 6, p. 67-92, jan. 1968. JSTOR.

BEAVER, William H.; KENNELLY, John W.; VOSS, William M.. Predictive Ability as a Criterion for the Evaluation of Accounting Data. **American Accounting Association**, Bradenton, v. 43, n. 4, p. 675-683, out. 1968.

BELFIORE, Patrícia Prado; FÁVERO, Luiz Paulo Lopes. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com excel, spss e stata**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017. 1187 p.

BENJEMÂA, Olfa; TOUKABRI, Mohamed; JILANI, Faouzi. Accruals and the Prediction of Future Operating Cash-flows: evidence from tunisian companies, **International Journal Of Accounting And Economics Studies**, , v. 3, n. 1, p. 1-6, 20 dez. 2014. Science Publishing Corporation.

BERNSTEIN, Leopold A.. **Financial statement analysis: theory, application and interpretation**. 5. ed. Australia: Homewood, Il : Irwin, 1993. 1075 p.

BIRD, R; GERLACH, R; HALL, Ad. The prediction of earnings movements using accounting data: an update and extension of ou and penman. **Journal Of Asset Management**, , v. 2, n. 2, p. 180-195, set. 2001. Springer Science and Business Media LLC.

BOMFIM, Paulo Roberto Clemente Marques; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Indicadores Financeiros e Operacionais para a Avaliação de Desempenho de Empresas do Setor de Petróleo e Gás, **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 16, n. 1, p. 112-131, abr. 2013.

BOWEN, Robert M.; BURGSTAHLER, David; DALEY, Lane A., Evidence on the Relationships between Earnings and Various Measures of Cash Flow. **The Accounting Review**, , p. 713-725. out. 1986.

BRAGA, Zuinglio José Barroso. **Estudo de avaliação de desempenho financeiro de empresas, através da análise de coeficientes de suficiência e eficiência, elaborados a partir da Demonstração de Fluxo de Caixa - modelo indireto**. 2001. 132 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2001.

BRITO, Ney O. Eficiência informacional fraca de mercados de capitais sob condições de inflação, **Revista Brasileira de Mercado de Capitais**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 10, p. 63-85, abr. 1978.

BUSHEE, Brian J.. The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior, **The Accounting Review**, , v. 73, n. 3, p. 305-333, jul. 1998.

CALLADO, Antônio André Cunha. **Eficiência do mercado acionário brasileiro: retorno das ações negociadas na bovespa, variáveis macroeconômicas, causalidade e fatores condicionantes**. 2009. 193 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2009. Cap. 12.

CARDOSO, Ricardo Lopes; AQUINO, André Carlos Busanelli de; ALMEIDA, José Elias Feres de; NEVES, Antônio José Barbosa das. Acumulações Discricionárias, Liquidez e Governança Corporativa Divulgada no Brasil. In: ENANPAD, 30., 2006, Bahia. **Congresso**. Salvador: Anpad, 2006. p. 1-15.

Cambridge University Press. **Cambridge Business English Dictionary**. Cambridge: Cambridge University Press, 2011. 947 p.

- CARNEIRO, Francisco Galvão. A metodologia dos testes de causalidade em economia, **Unb**, Brasília, v. 20, n. 1, p. 1-19, jan. 1997.
- CHAMBERS, Raymond J.. **Accounting, Evaluation and Economic Behavior**. New Jersey: Prentice Hall, 1966. 450 p.
- CHAN, Konan; CHAN, Louis K. C.; JEGADEESH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. Earnings Quality and Stock Returns, **The Journal Of Business**. p. 1041-1082. maio 2006.
- CHAN, Konan; CHAN, Louis K.c.; JEGADEESH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef. Earnings Quality and Stock Returns: the evidence from accruals: The Evidence from Accruals. **Ssrn Electronic Journal**, 2001. Elsevier BV. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.259691>. Acesso em 27/07/2017.
- CHENG, C. S. Agnes; LIU, Chao-shin; SCHAEFER, Thomas F.. Earnings Permanence and the Incremental Information Content of Cash Flows from Operations, **Journal Of Accounting Research**, , v. 34, n. 1, p. 173, 1996. JSTOR.
- CHARITOU, Andreas; KETZ, J. Edward. Valuation of Earnings, Cash Flows and their Components: an empirical investigation, **Journal Of Accounting, Auditing & Finance**, , v. 5, n. 4, p. 475-497, out. 1990. SAGE Publications.
- COELHO, Fabiano Simões. Ebtida: a busca de uma melhor compreensão do maior vox populi do mercado financeiro, **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro, v. 6, n. 26, p. 1-13, nov/dez. 2004.
- COHEN, Daniel A.; DEY, Aiyasha; LYS, Thomas Z.. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods, **The Accounting Review**, , v. 83, n. 3, p. 757-787, 1 maio 2008. American Accounting Association.
- COHEN, Daniel A.; ZAROWIN, Paul. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings, **Journal Of Accounting And Economics**. p. 2-19. out. 2010.
- COLAUTO, Romualdo Douglas; BEUREN, Ilse Maria. Um estudo sobre a influência de Accruals na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas, **Revista de Administração Contemporânea**, , v. 10, n. 2, p. 95-116, jun. 2006. FapUNIFESP (SciELO).
- COLAUTO, Romualdo Douglas.; BEUREN, Ilse Maria. Análise dos reflexos do accrual accounting no lucro ou prejuízo contábil: um estudo em sociedades anônimas abertas no Brasil, **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, v. 4, n. 2, p. 171-181, 2007.
- COLLINS, Daniel W.; HRIBAR, Paul. Earnings-Based and Accrual-Based Market Anomalies: one effect or two? **Ssrn Electronic Journal**, , v. 29, n. 1, p. 101-123, jan. 2000. Elsevier BV.

