

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA – FUCAPE RJ

GABRIEL GONÇALVES DOS REIS

VALUE-RELEVANCE DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS EM
PERÍODO DE CRISE ECONÔMICA: uma análise do mercado acionário
brasileiro

RIO DE JANEIRO
2019

GABRIEL GONÇALVES DOS REIS

***VALUE-RELEVANCE DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS EM
PERÍODO DE CRISE ECONÔMICA: uma análise do mercado acionário
brasileiro***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Orientador: Professor Dr. Fábio Moraes da Costa

**RIO DE JANEIRO
2019**

GABRIEL GONÇALVES DOS REIS

**VALUE-RELEVANCE DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS EM
PERÍODO DE CRISE ECONÔMICA: uma análise do mercado acionário
brasileiro**

Dissertação de mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – Fucape RJ, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis – nível Profissionalizante.

Aprovada em 23 de julho de 2019.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: FÁBIO MORAES DA COSTA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Profa. Dra.: ARILDA MAGNA CAMPAGNARO TEIXEIRA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Prof. Dr.: POLIANO BASTOS DA CRUZ
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Dedico este trabalho as
mulheres da minha vida,
minha mamãe Eunice e
minha esposa Larissy.

AGRADECIMENTOS

A meu mestre e senhor, Jesus Cristo, por sua doce presença, por me manter firme e de pé, estendendo suas bênçãos e abençoando meus passos.

A minha mamãe, Eunice, pelo infinito amor. Uma mãe que sempre esteve em oração abençoando-me em todos os meus projetos. Mulher guerreira e amada que me educou com zelo ensinando-me sempre a persistir pelos meus sonhos.

A minha esposa, Larissy, presente de Deus, pelo apoio desde o estabelecimento deste projeto, pelas orações e sábias palavras nos momentos difíceis desta caminhada, por sempre me abençoar e sonhar comigo este desafio.

Aos meus irmãos, Daniela e Raphael, pelo carinho, positividade e incentivo. Irmãos apoiadores sempre em união e na torcida uns pelos outros.

Ao empresário Clênio, muito obrigado por mais esta porta que abriu em minha carreira profissional e pessoal. Sou grato por tudo que tem me proporcionado.

Aos meus eternos amigos (as) de Mestrado pela sincera amizade, apoio uns aos outros em momentos desafiadores, pela experiência e conhecimento partilhado que levarei sempre comigo.

Ao professor e orientador Dr. Fábio Moraes da Costa, muito obrigado pelo ensino compartilhado, paciência e orientação prestada com muito zelo e sabedoria.

Aos professores da Fucape, muito obrigado pelo conhecimento disseminado. Parabéns à FUCAPE por construir uma história de sucesso e referência no que fazem.

"Ninguém baterá tão forte quanto à vida. Porém, não se trata de quão forte pode bater, se trata de quão forte pode ser atingido e continuar seguindo em frente. É assim que a vitória é conquistada."

Rocky Balboa

RESUMO

Esta pesquisa investiga se houve alteração no *value-relevance* dos *accruals* discricionários no período mais recente de crise econômica no Brasil. A amostra total compreendeu os anos entre 2010 a 2016; portanto, após a adoção das *International Financial Reporting Standards* no país. O período de crise foi identificado como sendo aquele em que houve variação negativa do PIB. Após a segregação do resultado contábil em três componentes (*accruals* discricionários, *accruals* não discricionários e fluxo de caixa operacional), foi realizada uma regressão entre os componentes e o valor de mercado de cada companhia listada na B3. A amostra final compreende 1.496 observações. As evidências empíricas indicaram que os *accruals* discricionários são relevantes para o mercado. Porém, não há alteração em sua relevância em período de crise. Foram realizadas análises adicionais, contemplando outras crises econômicas ocorridas antes da adoção das IFRS e com inserção de variáveis de controle. Os resultados foram qualitativamente semelhantes em relação aos *accruals* discricionários: não há alteração em seu *value-relevance* em períodos de crise. Assim, os achados são diferentes dos apresentados na literatura anterior, concentrada em países asiáticos, indicando que podem ser dependentes do ambiente institucional. Desta forma, esta pesquisa contribui para a ampliação da literatura ao relacionar o *value-relevance* dos *accruals* discricionários quando há choques macroeconômicos negativos. Os resultados podem auxiliar investidores e reguladores do mercado de capitais na compreensão em como choques macroeconômicos impactam a relevância da informação contábil.

Palavras-chave: *value-relevance*; *accruals* discricionários; crise; mercado de capitais.

ABSTRACT

This paper investigates whether or not there was a change in the value-relevance of discretionary accruals during the most recent period of economic crisis in Brazil. The sample ranges from 2010 to 2016; thus, after the International Financial Reporting Standards was adopted in the country. The period of crisis was identified as being the period in which there was a negative change in (the GDP). After segregating earnings into three components (discretionary accruals, non-discretionary accruals, and operating cash flow), a regression was made between the components and the market value of each company listed at B3. The final sample consists of 1,496 observations. Empirical evidence indicate that discretionary accruals are relevant to the market. However, there is no change in their relevance in the period of crisis. Additional analyses considered other economic crises that happened before the adoption of IFRS and the inclusion of control variables. Results were qualitatively similar: there is no change in the value-relevance of discretionary accruals. Taken together, the findings are different from those presented in the previous literature, which was concentrated on Asian countries, indicating that they may be dependent on the institutional infrastructure. Thus, this paper contributes to the expansion of the literature by relating the value-relevance of discretionary accruals when there are negative macroeconomic impacts. Results may help investors and capital market regulators by linking how macroeconomic chocks impact the value-relevance of accounting information.

Keywords: Value-relevance; discretionary accruals; crisis; capital markets.

LISTAS DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística Descritiva	27
Tabela 2 – Teste Comparação de Média T-Student.....	28
Tabela 3 - Matriz de Correlação	29
Tabela 4 - Amostra.....	31
Tabela 5 - Estimativa do Modelo	32
Tabela 6 - Estimativas dos Modelos.....	35
Tabela 7 - Estimativas dos Modelos.....	37

LISTAS DE SIGLAS

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

FASB - Financial Accounting Standards Board

GOV – Governança Corporativa

IASB - International Accounting Standards Board

IFRS - International Financial Reporting Standards

PIB – Produto Interno Bruto

PL – Patrimônio Líquido

SEC - Securities and Exchange Commission

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 RELEVANCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL	15
2.2 <i>VALUE-RELEVANCE</i> E CRISES ECONÔMICAS	16
2.2.1 Relevância da informação contábil e crise.....	16
2.2.2 Crises econômicas que afetaram o Brasil.....	18
2.3 ACUMULAÇÕES DISCRICIONÁRIAS - <i>ACCRUALS</i>	20
3 METODOLOGIA	23
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	27
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	27
4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO	31
4.2.1 Análise Adicional – Inserção de variáveis de controle.....	34
4.2.2 Análise Adicional - Períodos de Crise Pré-IFRS	36
5 CONCLUSÃO	39
REFERÊNCIAS.....	41

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

Na literatura, geralmente considera-se como relevante (*value-relevant*) a informação contábil cujo reconhecimento guarda relação com o comportamento dos preços de mercado; ou seja, aquela em que estaria em linha com as expectativas dos investidores que formam o preço das ações (Barth, Beaver, e Landsman, 2001). Pesquisas pioneiras em *value-relevance* buscaram compreender em como o mercado se comporta por meio da divulgação das informações contábil-financeiras (Holthausen e Watts, 2001).

Do ponto de vista dos investidores, há preocupação em relação à assimetria informacional e à discricionariedade em poder da gestão sobre os resultados contábeis. A assimetria informacional proporciona aos gestores oportunidades de retornos por meio de escolhas contábeis discricionárias (Gu e Li, 2007; Huddart e Ke, 2007). Indivíduos de dentro da companhia conhecem melhor a persistência dos *accruals* do que os investidores externos (Aboody, Hurghe e Liu, 2005; Beneish e Vargus, 2002).

Revisando a literatura, Martinez (2013) conceitua o “gerenciamento de resultados contábeis como o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contábeis (reconhecimento e mensuração)”, e ainda, que estes atos visam “influenciar as percepções sobre fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil”.

Estudos acadêmicos têm investigado se as crises econômico-financeiras têm afetado a relevância da informação contábil, principalmente, se em tais períodos há

alteração em seu *value-relevance* (Choi, Kim e Lee, 2011; Ines, 2017; Bepari, Rahman e Mollik, 2013). Diferentemente dos fluxos de caixa e dos *accruals* não discricionários, os *accruals* discricionários estão sob a guarda dos gestores, podendo assim ser objeto de uma estratégia de sinalização ou de gerenciamento dos resultados, principalmente em períodos de exposição caracterizados como de crise (Choi et al., 2011).

Johnson, Boone, Breach e Friedman (2000) estudaram a crise asiática, ocorrida nos anos de 1997 e 1998. Constataram que a ausência de infraestrutura institucional de um país, por exemplo, a baixa transparência da divulgação das informações e a fragilidade de proteção aos acionistas minoritários está mais associada às consequências adversas da crise a nível do mercado como um todo do que às variáveis macroeconômicas.

Choi et al. (2011) estudaram se a crise asiática trouxe alteração no *value-relevance* dos *accruals* discricionários e não discricionários. Os autores identificaram que a crise levou a uma redução significativa na relevância dos *accruals* discricionários. Já para os *accruals* não discricionários e para o fluxo de caixa operacional, não houve efeito. A crise asiática levou não apenas uma perda sobre a confiança dos investidores quanto às acumulações discricionárias, mas também incentivou gestores a utilizar a discricionariedade como forma de gerenciamento dos resultados (Choi et al., 2011).

Bepari et al. (2013) investigaram o *value-relevance* dos lucros e fluxo de caixa durante o choque da crise mundial de 2008 e 2009 para as empresas australianas. Os resultados mostram que no mercado de capitais australiano, o *value-relevance* dos lucros é superior ao fluxo de caixa; e que, durante o período de crise, as relevâncias das medidas dos lucros aumentaram, e dos fluxos de caixas diminuíram.

Os autores destacam que o fluxo de caixa complementa a análise contábil dos lucros.

Para Hung (2001), a relevância da informação contábil não sofre alterações em períodos de crise em jurisdições cujas instituições legais são consideradas como “reforçadas”. Por outro lado, há alteração em países em que as instituições legais são consideradas como “menos reforçadas”. Além disso, evidências mostram que durante a crise financeira asiática, o declínio no desempenho dos preços das ações foi menos (mais) severo para empresas com alta (baixa) qualidade de divulgação (Baek, Kang e Park, 2004).

Para Lopes e Martins (2005), as principais diferenças regulatórias entre os países caracterizados como *code-law* e *common-law* estão relacionados com a sua regulamentação, estrutura acionária, impacto tributário e a força da profissão contábil.

Neste sentido, segundo Costa, Lopes e Costa (2006), o ambiente institucional Brasileiro, pelas suas características, é classificado sob regime *code-law*. Porém, a promulgação da lei nº 11.638/07 e as emissões de pronunciamentos emitidos pelo IASB, levaram à adoção de um modelo contábil com influência de características de modelos tipicamente aplicados em países classificados como *common-law*.

No Brasil, alguns estudos investigaram a relevância da informação contábil quando ocorreram choques no mercado, tipicamente em períodos classificados como de “crise”. Por exemplo, Costa, Reis e Teixeira (2012) apresentam evidências de que o *value-relevance* do patrimônio líquido e do lucro líquido sofreu alteração em períodos de crise, contemplando os períodos de 1997 a 2008. Porém, os autores não investigaram se há diferença no *value-relevance* nos três componentes do lucro: fluxo de caixa operacional, *accruals* discricionários e *accruals* não discricionários.

Similar ao estudo anterior, este trabalho consiste em uma ampliação que analisa a relevância da informação contábil dos *accruals* discricionários no período mais recente de crise econômica no Brasil.

As evidências empíricas indicam que os *accruals* discricionários são relevantes para o mercado de capitais Brasileiro, mas não há alteração em sua relevância nos períodos de crise. Análises adicionais, contemplando outros períodos de crise (pré-IFRS) e com inserção de variáveis de controle, também apresentam resultados qualitativamente semelhantes em relação aos *accruals* discricionários.

Esta pesquisa contribui na compreensão em que a informação contábil detém sob a precificação do retorno das ações, principalmente nos períodos de recessão econômica. Ainda, tem como contribuição, complementar os achados de Bepari et al. (2013) e, principalmente, os de Choi et al. (2011), ao relacionar o *value-relevance* dos *accruals* com o choque de crise no Brasil.