COLLINS, Daniel W.; GONG, Guojin; HRIBAR, Paul. Investor Sophistication and the Mispricing of Accruals, **Review Of Accounting Studies**, , v. 8, n. 2/3, p. 251-276, jun. 2003. Springer Science and Business Media LLC.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Deliberação**, 641. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 03(R2) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC sobre demonstração dos fluxos de caixa. SÃO PAULO, 07 set. 2010. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0600/deli641.html>. Acesso em 15/04/2018.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução**, n. 527 - Dispõe sobre a divulgação voluntária de informações de natureza não contábil denominadas LAJIDA e LAJIR. SÃO PAULO, 05 out. 2012. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst527.html>. Acesso em 01/07/2018.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento** nº 00, de 02 de dezembro de 2011. Estrutura Conceitual Para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-financeiro (R1). SÃO PAULO, 15 dez. 2011. p. 1-35. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>. Acesso em 01/07/2018

CORMIER, Denis; MAGNAN, Michel; MORARD, Bernard. La gestion stratégique des résultats: le modèle anglo-saxon convient-il au contexte suisse ?. **Comptabilité - Contrôle - Audit**, v. 4, n. 1, p. 25, 1998. CAIRN.

COSTA, Alessandra Cristina de Oliveira; TEIXEIRA, Aridélmo José Campanharo; NOSSA, Valcemiro. Conservadorismo, accruals e qualidade dos lucros contábeis. In: ENANPAD, 26., 2002, Salvador. **Anais eletrônicos**. Salvador, 2002. Disponível em Disponível em: <<http://www.anpad.org.br>>. Acessado em: 15 jul. 2018

COSTA, Jorge Andrade. **O valor preditivo do resultado líquido contábil, dos accruals e do fluxo de caixa operacional das empresas do mercado segurador brasileiro**. 2014. 199 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Cap. 5.

COLLINS, Daniel W.; MAYDEW, Edward L.; WEISS, Ira S.. Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 24, n. 1, p. 39-67, dez. 1997. Elsevier BV.

COSTA, Jorge Andrade. **O valor preditivo do resultado líquido contábil, dos accruals e do fluxo de caixa operacional das empresas do mercado segurador brasileiro**. 2014. 197 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

CUPERTINO, César Medeiros. **Anomalia dos accruals no mercado brasileiro de capitais**. 2010. 193 f. Tese (Doutorado) - Curso de Engenharia de Produção, Centro Tecnológico, Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2010. Cap. 4.

DAMODARAN, Aswath. **Corporate Finance: theory and practice**. 2. ed. New York: Wiley, 2001. 1008 p.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders, **The Accounting Review**: American Accounting Association, Sarasota, v. 85, n. 3, p. 400-420, jan. 1986.

DECHOW, Patricia M. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 18, n. 1, p. 3-42, jul. 1994. Elsevier BV.

DECHOW, Patricia M.; KOTHARI, S.p.; WATTS, Ross L.. The relation between earnings and cash flows, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 25, n. 2, p. 133-168, maio 1998. Elsevier BV.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.. Executive incentives and the horizon problem, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 14, n. 1, p. 51-89, mar. 1991. Elsevier BV.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Ilia D.. The Quality of Accruals and Earnings: the role of accrual estimation errors, **The Accounting Review**, , v. 77, n. -1, p. 35-59, 1 mar. 2002. American Accounting Association.

DESAI, Hemang; RAJGOPAL, Shivaram; VENKATACHALAM, Mohan. Value-Glamour and Accruals Mispricing: one anomaly or two?. **The Accounting Review**. , p. 355-385. abr. 2004.

DIAS FILHO, José Maria.; MACHADO, Luiz Henrique Baptista. Abordagens da pesquisa em contabilidade. In: IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B. (cords.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004. p. 15-69.

DONTOH, Alex; RADHAKRISHNAN, Suresh; RONEN, Joshua. Is stock price a good measure for assessing value-relevance of earnings? An empirical test. **Review Of Managerial Science**, , v. 1, n. 1, p. 3-45, 27 mar. 2007. Springer Science and Business Media LLC.

DYE, Ronald A.. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 32, n. 1-3, p. 181-235, dez. 2001. Elsevier BV.

EBAID, Ibrahim El-sayed. The value relevance of accounting-based performance measures in emerging economies, **Management Research Review**, , v. 35, n. 1, p. 69-88, 16 dez. 2011. Emerald.

EDWARDS, Edgar O.; BELL, Philip W.. **The Theory and Measurement of Business Income**. Los Angeles: University Of California Press, 1961. 323 p.

EFIONG, Eme J; EJABU, Fidelis Enya. Effects of Discretion Accruals on Stock Prices of Quoted Manufacturing Companies in Nigeria, **Account And Financial Management Journal**, , v. 3, n. 1, p. 1271-1276, 18 jan. 2018. Valley International.

FAISSOL, Ricardo de Andrade Lima. **Estudo do “Valuation” a partir do modelo de fluxo de caixa descontado, assim como a implementação de uma ação estratégica**: aplicação na organização. 2017. 46 f. TCC (Graduação) - Curso de Engenharia de Produção, Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2017. Cap. 7.

FAMA, Eugene F.. Efficient Capital Markets: a review of theory and empirical work: A Review of Theory and Empirical Work, **The Journal Of Finance**, , v. 25, n. 2, p. 383, maio 1970. JSTOR.

FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R.. Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies, **The Journal Of The American Finance Association**, , v. 1, n. 51, p. 55-84, mar. 1996.

FIELDS, Thomas D; LYS, Thomas Z; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 31, n. 1-3, p. 255-307, set. 2001. Elsevier BV.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB); **Statement of financial accounting concepts no. 1. Objectives of financial reporting by business enterprises**. Stamford, 1978. Disponível em: [https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document\\_C/DocumentPage?cid=1218220128261&acceptedDisclaimer=true](https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220128261&acceptedDisclaimer=true). Acessado em: 04 abr. 2019.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **FAS 95 - Statement of Cash Flows**. Disponível em: [https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document\\_C/DocumentPage?cid=1218220128261&acceptedDisclaimer=true](https://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage?cid=1218220128261&acceptedDisclaimer=true). Acessado em: 04 abr. 2019.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **FAS 02 - Statements of Financial Accounting Concepts – Qualitative Characteristics of Accounting Information**. Disponível em <http://www.fasb.org>. Acessado em 02 de julho de 2018.

FÁVERO, Luiz Paulo Lopes; BELFIORE, Patrícia Prado; SILVA, Fabiana Lopes da; CHAN, Betty Lilian. **Análise de dados**: modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 646 p.

FELTHAM, Gerald A.; OHLSON, James A.. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. **Contemporary Accounting Research**, , v. 11, n. 2, p. 689-731, mar. 1995. Wiley.

FERNÁNDEZ, Pablo. Valuation Using Multiples: how do analysts reach their conclusions?. **Ssrn Electronic Journal**, , v. 2, n. 1, p. 1-11, jul. 2002. Elsevier BV.

FINGER, Catherine A.. The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow. **Journal Of Accounting Research**, , v. 32, n. 2, p. 210-223, ago. 1994. JSTOR.

FLOURO, Christie; CHALEVAS, Constantinos. Key accounting value drivers that affect stock returns: evidence from greece. **Managerial Finance**, , v. 36, n. 11, p. 921-930, 28 set. 2010. Emerald.

FRANCIS, Jennifer; SCHIPPER, Katherine. Have Financial Statements Lost Their Relevance? **Journal Of Accounting Research**, v. 37, n. 2, p. 319-352, 1999. JSTOR.



FREITAS, Márcio Handerson Benevides de; FREITAS, Maurício Assuero Lima de; ANJOS, Luiz Carlos Marques dos; TAVARES, Márcia Ferreira Neves. Estudo sobre a utilização de análise fundamentalista na seleção de ações vencedoras e perdedoras da BOVESPA pós-implantação e transição do IFRS (2014-2016), **Revista de Estudos Contábeis**, Londrina, v. 8, n. 15, p. 23-44, jul/dez 2017.

FREITAS, Ernani Cesar de; PRODANOV, Cleber Cristiano. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013. 277 p.

FREZATTI, Fábio; AGUIAR, Andson Braga de. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas, **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 3, n. 3, p. 7-24, dez. 2007.

FRIDSON, Martin S.. EBITDA is not king. **Journal Of Financial Statement Analysis**. , p. 59-62. jan. 1998.

FONSECA, João José Saraiva da. **Metodologia da pesquisa científica**. Fortaleza: Uece, 2002.

GARCIA, Adalberto Escalona; METTE, Frederike Monika Budiner. EBITDA e fluxo de caixa operacional: um estudo empírico, **Revista de Relações Internacionais**, Porto Alegre, v. 6, n. 2, p. 53-70, dez. 2015.

GELBCKE, E. R.; SANTOS, A.; IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E. **Manual de contabilidade societária: de acordo com as normas internacionais e do CPC**. 3 ed. São Paulo, 2018.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002. 188 p.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: has financial reporting become more conservative?. **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 29, n. 3, p. 287-320, jun. 2000. Elsevier BV.

GIVOLY, Dan; HAYN, Carla; LEHAVY, Reuven. The Quality of Analysts' Cash Flow Forecasts. **The Accounting Review**, , v. 84, n. 6, p. 1877-1911, nov. 2009. American Accounting Association.

GREENBERG, H.; EBITDA: never trust anything that you can't pronounce. **Fortune**, New York, n. 137, p. 192-194, 1998.

GREENE, William H.. **Econometric Analysis**. 5. ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003. 828 p.

GUJARATI, Damodar N.. **Econometria Basica**. 5. ed. Minas Gerais: Amgh, 2006. 918 p.

GUMBI, Percy. **Predictive Ability of Current Earnings and Cash flows**. 2012. 89 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administration, Institute Of Business Science, University Of Pretoria, Pretoria, 2012. Cap. 7.

HABIB, Ahsan. The role of accruals and cash flows in explaining security returns: evidence from New Zealand, **Journal Of International Accounting, Auditing And Taxation**, , v. 17, n. 1, p. 51-66, jan. 2008. Elsevier BV.

HABIB, Ahsan. Value relevance of alternative accounting performance measures: Australian evidence. **Accounting Research Journal**, , v. 23, n. 2, p. 190-212, 14 set. 2010. Emerald.

HEALY, Paul M.. The effect of bônus schemes on accouting decisions. **Journal Of Accounting And Economics**. North-holland, p. 85-107. out. 1985.

HENDRIKSEN, Eldon S; VAN BREDA, Michael F. **Accounting theory**. 5. ed. Homewood: Homewood, Il, 1992. 905 p.

HENDRICKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F.. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999. 549 p.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F.. **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2015. 32 p.

BLOCK, Geoffrey Hirt Stanley. **Fundamentals Of Investment Management**. 8. ed. India: Tata Mcgraw Hill, 2009. 123 p.

IÇO, José Antônio; BRAGA, Rosalva Pinto. EBITDA: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional. **Revista Pensar Contábil**, Rio de Janeiro: CRCRJ, ano III, n.10, NOV/JAN. 2001.

INSTITUTO DE AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL (IBRACON). Pronunciamento NPC Nº 20, de 24 de maio de 2011. **Demonstração dos Fluxos de Caixa**. .20, SP, 24 maio 2011. Disponível em: <http://www.ibracon.com.br/ibracon/Portugues/detPublicacao.php?cod=141>. Acessado em: 04/04/2019.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANTARDS BOARD (IASB). **IAS 7 - Statement of Cash Flows**. Disponível em: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-7-statement-of-cash-flows/>. Acessado em 04/04/2019.