O estudo está estruturado em cinco capítulos. Além da parte introdutória, o segundo capítulo discorre sobre o referencial teórico que aborda conceitos e definições de *value-relevance*, *accruals*, crises econômicas com as referidas citações de estudos realizados no Brasil sobre o tema e resultados esperados. No terceiro capítulo é apresentada a metodologia utilizada e no quarto capítulo é apresentada a análise dos resultados. Por fim, o quinto capítulo é apresentado às considerações e conclusões finais dos achados.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 RELEVANCIA DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

Ball e Brown (1968) definem que para uma informação contábil ser relevante ela tem que ser suficiente para modificar o ponto de vista de um investidor e suas expectativas, logo, deverá influenciar suas decisões. Já a literatura de *value-relevance* associa um valor contábil com os valores de mercado de ações. Trata-se, portanto, de uma análise se as informações contábeis estão relacionadas com o que foi precificado pelo mercado. (Barth et al., 2001).

Barth et al. (2001) sinalizam que pesquisas em *value-relevance* não interessam somente ao meio acadêmico, mas principalmente aos reguladores deste mercado como FASB, IASB, SEC, FRB, gestores de empresas e usuários das demonstrações contábeis. (Barth et al., 2001). Esse tipo de pesquisa em sua grande maioria está motivado principalmente por questões não acadêmicas, ou seja, para o mercado financeiro e aos reguladores de mercado.

Logo, existem três linhas de estudos em *value-relevance*, segundo Holthausen e Watts (2001, p. 5-6):

A primeira, estudos de associação relativa, há uma comparabilidade e associação entre os valores do mercado acionário das empresas associadas às informações contábeis, por exemplo, pelos diversos padrões de contabilidade. Em geral, esses estudos testam as diferenças no R-quadrado de regressões e o número contábil com o R-quadrado maior é classificado como sendo mais relevante; **A segunda**, estudos de associação incremental, geralmente usam as regressões para certificar se as informações contábeis explicam os retornos e valores de outras variáveis. O resultado é considerado como *value relevant* quando o coeficiente estimado é diferente de 0 (zero) e; **A terceira**, estudos de conteúdo de informação marginal, investigam se as informações contábeis trazem resultados estatisticamente relevantes para os

investidores. Assim o *value relevance* é explicado quando as informações impactam os preços das ações. (Grifo nosso).

Neste sentido, esta pesquisa aborda a linha de associação incremental que visa compreender a relevância da informação contábil como auxílio para o mercado de capitais, os investidores.

Para Barth e Landsman (2010) “o objetivo dos relatórios financeiros é fornecer informações úteis para investidores atuais, potenciais credores e outros na tomada de investimento, crédito e decisões de alocação de recursos semelhantes”. Assim, segundo Holthausen e Watts (2001) as pesquisas em *value-relevance* cooperam com a literatura, uma vez que investigam a relação entre as informações contábeis e de mercado. Portanto, sendo esta relação positiva tornar-se-á passível de ajustes resultando em uma possível norma.

2.2 VALUE-RELEVANCE E CRISES ECONÔMICAS

2.2.1 Relevância da informação contábil e crise

As recessões e crises econômico-financeiras têm sido objeto de estudo na literatura contemporânea, principalmente ao analisar estes choques com as variáveis contábeis e de mercado. No Brasil, Costa et al. (2012) verificaram se os períodos de crises afetaram a relevância da informação contábil com ênfase no lucro e patrimônio líquido. Os autores encontraram que a relevância do lucro diminuiu com a crise, enquanto que a do patrimônio líquido aumenta.

Barth e Landsman (2010) pesquisaram, nos Estados Unidos, sobre como as demonstrações financeiras poderiam ter subsidiado na identificação da crise financeira de 2008. Estes autores estudaram as instituições bancárias examinando o papel do relatório financeiro para valores justos, securitizações de ativos, derivativos

e provisionamento de perda de empréstimo jogados na crise, pois os bancos estavam no centro do *subprime*. Logo, concentraram a análise e discussão sobre os efeitos do relatório financeiro bancário. Assim, concluem que o valor justo desempenhou pouco papel perante a crise financeira, mas que sem a transparência das informações associadas a securitizações de ativos e dos derivativos, provavelmente seriam insuficientes para avaliar o risco dos ativos e passivos bancários.

Davis-Friday, Eng e Liu (2006) pesquisaram durante a crise Asiática de 1997 e descobriram evidências de que o *value-relevance* do patrimônio líquido amplia e dos lucros diminuiu. Encontraram que a relevância da informação contábil para o patrimônio líquido nos períodos de crise normalmente amplia a depender do nível de contabilidade do país e dos mecanismos de governança corporativa.

Choi et al. (2011) estudaram o *value-relevance* das acumulações discricionárias e não discricionárias no período da crise Asiática em 1997. Este estudo comparou os resultados entre os nove países e seus resultados mostram que a redução das acumulações discricionárias foi relevante. Enquanto que para os *accruals* não discricionários e os fluxos de caixa operacionais não houve alteração, sendo estáveis. Ainda, encontraram que as reduções dos *accruals* discricionários foram mais severas para os países com menor regulação, “menos reforçados” e com maior assimetria informacional.

Bepari et al. (2013) propuseram um estudo na Austrália e investigaram o *value-relevance* dos lucros e fluxo de caixa durante o choque da crise mundial de 2008 e 2009. Eles encontraram “um aumento na relevância dos lucros e um decréscimo na relevância do fluxo de caixa no período de crise, reforçando a importância dos *accruals* para fornecer informações úteis ao mercado durante

períodos de incerteza macroeconômica”. Os autores discorrem que “[...] as conclusões de que o valor da relevância dos lucros aumentou e do fluxo de caixa diminuiu pode implicar que o fator crise aumentou a volatilidade no ambiente operacional em vez do aumento no gerenciamento de resultados das empresas” (Bepari et al., 2013).

2.2.2 Crises econômicas que afetaram o Brasil

As recessões econômicas resultantes de crises são ocasionadas basicamente pelos impactos da oferta/demanda e, sempre deixam marcas na economia gerando desequilíbrios nas empresas, governo, população entre outras tantas. Desse modo, o PIB foi utilizado neste estudo para apontar os períodos de crise - anos de PIB positivo são de crescimento e os de PIB negativo, recessão/crise.