IUDICIBUS, Sergio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000. 336 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel. **Teoria Avançada da Contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. 360 p.

GENTRY, James A.; NEWBOLD, Paul; WHITFORD, David T.. Profiles of Cash Flow Components. **Journal of Accounting Research**. Financial Analysts Journal, Chicago, v. 46, n. 4, p. 41-48, ago. 1990.

- JACEK, Welc. EBITDA vs. Cash Flows in Bankruptcy Prediction on the Polish Capital Market. **European Financial And Accounting Journal**, , v. 12, n. 2, p. 91-103, 1 jun. 2017. University of Economics.
- JOHNSON, Richard A.; WICHERN, Dean W.. **Applied Multivariate Statistical Analysis**. 6. ed. New Jersey: Upper Saddle River, 2007. 773 p.
- JONES, Jennifer J.. Earnings Management During Import Relief Investigations, **Journal Of Accounting Research**, , v. 29, n. 2, p. 193, 1991. JSTOR.
- JONES, Graciela Dias Coelho; SIESSERE, Arthur Tornatore; NAKAMURA, Wilson Toshiro. O uso do EBITDA como proxy do fluxo de caixa operacional por empresas brasileiras, **Revista de Administração de Roraima**, Roraima, v. 6, n. 1, p. 71-89, jan. 2016.
- KABIR, Md Humayun. Positive Accounting Theory and Science: a comparison. **Ssrn Electronic Journal**, , p. 136-149, 2007. Elsevier BV.
- KANG, Sok-hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K.. Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. **Journal Of Accounting Research**, Chicago, v. 33, n. 2, p. 353, 1995. JSTOR.
- KIM, Myungsun; KROSS, William. The Ability of Earnings to Predict Future Operating Cash Flows Has Been Increasing-Not Decreasing. **Journal Of Accounting Research**, , v. 43, n. 5, p. 753-780, dez. 2005. Wiley.
- KROENKE, Adriana; SÖTHER, Ari; BEZERRA, Francisco Antonio. Evolução do conhecimento contábil nos artigos científicos da revista de contabilidade e finanças sob a visão epistemológica de Ludwik Fleck. **Enfoque: Reflexão Contábil**, , v. 30, n. 2, p. 83-97, 6 set. 2011. Universidade Estadual de Maringá.
- LIMA, Franciane Gonçalves; SANTANA, Luciene; NOSSA, Valcemiro. EBITDA: uma análise de correlação com os retornos totais aos acionistas no mercado de capitais brasileiro. In: ENANPAD, 28., 2004, Curitiba. **Anais**. Paraná: Usp, 2004. p. 1-15.
- LEAL, Luisa Tomi Yanaguibashi; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; MARTINS, Vinícius Gomes. Persistence, value relevance and accruals quality in extreme earning and cash flow situations. **Revista de Administração Mackenzie**, , v. 18, n. 3, p. 203-231, jun. 2017. FapUNIFESP (SciELO).
- LEV, Baruch; THIAGARAJAN, S. Ramu. Fundamental Information Analysis, **Journal Of Accounting Research**, , v. 31, n. 2, p. 190-215, out. 1993. JSTOR.
- LOPES, Aleksandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais**: o modelo de Ohlson aplicado a Bovespa. 2001. 308 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- LOPES, Aleksandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005. 196 p.

LOPES, Daniela de Oliveira; SALES, Aparecido Francisco. A Importância e Vantagens da Análise do Ebitda para Avaliação de Ações: estudo de caso na empresa gol. **Revista Eletrônica Gestão e Negócios**, Sorocaba, v. 5, n. 1, p. 1-42, 2014.

LOPES, Alexsandro Broedel ; TUKAMOTO, Yhurika Sandra. Contribuição ao estudo do “gerenciamento” de resultados: uma comparação entre as companhias abertas brasileiras emissoras de ADRs e não-emissoras de ADRs. **Revista de Administração**, v. 42, n. 1, p. 86-96, 2007.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002. 148 p.

LOPES, Alexsandro Broedel; GALDI, Fernando Caio. **Financial Statement Analysis also Separate Winners from Losers in Brazil**. In: SEMINÁRIOS DE PESQUISA ECONÔMICA DA EPGE, 1., 2007, São Paulo: FGV, 2007.

LORDELO, Lidiane Mendes Kruschewsky; BORJA, Patricia Campos; PORSANI, Milton José; MORAES, Luiz Roberto Santos; ORRICO, Silvio Roberto Magalhães. Avaliação do uso e funcionamento das cisternas do PIMC: um estudo no Semiárido Baiano. **Revista Eletrônica de Gestão e Tecnologias Ambientais**, , v. 5, n. 2, p. 107, 25 set. 2017. Universidade Federal da Bahia.

LUO, Mei. Unusual operating cash flows and stock returns. **Journal Of Accounting And Public Policy**, , v. 27, n. 5, p. 420-429, set. 2008. Elsevier BV.

LUSTOSA, Paulo Roberto B.; SANTOS, Ariovaldo dos. Poder relativo do lucro contábil e do fluxo de caixa das operações para prever fluxo de caixa futuro: um estudo empírico no brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (repec)**, , v. 1, n. 1, p. 39-58, 15 jan. 2007. ABRACICON: Academia Brasileira de Ciências Contábeis.

MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; SILVA, Angelino Fernandes; MARQUES, José Augusto V. da C.. Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis II, fco e ebitda. **Revista Universo Contábil**, , p. 06-24, 30 abr. 2012. Revista Universo Contabil.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva.; SORAES, José Eduardo Vaz de Macedo; JESUS, Leandro Fernandes de; BOINA. Terence Machado. **Avaliação da Capacidade Preditiva do Lucro Líquido, do Fluxo de Caixa Operacional e dos Accruals Antes e Após a Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil**. São Paulo: USP, 2016. 1 p. Disponível em: <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos162016/143.pdf>. Acesso em: 15/09/2018.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo; LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. A Relevância da Demonstração do Fluxo de Caixa para o Mercado de Capitais Brasileiro. In: ENANPAD, 32., 2008, Rio de Janeiro. **Anais**. Rio de Janeiro: USP, 2008. p. 1-14.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera. **A relevância do lucro líquido versus fluxo de caixa operacional para o mercado de ações brasileiro**. 2009. 146 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera.; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **A relevância das informações contábeis e sua capacidade preditiva**. In: Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 2010, São Paulo: Universidade de São Paulo, 2010. 17 p.

MALKIEL, Burton G. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics, **Journal Of Economic Perspectives**, , v. 17, n. 1, p. 59-82, fev. 2003. American Economic Association.

MALHOTRA, Naresh K.. **Pesquisa de Marketing**: uma orientação aplicada. 6. ed. São Paulo: Bookman, 2011. 768 p.

MALUF, Yuri; ARAUJO NETO, Luiz Medeiros de; MATOS, Eduardo Bona Safe de. Modelo de Gordon com fluxos de caixa estocástico: um estudo de caso da drogasil s/a. **Revista da Ciência da Administração**, Brasília, v. 6, p. 1-22, ago. 2012.

MALVESSI, Oscar. É o EBITDA um bom indicador para a gestão financeira, e útil para a remuneração variável nas empresas? **Ibef News**, São Paulo, v. 96, n. 1, p. 11-12, dez. 2006.

MARAGNO, Lucas Martins Dias; BORBA, José Alonso; FEY, Vladimir Arthur. Como as empresas mais negociadas no BM&FBOVESPA divulgam o EBITDA? **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da Uerj**, Rio de Janeiro, v. 19, n. 1, p. 58-79, abr. 2014.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **"Gerenciamento" dos resultados contábeis**: estudo empírico das companhias abertas brasileiras.. 2001. 153 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade & Finanças**, , v. 19, n. 46, p. 7-17, abr. 2008. FapUNIFESP (SciELO).

MARTINEZ, A. L.; **Gerenciamento dos resultados contábeis**: estudo empíricos das companhias abertas brasileiras. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP.

MARTINS, Eliseu. EBITDA – O que é isso? **IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços**. São Paulo: Boletim IOB 06/98, p. 1-7, 1998.

MARTINS, Eliseu; ACUÑA, Benjamim Cristobal Mardine; CRUZ, Cláudia Ferreira; OVIEDO, Thiago Gütschov; SALOTTI, Bruno Meirelles. Impactos da Transição de Normas Contábeis sobre o lucro e o patrimônio líquido de Companhias Brasileiras Componentes do IBrX-100. **Journal Of Accounting, Management And Governance**. Brasilia, p. 138-154. dez. 2013.

MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do cpc.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 864 p.

MARTINS, Vinícius Gomes; MACHADO, Márcio André Veras; CALLADO, Aldo Leonardo Cunha. Análise da Aditividade de Value Relevance da DDF e da DVA ao Conjunto de Demonstrações Contábeis: evidências de empresas do mercado de capitais brasileiro. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 17, n. 1, p. 75-94, abr. 2014.

MASHRUWALA, Christina; RAJGOPAL, Shivaram; SHEVLIN, Terry. Why is the accrual anomaly not arbitrated away? The role of idiosyncratic risk and transaction costs. **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 42, n. 1-2, p. 3-33, out. 2006. Elsevier BV.

MCBETH, Kevin H.. Forecasting operating cash flow: evidence on the comparative predictive abilities of net income and operating cash flow from actual cash flow data. **Mid-atlantic Journal Of Business**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 173-177, jun. 1993.

MEIRELLES, Hel y Lopes. **Direito administrativo brasileiro.** 25. ed. São Paulo: Pc Editorial, 1964. 831 p.

MIOT, Hélio Amante. Avaliação da normalidade dos dados em estudos clínicos e experimentais. **Jornal Vascular Brasileiro**, , v. 16, n. 2, p. 88-91, jun. 2017. FapUNIFESP (SciELO).

MIZUMOTO, Vitor. **Avaliação de Ações: fea usp- rp.** FEA USP- RP. 2017. Disponível em: [https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3423910/mod\\_resource/content/1/SPINELLI%20Aparenta%C3%A7%C3%A3o%20-%20FEA%20USP%20v3.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3423910/mod_resource/content/1/SPINELLI%20Aparenta%C3%A7%C3%A3o%20-%20FEA%20USP%20v3.pdf). Acesso em: 20 jan. 2019.

MOHANRAM, Partha S.. Separating Winners from Losers among Low Book-to-Market Stocks using Financial Statement Analysis, **Ssrn Electronic Journal**, , p. 1-41, maio 2003. Elsevier BV.

MOREIRA, Angélica Tavares; JONES, Graciela Dias Coelho; TAVARES, Marcelo; FEHR, Lara Cristina Francisco de Almeida; SILVA FILHO, Onofre Antônio da. Um estudo comparativo do EBITDA e do fluxo de caixa operacional em empresas brasileiras do setor de telecomunicações. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, Senhor do Bonfim, v. 4, n. 3, p. 5-22, 2014.

MORETTIN, Pedro A.; BUSSAB, Wilton Oliveira. **Estatística basica.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2004. 308 p.

MOTA, Hermano. **Formatos de varejo e canais de distribuição ao consumidor.** 2012. Hermano Mota. Disponível em: <http://www.hermanomota.com.br/formatos-de-varejo-e-canais-de-distribuicao-ao-consumidor/>. Acesso em: 27 set. 2018.

MOTA, Renato Henrique Gurgel; TAVARES, Adilson de Lima. Classificação entre empresas vencedoras a perdedoras após a adoção das IFRS: um estudo em empresas não financeiras do setor regulado brasileiro com ações listadas na BM&FBovespa, **Enfoque: Reflexão Contábil**, , v. 34, n. 2, p. 91-107, ago. 2015. Universidade Estadual de Maringá.

MURDOCH, Brock; KRAUSE, Paul. An Empirical Investigation of the Predictive Power of Accrual and Cash Flow Data in Forecasting Operating Cash Flow, **Akron Business And Economic Review**, Chicago, v. 20, n. 3, p. 100-113, 1989.

NAKAO, Yuriko; AMANO, Akihiro; MATSUMURA, Kanichiro; GENBA, Kiminori; NAKANO, Makiko. Relationship between environmental performance and financial performance: an empirical analysis of Japanese corporations. **Business Strategy And The Environment**, , v. 16, n. 2, p. 106-118, 2007. Wiley.

NAGANO, Marcelo Seido; MERLO, Edgard Monforte; SILVA, Maristela Cardoso da. As variáveis fundamentalistas e seus impactos na taxa de retorno de ações no Brasil, **Revista da Fae**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 13-28, jan. 2003.

NEVE JÚNIOR, Idalberto José das; BATISTA, Cristiane de Paula. Estudo empírico do desempenho das empresas de distribuição de energia elétrica segundo o EBTIDA. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da Uerj**, Rio de Janeiro, v. 10, n. 2, p. 27-40, 2005.

NEVES JÚNIOR, Idalberto José das; CARMO, S. A.; PEREIRA, Carlos Daniel Schneider. Fluxo de Caixa Operacional e Valor Adicionado: estudo da correlação entre liquidez e distribuição de valor adicionado no setor têxtil brasileiro. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA (SEGET), 2009, Resende. Universidade Católica de Brasília, 2009. 5 p. Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/index.html>. Acessado em: 20 maio 2019.

NOGUER, Belén Gill de Albornoz; JAIME, José J. Alcarria. Modelos de estimacion de ajustes por devengo discrecionales y alisamiento de beneficios. In: Congresso de Contabilidade do Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, 12., 2002, Porto. **Anais**. Porto: Iscap, 2002. p. 53-62.

OLIVEIRA, Ruber Camêlo de; ARAÚJO, Antônio Maria Henri Beyle de. **Análise do comportamento do fluxo de caixa livre nas indústrias de roupa de malha, do “segmento vestuário”, listadas na Bovespa**. 2006. 96 f. Monografia (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade Católica de Brasília, Brasília, 2006.

OLIVEIRA, Edson Ferreira de; GUERREIRO, Reinaldo; SECURATO, José Roberto. Uma proposta para a avaliação da empresa em condições de risco com base no modelo de Ohlson, **Revista Contabilidade & Finanças**, , v. 14, n. 32, p. 58-70, ago. 2003. FapUNIFESP (SciELO).

OLIVEIRA, Robson Ramos; NOGUEIRA, Daniel Mota; ROCHA, Natalia Vieira da Silva; ALVES, Maria Regina Menezes; CARNEIRO, Carlos Renato. Abordagem dos accruals em pesquisas: um retrato da literatura. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 9., 2012. **Anais...** Rio de Janeiro: Seget, 2012. p. 1-8.

OHLSON, James A.. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation, **Contemporary Accounting Research**, , v. 11, n. 2, p. 661-687, mar. 1995. Wiley.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 260 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Uma Análise Teórica e Empírica Sobre Os Modelos Operacionais de Detecção de Gerenciamento de Resultados, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007. Cap. 1.

PERCY, Majella; STOKES, Donald J.. Further evidence on empirical relationships between earnings and cash flows, **Accounting & Finance**, , v. 32, n. 1, p. 27-49, maio 1992. Wiley.

PIOTROSKI, Joseph D.. Value Investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers, **Journal Of Accounting Research**, , v. 38, p. 1-41, jan. 2000. JSTOR.

POVOA, Alexandre. **VALUATION**: como precificar ações. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007. 373 p.

RIBEIRO, Antonio José Marinho; CASTRO, Ramon Pena; SANTOS, Luciano Bispo dos; MARQUES, Eduardo Souza. Um estudo teórico de artigos nacionais sobre o indicador financeiro EBITDA. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA. Resende, out. 2015. **Anais...** Resende, 2015. p. 1-11.

RIBOLDI, João; COSTER, Rodrigo; LEOTTI, Vanessa Bielefeldt. Normalidade de variáveis: métodos de verificação e comparação de alguns testes não-paramétricos por simulação, **Revista Hcpa**, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 227-234, jan. 2012.

RITTA, Cleyton de Oliveira; JACOMOSSI, Fellipe André; FABRIS, Thiago Rocha; KLANN, Roberto Carlos. Um estudo sobre causalidade entre EBITDA e retorno das ações de empresas brasileiras (2008 - 2014). **Enfoque: Reflexão Contábil**, , v. 36, n. 2, p. 115-130, 12 maio 2017. Universidade Estadual de Maringá.

ROBERTS, Harry V.. Statistical versus clinical prediction of the stock market. In: Conference of Securities price analysis, 1., 1967, Chicago. **Conference**. Chicago: Semantic Scholar, 1967. p. 1-13.

ROSS, Stephen A. Comment on the Modigliani-Miller Propositions. **Journal Of Economic Perspectives**, v. 2, n. 4, p. 127-133, nov. 1988. American Economic Association.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**: corporate finance. São Paulo: Atlas, 2002. 698 p.

ROYCHOWDHURY, Sugata. Earnings management through real activities manipulation, **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 42, n. 3, p. 335-370, dez. 2006. Elsevier BV.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2005, São Paulo. **Anais...** São Paulo: Eac/fea/usp, 2005.

SANTIAGO, Wagner de Paulo. **A influência do caixa, do lucro e dos accruals na predição de caixa**: uma investigação com dados em painel das companhias brasileiras de capital



aberto. 2013. 162 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2013.