Série	Ano	Produto Interno Bruto (PIB) - variação em volume
Série atual	2000	4,39
	2001	1,39
	2002	3,05
	2003	1,14
	2004	5,76
	2005	3,20
	2006	3,96
	2007	6,07
	2008	5,09
	2009	-0,13
	2010	7,53
	2011	3,97
	2012	1,92
	2013	3,00
	2014	0,50
	2015	-3,77
2016	-3,59	

Quadro 1: Produto Interno Bruto/anos

Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. (2017)

A crise do *subprime* iniciada nos Estados Unidos levou à queda dos preços dos imóveis devido às hipotecas de alto risco restando na quebra do Lehman Brothers e um efeito dominó a outros mercados como o Brasil. Moore e Baker (2008) pesquisaram sobre possíveis fatores que levaram a esta crise. Eles atribuíram como possíveis causas a facilidade de crédito, falta de regulamentação, a revogação da Lei Glass-Steagall de 1933 no início do século vinte, financiamento de ativos de longo prazo com empréstimos de curto prazo, crédito *default swaps*, entre outros.

Crouhy, Jarrow e Turnbull (2008) discorrem que esta crise se alastrou e impactou negativamente todas as principais economias mundiais. Este choque afetou a confiança do investidor, dificuldades para hipotecas não mobiliárias como empréstimos corporativos e ao consumidor. Contudo, os impactos da crise do *subprime* afetou o Brasil em 2009. Para Almeida (2010) os governantes brasileiros não trataram as políticas fiscais e monetárias de forma ágil, anticíclica, frente a outros países, o que possibilitou a retração do PIB durante o ano de 2009.

Segundo Costa et al. (2012) o índice Ibovespa que se posicionava acima dos 60 mil pontos ainda em 2007, bateu na casa dos 30 mil pontos e somente em 2009 teve forças para retomar a seus patamares. Calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE, esta recessão teve fortes impactos na economia Brasileira gerando um recuo no Produto Interno Bruto em 2009 de -0,13.

De acordo com Barbosa Filho (2017), a última crise Brasileira, 2015 e 2016, iniciou-se por conflitos entre a oferta e demanda que em maior escala se deu por falhas da política pública reduzindo o crescimento da economia. Ao final de 2014 observa-se forte retração nas vendas de varejo. No período desta crise a economia sofreu uma série de impactos como, por exemplo, a desvalorização da moeda, alta

taxa de juros, crise hídrica, ajuste fiscal entre outros que desaceleraram a economia (Paula e Pires, 2017).

A crise fiscal aumentou a incerteza, a taxa de juros e o risco país reduzindo assim o consumo de bens e serviços e a atração e investimentos ao longo dos anos de 2015 a 2016. Resultou-se em uma grande dificuldade em ajustar a meta da inflação e a recomposição dos preços que contribuíram para a perda de credibilidade do Banco Central (Barbosa Filho, 2017).

2.3 ACUMULAÇÕES DISCRICIONÁRIAS - *ACCRUALS*

Dechow, Sloan e Sweeney (1995) revisaram os modelos de identificação de *earnings management* entre eles o modelo de Jones (1991). Verificaram que a inclusão de uma variável nas contas a receber aumentaria a qualidade da análise dos *accruals* não discricionários; deste modo, a qualidade dos *accruals* discricionários refinaria o seu poder explicativo. Assim, o modelo proposto por estes autores foi fundamental para literatura de gerenciamento de resultados, promovendo oportunidades de estudos acadêmicos e discussões para os reguladores.

Dechow e Dichev (2002) sugeriram uma nova medição da qualidade contábil dos *accruals*. No estudo os autores apresentam que uma das funções dos *accruals* é ajustar o reconhecimento dos fluxos de caixa ao longo do tempo para obter melhor medida de desempenho da empresa. Assim, os erros de medição reduzem a qualidade da informação.

Watts e Zimmerman (1978) estabelecem três motivadores intencionais para manipulação dos resultados sendo eles os planos de incentivos, custos políticos e grau de endividamento. Para Ferreira et al. (2012) geralmente as práticas de

earnings management estão ligadas a algum tipo de incentivo que tem por objetivo manejar a contabilidade, logo, estas práticas discricionárias são propostas por gestores. Segundo Martinez (2001) *accruals* é conceituado como sendo “a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido”.

Segundo Barth et al. (2001) a informação contábil é relevante quando está associada aos preços das ações ou valor de mercado, denominada de associação incremental. Neste sentido, os autores Choi et al. (2011) associa ao valor informacional do retorno de precificação das ações a discricionariedade dos gestores, ou seja, os *accruals*, pesquisando assim sobre o *value-relevance* dos *accruals* e fluxos de caixa no continente asiático durante o período da crise de 1997 a 1998.

Os estudos supracitados corroboraram em seus achados a argumentação de Hung (2001) onde os *accruals* discricionários diminuem nos países onde as instalações legais são “menos” reforçadas ao passo que os países com instituições “reforçadas” os *accruals* não são afetados. Ainda de que os *accruals* não discricionários e dos fluxos de caixa não se alterou entre o período normal e período de crise para países com instituições “reforçadas”.

Dado a relação entre as variáveis dos componentes dos *accruals*, fluxo de caixa e o retorno das ações, principalmente nos períodos de recessão econômica, estudos têm buscando compreender estes efeitos, a exemplo, Choi et al. (2011), Ines (2017), assim, motiva-se a proposição da seguinte hipótese para testar o *value-relevance* dos *accruals* discricionários em período de crise, nas companhias de capital aberto no Brasil:

H1. O *value-relevance* dos *accruals* discricionários diminui durante o período de crise econômica.

Similar a esta proposta, Ines (2017) investigou o *value-relevance* de fraude contábil e *accruals* discricionários no contexto francês identificando que este efeito é mais significativo e negativo sobre as acumulações discricionárias. Conclui em seus achados em que as informações ruins são prevalecidas e transferidas para o mercado acionário mais rápido do que as boas notícias.

Do mesmo modo, Hung (2001) estudou a importância do *value-relevance* das demonstrações financeiras de 21 países no período entre 1991 a 1997. Encontrou que a utilização dos *accruals Accounting versus cash Accounting* afetaram negativamente o *value-relevance* das informações contábeis em países com pouca proteção aos acionistas enquanto que aos países com maior proteção este efeito não existiu. Concluiu que a proteção aos acionistas melhora o poder informativo da contabilidade trazendo propostas de possíveis normas de contabilidade relacionadas aos *accruals*.