SANTIAGO, Wagner de Paulo; AMARAL, Hudson Fernandes; COAGUILA, Robert Aldo Iquiapaza; SANTOS, Izael Oliveira. A influência do caixa e dos accruals na predição de caixa: uma investigação com dados em painel das companhias brasileiras de capital aberto, **Brazilian Journal Of Development**. Curitiba, p. 3626-3666. nov. 2018.

SANTOS, Edilene Santana; GUERREIRO, Reinaldo. Mensurando o resultado no ciclo decisório integral: da estratégia ao caixa: da estratégia ao caixa, **Revista do Conselho Regional de Contabilidade de São Paulo**, São Paulo, v. 23, p. 48-64, mar. 2003.

SANTOS, Izael Oliveira; AMARAL, Hudson Fernandes; COAQUILA, Robert Aldo Iquiapaza; SANTIAGO, Wagner de Paulo. A Influência dos ACCRUALS na predição de caixa: Uma investigação com dados em painel das companhias brasileiras de capital aberto, **Brazilian Journal of Development**, v. 4, n. 7. 2018, Paraná.

SARLO NETO, Alfredo. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**. 2004. 243 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Ciências Contábeis, Fucape, Vitória, 2004.

SARLO NETO, Alfredo; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; LOSS, Lenita; LOPES, Alessandro Broedel. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. **Revista Contabilidade & Finanças**, , v. 16, n. 37, p. 46-58, abr. 2005. FapUNIFESP (SciELO).

SAYARI, Naz; MUGAN, F.n. Can Simga. Cash Flow Statement as an Evidence for Financial Distress. **Universal Journal Of Accounting And Finance**, Ankara, v. 1, n. 3, p. 95-102, jan. 2013.

SCARPIN, Jorge Eduardo; PINTO, Juliana; BOFF, Marines Lucia. A relevância da informação contábil e o mercado de capitais: uma análise empírica das empresas listadas no índice Brasil. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade USP**. Anais. 2007.

SCHERER, Luciano Marcio. **Valor adicionado**: análise empírica de sua relevância para as companhias abertas que publicam a demonstração do valor adicionado. 2006. 129 f. Tese (Doutorado) - Curso de Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. Cap. 5.

SCHIPPER, Katherine. Earnings Management. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 3, n. 4, p. 91-102, dez. 1989.

SCHMIDT, P. A classificação da contabilidade dentre os ramos do conhecimento humano. **Caderno de Estudos**. São Paulo. FIECAFI. v.10.17, p. 9-22, jan/abr, 1998.

SENG, Dyna. Earnings versus cash flows as predictors of future cash flows: New Zealand evidence. **University Of Otago**, Otago, p. 1-18, jun. 2006.

SIESSERE, Arthur Tornatore; JONES, Graciela Dias Coelho; NAKAMURA, Wilson Toshiro. Fluxo de caixa operacional e EBITDA: Um comparativo entre empresas do mesmo setor que compõem o índice IBRX100. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**, 12, 2015, Anais.

SILVA, Rodrigo Antonio Chaves da. Reflexões científicas sobre accruals (incremento potencial) patrimonial e sua generalização filosófica em agregação à teoria contábil. **Revista Mineira de Contabilidade**, Minas Gerais, v. 4, n. 40, p. 24-30, jan. 2010.

SILVA, Orlando M.; CRUZ JÚNIOR, José C. Dados em Painel: Uma análise do modelo estatístico. In: **Econometria aplicada com o uso do Eviews**. Soares, Ilton G.; Castelar, Ivan. (Coord). Fortaleza: UFC/CAEN, 2003.

SILVA, Angelino Fernandes; MACEDO, Marcelo Alvaro da Silva; MARQUES, José Augusto V. da C.. Análise da relevância da informação contábil no setor brasileiro de energia elétrica no período de 2005 a 2007: uma discussão com foco nas variáveis II, fco e ebitda. **Revista Universo Contábil**, , p. 06-24, 30 abr. 2012.

SHI, Linna; ZHANG, Huai. Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly? **Review Of Accounting Studies**, , v. 17, n. 1, p. 1-21, 12 out. 2011. Springer Science and Business Media LLC.

SLOAN, Richard G.. Using earnings and free cash flow to evaluate corporate performance. **Journal Of Applied Corporate Finance**, , v. 9, n. 1, p. 70-79, mar. 1996. Wiley.

SLOAN, Richard G.; HUTTON, Amy P.; DECHOW, Patricia M.. An empirical assessment of the residual income valuation model. **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 26, n. 1-3, p. 1-34, jan. 1999. Elsevier BV.

SOARES, Hugo Miguel Monteiro. **EBITDA, um estudo exploratório**: as cotadas psi-20 e ibex-35. 2012. 57 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Economia, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, 2012.

SONG, Chang Joon; THOMAS, Wayne B.; YI, Han. Value Relevance of FAS 157 Fair Value Hierarchy Information and the Impact of Corporate Governance Mechanisms. **Ssrn Electronic Journal**, , v. 85, n. 4, p. 1-50, ago. 2009. Elsevier BV.

SOUZA, M. S.; **Fluxo de Caixa por regime de competência**. 2006. 93 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

SOUZA, Marcos Antonio de; CRUZ, Ana Paula Capuano da; MACHADO, Débora Gomes; MENDES, Roselaine da Cruz. Evidenciação voluntária de informações contábeis. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 4, p. 39-56, jan. 2008.

SOUTE, Dione Olesczuk; SCHVIRCK, Eliandro; MARTINS, Eliseu; MACHADO, Márcia Regina C.. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista Unb Contábil**, Brasília, v. 11, n. 2, p. 1-17, dez. 2008.

STERLING, Robert R.. **Theory of the measurement of enterprise income**. Kansas: University Press Of Kansas, 1970. 384 p.

STOLOWY, Hervé; BRETON, Gaétan. Accounts Manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. **Review Of Accounting And Finance**, , v. 3, n. 1, p. 5-92, jan. 2004. Emerald.

TREJO-PECH, Carlos Omar; WELDON, Richard N.; HOUSE, Lisa; SALAS-GUTIERREZ, Tomas. Accruals, Free Cash Flows, and EBITDA for Agribusiness Firms. **American Agricultural Economics Association**, Florida, p. 1-25, jul. 2006.

TUMPP, Pamela M.; MARSELLA, Tom; ROWAN, Mike; MCCREARY, Rob; COPPOLA, Monica. Putting EBITDA in Perspective: ten critical failings of ebitda as the principal determinant of cash flow. **Moody's Special Comment**: Global Credit Research, New York, p. 1-24, jun. 2000.

SUPRIYADI, Supriyadi. THE PREDICTIVE ABILITY OF EARNINGS VERSUS CASH FLOW DATA TO PREDICT FUTURE CASH FLOWS: a firm-specific analysis. : A FIRM-SPECIFIC ANALYSIS. **Gadjah Mada International Journal Of Business**, , v. 1, n. 2, p. 113-132, 8 ago. 2018. Universitas Gadjah Mada. <http://dx.doi.org/10.22146/gamaijb.37910>.

SUBATNIEKS, Kārlis. The relationships of cash flows: evidence from latvian companies. **Ekonomika**, , v. 93, n. 3, p. 164-174, 1 jan. 2014. Vilnius University Press.

TAKAMATSU, Renata Turola. **Accruals contábeis, persistência dos lucros e retorno das ações**. 2011. 106 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

TAKAMATSU, Renata Turola; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do IBOVESPA. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 1, p. 46-63, mar. 2008.

THEÓPHILO, Carlos Renato. Algumas reflexões sobre pesquisas empíricas em contabilidade. **Caderno de Estudos**, , n. 19, p. 01-08, dez. 1998. FapUNIFESP (SciELO).

TOLEDO FILHO, Jorge Ribeiro de; ERFURTH, Alfredo Ernesto. Análise da correlação entre o EBITDA e o RTA das empresas não financeiras do novo mercado da Bovespa nos anos 2006 e 2007. **Espacios**, Caracas, v. 31, n. 4, p. 34-36, jan. 2010.

TOIGO, Leandro Augusto; CHIARELLO, Tânia Cristina; KLANN, Roberto Carlos. Accruals discricionários nas combinações de negócios e o preço das ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 11, n. 24, p. 65-84, 2014.

TUKAMOTO, Yhurika Sandra. **Contribuição ao estudo do gerenciamento de resultados: uma comparação das companhias abertas brasileiras emissoras de ADR e não emissoras de ADRs**. 2004. 132 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

VERRIEST, Arnt; BOUWENS, Jan; KOK, Ties de. The Prevalence and Validity of EBITDA as a Performance Measure. **Ssrn Electronic Journal**, , v. 25, n. 1, p. 55-105, 2018. Elsevier BV.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. Ebitda como instrumento de avaliação de empresas. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 1, n. 136, p. 37-47, ago. 2002.

VERRECCHIA, Robert E.. Essays on disclosure. **Journal Of Accounting And Economics**, , v. 32, n. 1-3, p. 97-180, dez. 2001. Elsevier BV.

VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues; NAKAO, Silvio Hiroshi; SILVA, Guilherme Júlio da; PFITSCHER, Elisete Dahmer. Uma investigação comparativa entre o DFC e o EBITDA. In: **Congresso Brasileiro de Custos**, 26, 2007, Paraná. Anais. Curitiba: Atlas, 2007. p. 1-15.

VIEIRA, Carlos André Marinho; GIRÃO, Luiz Felipe de Araújo Pontes. Relevância da instrução CVM 527 para o mercado de capitais: um estudo sobre a padronização do ebitda pela cvm. **Registro Contábil**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 87-99, jan. 2014.

WALDRON, Marilyn A.; JORDAN, Charles E.. The comparative predictive abilities of accrual earnings and cash flows in periods of economic turbulence: the case of the it bubble. **Journal Of Applied Business Research (jabr)**, , v. 26, n. 1, p. 85-98, 16 nov. 2010. Clute Institute.

WATTS, Ross L; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. Sarasota: Englewood Cliffs, N.j., 1986. 386 p.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L.. Positive Accounting Theory: a ten year perspective. **The Accounting Review: American Accounting Association**. Sarasota, v. 65, n. 1, p. 131-156. jan. 1990.

WHITE, Halbert. A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. **Econometrica**, , v. 48, n. 4, p. 817, maio 1980. JSTOR.

WILSON, G. P. The relative information content of ACCRUALS and cash flow: combined evidence at the earnings announcement and annual report release date. **Journal of Accounting Research**, n. 24, p. 165-200, 1986

ZANG, A. Y. Evidence on the trade-off between real manipulation and accrual manipulation. **The Accounting Review**, v. 87, n. 42, p. 675-703, 2012.

ZANOLLA, Ercílio; LIMA, Álvaro Vieira. Fluxos de recursos operacionais: estudo comparativo entre métodos, aplicado em amostra de empresas industriais brasileiras. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da Uerj**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 2, p. 116-132, jan. 2011.

ZANOLLA, E.; GARTNER, I. R.; SILVA, C. A. T.; SCALCO, P. R., Indicadores de Liquidez e o Fluxo de Caixa Operacional: Um Estudo nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, n. 2, v. 17, p. 137 – 151, Brasília, 2014.

ZEGHAL, Daniel; MHEDHBI, Karim. An analysis of the factors affecting the adoption of international accounting standards by developing countries, **The International Journal Of Accounting**, , v. 41, n. 4, p. 373-386, dez. 2006. World Scientific Pub Co Pte Lt.