Focados na relevância dos *accruals* correntes e não correntes, Akbar, Shah e Stark (2011) estudaram sobre o *value-relevance* dos fluxos de caixa no Reino Unido para empresas não financeiras entre 1993 a 2007. Investigaram se várias distribuições dos resultados envolvendo combinação como medida de fluxo de caixa como desempenho e medidas de *accruals* correntes e não correntes melhoram a capacidade de explicar o valor de mercado das empresas britânicas em relação ao uso somente dos resultados.

Os resultados apresentados na investigação acima mostram que a medida dos fluxos de caixa tem *value-relevance* ao fornecer informações úteis aos investidores britânicos na avaliação de empresas e ativos, ainda, que a apresentação dos fluxos de caixa melhora o conteúdo informacional das demonstrações contábeis.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Esta pesquisa foi desenvolvida a partir dos dados disponíveis das companhias abertas listadas na B3, entre os anos de 2010 a 2016. A escolha desse período foi para que se pudesse observar o comportamento dos resultados após a adoção das IFRS no Brasil. As informações contábeis e de mercado foram coletadas por meio da base de dados Economática®. A amostra foi composta por 1.496 observações, não contemplando as instituições financeiras.

Com a instituição da Lei 11.638/07 e a subsequente implementação das *IFRS*, as companhias passaram a divulgar, através da demonstração dos fluxos de caixa, os montantes dos grupos operacionais, de financiamentos e investimentos. Para tanto, a informação do fluxo de caixa operacional, anterior a 2007, foi calculada por meio do método indireto.

O modelo de regressão tratado nesta pesquisa baseia-se no estudo de Choi et al. (2011). Dessa forma, propondo responder as questões apresentadas neste estudo, foi utilizado o modelo modificado e proposto por Dechow et al. (1995), que tem por finalidade capturar o gerenciamento de resultados. O modelo possibilitou calcular as acumulações (*ACCR*) em normais, discricionárias e não discricionárias, anormais, adicionando ao modelo a variável de controle desempenho, proposta por Kothari, Leone e Wasley (2005).

O modelo proposto por Dechow et al. (1995) acrescenta a variável das contas a receber, por também contemplar a possibilidade de gerenciamento de resultados sobre as receitas que serão recebidas a prazo. A utilização deste modelo tem sido

tratada por diversos estudos acadêmicos como, por exemplo, Dechow et al., 2003; Kothari et al., 2005; Cupertino e Martinez, 2009; Choi et al., 2011; Ines, 2017.

A primeira equação visa obter os resíduos do termo de erro medido pelo modelo modificado de Jones (1991) ajustado pelo desempenho da empresa (Kothari et al., 2005). Os resultados representam as acumulações discricionárias das empresas em *accruals* discricionários e não discricionários os quais compõem as variáveis independentes da equação.

EQUAÇÃO (1):

$$\frac{ACCR}{AT_{t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{AT_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Rec_t - \Delta Clie_t}{AT_{t-1}} + \alpha_3 \frac{IMOB_t}{AT_{t-1}} + \alpha_4 ROA_t + \varepsilon_t$$

Onde:

$\frac{ACCR}{AT_{t-1}}$ = Total de *accruals* da empresa (*i*) no ano (t) dividido pelo ativo total em

t-1;

$\frac{\Delta Rec_t - \Delta Clie_t}{AT_{t-1}}$ = Variação das receitas totais da empresa (*i*) no ano (t)

subtraída da variação dos recebíveis da empresa (*i*) no ano (t) dividido pelo ativo total em t-1;

$\frac{IMOB_t}{AT_{t-1}}$ = Ativo imobilizado da empresa (*i*) no ano (t) dividido pelo ativo total

em t-1;

ROA_t = Rentabilidade do ativo da empresa (*i*) no ano (t);

ε_t = Termo de erro da regressão da empresa (*i*) no ano (t).

A segunda equação visou avaliar se os componentes do lucro são *value-relevant*. Neste sentido, os *accruals* discricionários e não discricionários, obtidos na regressão da Equação 1, foram utilizados como variáveis independentes, além do fluxo de caixa operacional. Foi rodada uma regressão incluindo uma variável *dummy* para controlar os anos de recessões, crise – **Equação 2**:

EQUAÇÃO (2):

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 (DAC * CRISE)_{it} + \beta_4 NDAC_{it} + \beta_5 (NDAC * CRISE)_{it} + \beta_6 FLCXOP_{it} + \beta_7 (FLCXOP * CRISE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

RET_{it} = Retorno da ação da empresa (*i*) no ano (*t*);

$CRISIS_{it}$ = Período de crise econômica no ano (*t*);

DAC_{it} = *Accruals* discricionários da empresa (*i*) no ano (*t*);

$NDAC_{it}$ = *Accruals* não discricionários da empresa (*i*) no ano (*t*);

$FLCXOP_{it}$ = Fluxo de caixa operacional da empresa (*i*) no ano (*t*);

Com base nas equações 1 e 2, torna-se possível analisar a relação do retorno das ações e o *value-relevance* dos *accruals* discricionários e não discricionários em um período de crise da economia brasileira. A expectativa deste trabalho é que as variáveis propostas no modelo se mostrariam significativas conforme os achados de Choi et al. (2011); e que o *value-relevance* dos *accruals* discricionários se alterasse em períodos de crise.

Os resultados apresentados nas próximas subseções, com exceção das variáveis *dummies*, receberam tratamento de higienização de *outliers*, por meio do processo winsorização a um por cento em cada cauda da distribuição.

No capítulo seguinte, serão demonstrados e discutidos os achados deste estudo.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

A Tabela 1 apresenta as estatísticas da amostra categorizando os resultados em período de crise, períodos normais e todo o período. Adicionalmente, as estatísticas descritivas na Tabela 2 expõem as estatísticas de teste T-Student que compara as médias das variáveis dos períodos de crise e normais.

TABELA 1 – ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Grupo	Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Percentil 25	Mediana	Percentil 75	Máximo	Nº Obs.
Com Crise	RET	0,47	1,04	-0,79	-0,15	0,20	0,73	5,40	730
	DAC	0,08	0,09	0,00	0,03	0,05	0,10	0,53	730
	NDAC	-0,14	0,19	-1,29	-0,16	-0,09	-0,05	0,34	730
	FLCXOP	0,03	0,45	-10,25	0,01	0,06	0,12	0,51	730
	PL	0,46	0,26	0,01	0,29	0,43	0,58	2,20	632
	GOV	0,59	0,49	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	686
Sem Crise	RET	0,05	0,62	-0,79	-0,30	-0,05	0,25	5,40	1808
	DAC	0,07	0,08	0,00	0,02	0,05	0,10	0,83	1808
	NDAC	-0,12	0,19	-1,60	-0,15	-0,07	-0,03	0,21	1808
	FLCXOP	0,06	0,29	-10,25	0,01	0,07	0,14	0,51	1808
	PL	0,50	0,26	0,01	0,33	0,47	0,63	2,20	1640
	GOV	0,57	0,49	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	1580
Todo Período	RET	0,17	0,79	-0,79	-0,27	0,00	0,37	5,40	2538
	CRISE	0,29	0,45	0,00	0,00	0,00	1,00	1,00	2538
	DAC	0,08	0,08	0,00	0,02	0,05	0,10	0,83	2538
	NDAC	-0,13	0,19	-1,60	-0,15	-0,08	-0,04	0,34	2538
	FLCXOP	0,05	0,35	-10,25	0,01	0,07	0,13	0,51	2538
	PL	0,49	0,26	0,01	0,32	0,46	0,62	2,20	2272
	GOV	0,58	0,49	0,00	0,00	1,00	1,00	1,00	2266

Nota Explicativa: **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - Accruals discricionários, **NDAC** - Accruals não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional, **PL** - Patrimônio Líquido e **GOV** - dummy que assumi valor um (1) se o nível de governança é Novo Mercado ou Nível 2 ou Nível 1 e valor zero (0) caso contrário.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

É possível admitir que as médias dos *accruals* discricionários por período de crise e normais foram semelhantes. Além deste resultado, pela estatística T-Student,

Tabela 2, não foi possível rejeitar a hipótese de igualdade entre as médias. Para os *accruals* não discricionários a média em períodos normais foi superior aos períodos de crise; mas a hipótese de igualdade das médias nos dois períodos foi rejeitada, ao nível de significância de 10%.

Quanto ao fluxo de caixa operacional, a média na amostra em períodos de crise apresentou-se menor em relação ao período sem crise, ao nível de 10% de significância. Pela estatística T-Student, foi rejeitada a hipótese de igualdade entre as médias, indicando que há evidências estatísticas de que o Fluxo de caixa operacional em períodos sem crise, é superior ao período de crise.

Para os resultados da variável retorno da ação, Tabela 1, nota-se, uma média maior no período de crise em relação ao sem crise, ao nível de 1% de significância. A partir da estatística T-Student, foi rejeitada a hipótese de igualdade das médias entre os grupos, evidenciando que o retorno da ação em períodos de crise é superior quando comparado ao período sem crise.

TABELA 2 – TESTE COMPARAÇÃO DE MÉDIA T-STUDENT

Variável	Sem Crise	Com Crise	Diferença	Est t	p-valor
	Média	Média			
RET	0,05	0,47	-0,43	-12,71	0,00***
DAC	0,07	0,08	-0,01	-1,60	0,11
NDAC	-0,12	-0,14	0,02	1,84	0,07*
FLCXOP	0,06	0,03	0,03	1,66	0,10*
PL	0,50	0,46	0,04	3,26	0,00***
GOV	0,57	0,59	-0,02	-0,79	0,10*

Nota Explicativa: (i) **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - Accruals discricionários, **NDAC** - Accruals não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional, **PL** - Patrimônio Líquido e **GOV** - dummy que assumi valor um (1) se o nível de governança é Novo Mercado ou Nível 2 ou Nível 1 e valor zero (0) caso contrário.

(ii) ***, ** e * significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

Adicionalmente, as variáveis de patrimônio líquido e nível de governança, os resultados da Tabela 1 e 2 geram evidências estatísticas ao nível de 1% em que a

média do patrimônio líquido na amostra é superior no grupo em períodos normais quando confrontado ao período com crise. Ao nível de 10%, a proporção na amostra com nível de governança Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 no grupo com crise é superior quando comparado à proporção no grupo sem crise.

De modo geral, fazendo uso dos resultados discutidos nos parágrafos anteriores, é possível caracterizar o perfil da amostra de modo exploratório, com seguintes resultados: o retorno da ação no período de crise é maior; com valores menores quanto aos *accruals* não discricionários, o fluxo de caixa operacional e patrimônio líquido; e a proporção de empresas com nível governança Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 nesse grupo é maior.

A seguir, a Tabela 3 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson das variáveis desse estudo.

TABELA 3 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Variável	RET	CRISE	DAC	NDAC	FLCXOP	PL	GOV
RET	1,00						
CRISE	0,24***	1,00					
DAC	0,06***	0,03	1,00				
NDAC	0,03	-0,04*	-0,58***	1,00			
FLCXOP	-0,07***	-0,03*	-0,21***	0,01	1,00		
PL	0,16***	-0,07***	0,12***	0,17***	0,05**	1	
GOV	0,05**	0,02	-0,18***	0,18***	0,10***	0,03	1,00

Nota Explicativa: (i) **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - Accruals discricionários, **NDAC** - Accruals não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional, **PL** - Patrimônio Líquido e **GOV** - dummy que assumi valor um (1) se o nível de governança é Novo Mercado ou Nível 2 ou Nível 1 e valor zero (0) caso contrário.

(ii) ***, ** e * significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

Com base nestes resultados, a variável do retorno da ação apresentou correlação positiva com período de crise, constituindo estatisticamente um retorno maior das empresas em períodos de crise. Também foi observado correlação positiva e significativa entre o retorno e os *accruals* discricionários, sugerindo que o aumento dos *accruals* discricionários aumenta o retorno das ações das empresas.

Enquanto, a correlação entre retorno com fluxo de caixa operacional foi significativa e negativa, o que indica que o aumento do fluxo de caixa das empresas diminui o retorno da ação ou vice e versa. O coeficiente de correlação significativo retorno da ação e governança indica um retorno maior se empresa possui nível de governança Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1.

Ainda na Tabela 3, a correlação entre a crise e *accruals* não discricionários, crise e fluxo de caixa operacional e, crise e patrimônio líquido foram significativas ao nível de até 10% com sinal negativo. Esses resultados evidenciam que, em uma análise individual por pares de variáveis, que tanto os *accruals* não discricionários, fluxo de caixa operacional ou patrimônio líquido apresentam valores menores em períodos com crise.

Quando analisado os pares de correlações que envolvem os *accruals* discricionários, notou-se uma correlação negativa e significativa ao nível de 1%: os *accruals* não discricionários, sugerindo que quanto maior os *accruals* não discricionários menor são os discricionários; o fluxo de caixa, sugerindo que quanto maior o fluxo, menor são os *accruals* discricionários.

Adicionalmente, para a variável a governança, nota-se que quanto maior o nível da empresa menor são os *accruals* discricionários. O patrimônio líquido apresentou correlação positiva e significativa ao nível de 1% com os *accruals* discricionários, indicando que o aumento do patrimônio líquido aumenta os *accruals* discricionários.

4.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

A Tabela 5, apresenta os resultados do modelo de regressão proposto a este estudo baseado na Equação 2. Os resultados foram obtidos por regressão com dados em painel empilhado controlando com *dummies* de setor e ano. Nesta análise, observou-se o *value-relevance* dos *accruals* discricionários em período de crise verificando a relação entre o retorno das ações e as variáveis propostas no modelo.

A amostra final compreende 1.496 observações pós-IFRS conforme apresentação pela Tabela 4 a seguir.

TABELA 4 – AMOSTRA

Base de dados: Economática			
Periodicidade: Anual			
Processo	Nº Empresas	Nº de observações	Período
Base inicial	770	7.678	1996 a 2016
Missing nas variáveis (-)	414	5.140	-
Amostra final geral	356	2.538	2005 a 2016
Exclusão de variável sem informação (-)	57	1.042	2005 a 2010
Amostra final após IFRS	299	1.496	2010 a 2016

Fonte: Compilação realizada pelo autor

Inicialmente a base geral das empresas listadas na B3 foi composta por 7.678 observações entre os anos de 1996 a 2016. Realizando o tratamento dos dados, foram eliminadas as observações das empresas em que não continham informações em linha com as variáveis propostas do modelo. Adicionalmente, a base de todo o período entre 2005 a 2016 contemplou os anos pré-IFRS e pós-IFRS, ocorrendo o mesmo tratamento dado as bases anteriores. Por fim, a amostra final deste trabalho contemplou 1.496 observações entre 2010 a 2016.

A Tabela 5 apresenta os coeficientes das variáveis explicativas e suas significâncias.

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 (DAC * CRISE)_{it} + \beta_4 NDAC_{it} + \beta_5 (NDAC * CRISE)_{it} + \beta_6 FLCXOP_{it} + \beta_7 (FLCXOP * CRISE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

TABELA 5 - ESTIMATIVA DO MODELO

RET	Principal (Choi et al. (2011)) Modelo 1 Após IFRS
Constante	-0,08
CRISE	0,42***
DAC	0,85***
DAC_CRISE	-0,08
NDAC	0,32**
NDAC_CRISE	-0,07
FLCXOP	-0,13
FLCXOP_CRISE	-0,24**
Setor	Sim
Ano	Sim
N	1496
Estatística F	9,67
Prob > F	0
R ²	16,00%
R ² ajustado	14,00%
Teste de Linearidade de Wald	
DAC + DAC_CRISE	0,77*
NDAC + NDAC_CRISE	0,25
FLCXOP+FLCXOP_CRISE	-0,37***

Nota Explicativa:

(i) Descrição das variáveis: **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - *Accruals* discricionários, **NDAC** - *Accruals* não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional.

(ii) ***, ** e * significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

Observa-se que o *value-relevance* dos *accruals* discricionários não foi afetado nos períodos de crise divergindo do estudo de Choi et al. (2011). O resultado para o coeficiente dos *accruals* discricionários também foi significativo a 1% e assumiu valor positivo, sugerindo que o aumento dessa variável aumenta os retornos das ações das empresas. Portanto, é relevante para o mercado de capitais.

O *value-relevance* dos *accruals* discricionários corroboram os achados de Choi et al. (2011), Bepari et al. (2013) e Ines (2017). O coeficiente da variável CRISE apresentou-se positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, corroborando

os resultados de Choi et al. (2011). Entretanto, o sinal do coeficiente CRISE foi o oposto ao de Choi et al. (2011).

O coeficiente dos *accruals* não discricionários mostrou-se significativo a 5% e exibiu valor positivo sugerindo que o aumento dos *accruals* não discricionários também eleva o retorno das ações das empresas. Já para o fluxo de caixa operacional esta variável não foi significativa e durante o período de crise teve significância a 5% onde o sinal de seu coeficiente assumiu valor negativo. Importante destacar que pela proposta do modelo de Choi et al. (2011), os coeficientes dos *accruals* não discricionários e fluxo de caixa operacional nos períodos de crise deveriam ser não significantes, não tendo portanto diferença entre os períodos.

O ajuste geral do modelo da estatística F foi significativo ao nível de 1%. Pela estatística do R^2 ajustado o modelo estimado exibiu um poder explicativo de 14%.

Em resposta a hipótese proposta por meio da Tabela 5, observa-se que os *accruals* discricionários são relevantes para o mercado de capitais ao nível de 1%, todavia, não há alteração em sua relevância em período de crise. Estes resultados são diferentes dos achados de Choi et al. (2011) que teve como proposta de pesquisa os países asiáticos. De acordo com modelo proposto por Choi et al. (2011), no modelo empírico delineado, era esperado coeficiente negativo para CRISE, refletindo uma redução do retorno da empresa durante os períodos de recessão. Preveem que o *value-relevance* dos *accruals* discricionários diminui durante a crise econômica, mas que os *accruals* não discricionários e dos fluxos de caixa não divergem entre os períodos de crise e períodos estáveis.

Como análise adicional, foi demonstrado pelo teste de linearidade de Wald conjunto dos coeficientes, os seguintes resultados: o *value-relevance* dos *accruals*

discricionários assumiu valor positivo e significativo ao nível de 10%, sugerindo que o aumento do dos atos discricionários aumenta os retornos das ações das empresas em períodos de crise. Dessa forma o gerenciamento tende a manipular o retorno e a expectativa/tomada de decisão do investidor.

Há de se considerar nos resultados encontrados nesta investigação as diferenças dos ambientes institucionais entre o estudo anterior realizado nos países asiáticos e o mercado de capitais Brasileiro, objeto deste estudo. Segundo Hung (2001), o *value-relevance* dos *accruals* é influenciado pelo grau de proteção dos investidores e está relacionado ao nível do ambiente institucional. A alta proteção aumenta a credibilidade dos *accruals* ao restringir o gerenciamento de resultados.

4.2.1 Análise Adicional – Inserção de variáveis de controle

Como contribuição complementar, os resultados foram controlados no modelo estatístico principal, Equação 2, adicionando as variáveis de controle do patrimônio líquido e nível de governança corporativa. Estas variáveis complementam os testes de regressão vez que aprimoram a qualidade das informações contábeis (vide, por exemplo, a discussão sobre determinantes da qualidade de lucros realizada por Dechow et al., 2010).

No estudo de Lopes (2001), contata-se que o patrimônio líquido é uma das variáveis que pode ser utilizada para explicar o valor de mercado das companhias. Dessa forma, a variável do PL tem como objetivo complementar e aprimorar o teste de regressão proposto. Já a variável de governança corporativa além de minimizar a assimetria informacional, por sua vez tem como finalidade garantir que as informações contábeis sejam confiáveis e de qualidade (Nascimento e Reginato, 2008). Neste sentido, Kent, Routledge e Stewart (2010) discorrem que empresas

aderentes a uma estrutura de governança corporativa sólida tem maior qualidade nos *accruals*.

Logo, os modelos adicionais 2 e 3 foram estimados e delineados como forma de robustez quanto as convergências dos resultados esperados, controlado pelas variáveis de controles indicadas.

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 (DAC * CRISE)_{it} + \beta_4 NDAC_{it} + \beta_5 (NDAC * CRISE)_{it} + \beta_6 FLCXOP_{it} + \beta_7 (FLCXOP * CRISE)_{it} + PL + GOV + \varepsilon_{it}$$

TABELA 6 - ESTIMATIVAS DOS MODELOS

RET	Modelos Adicionais	
	Modelo 2 (Controle PL)	Modelo 3 (Controle PL e GOV)
	Após IFRS	Após IFRS
Constante	-0,27**	-0,30**
CRISE	0,44***	0,44***
DAC	0,99***	1,12***
DAC_CRISE	-0,31	-0,39
NDAC	0,32	0,39*
NDAC_CRISE	-0,07	-0,15
FLCXOP	0,23	0,23
FLCXOP_CRISE	0,13	0,11
PL	0,21***	0,22***
GOV	-	0,02
Setor	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim
N	1324	1262
Estatística F	7,81	7,52
Prob > F	0,00	0,00
R ²	15,00%	16,00%
R ² ajustado	13,00%	14,00%
Teste de Linearidade de Wald		
DAC + DAC_CRISE	0,68	0,73
NDAC + NDAC_CRISE	0,25*	0,24
FLCXOP+FLCXOP_CRISE	0,36**	0,34

Nota Explicativa:

(i) Descrição das variáveis: **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - *Accruals* discricionários, **NDAC** - *Accruals* não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional, **PL** - Patrimônio Líquido e **GOV** - dummy que assumi valor um (1) se o nível de governança é Novo Mercado ou Nível 2 ou Nível 1 e valor zero (0) caso contrário.

(ii) ***, ** e * significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

Na Tabela 6, nota-se por meio dos modelos adicionais complementados pelas variáveis de patrimônio líquido e governança que os resultados são equivalentes ao modelo principal. Desta forma, observa-se que os *accruals* discricionários são *value-relevante* para o mercado de capitais ao nível de 1% de significância e de que não existe diferença entre os períodos normais e de crise.

O coeficiente do patrimônio líquido é relevante para o mercado de capitais ao nível de significância de 1% nos dois modelos. Já a variável da governança corporativa não teve significância para os testes apresentados, contudo, segundo a literatura, a governança tem por finalidade garantir que as informações contábeis sejam confiáveis e de qualidade (Nascimento e Reginato, 2008).

4.2.2 Análise Adicional - Períodos de Crise Pré-IFRS

Visando a ampliação de outros períodos ao estudo, este capítulo observou de forma qualitativa os resultados em relação às crises nos períodos pré e pós-IFRS. A Tabela 6 expõe uma regressão correspondente ao período de 2005 a 2016. Os resultados desta tabela estão fundamentados na Equação 2. Complementando a análise, a Tabela 7 traz os resultados à luz da utilização dos controles adicionais do patrimônio líquido e da governança corporativa.

Assim, em razão da não divulgação do fluxo de caixa operacional pelo método indireto anterior a 2007, foi realizado o cálculo por meio do Stata® através das informações contábeis para as cias listadas na B3 objeto desta pesquisa.

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 DAC_{it} + \beta_3 (DAC * CRISE)_{it} + \beta_4 NDAC_{it} + \beta_5 (NDAC * CRISE)_{it} \\ + \beta_6 FLCXOP_{it} + \beta_7 (FLCXOP * CRISE)_{it} + PL + GOV + \varepsilon_{it}$$

TABELA 7 - ESTIMATIVAS DOS MODELOS

RET	Modelos Adicionais		
	Modelo 1	Modelo 2 (Controle PL)	Modelo 3 (Controle PL e GOV)
	Todo o período	Todo o período	Todo o período
Constante	0,27*	-0,11	-0,25
CRISE	0,19*	0,27***	0,30***
DAC	1,00***	0,4	0,58*
DAC_CRISE	-0,85*	-0,41	-0,81
NDAC	0,02	-0,03	-0,03
NDAC_CRISE	0,55***	0,78**	0,56
FLCXOP	0,14**	0,38**	0,37**
FLCXOP_CRISE	-0,53***	-1,04***	-0,99***
PL	-	0,39***	0,42***
GOV	-	-	0,09***
Setor	Sim	Sim	Sim
Ano	Sim	Sim	Sim
N	2538	2272	2024
Estatística F	29,27	32,43	28,31
Prob > F	0,00	0,00	0,00
R ²	29,00%	34,00%	35,00%
R ² ajustado	28,00%	33,00%	33,00%
Teste de Linearidade de Wald			
DAC + DAC_CRISE	0,15	-0,01	-0,23
NDAC + NDAC_CRISE	0,57***	0,75**	0,53
FLCXOP+FLCXOP_CRISE	-0,39***	-0,66**	-0,62

Nota Explicativa:

(i) Descrição das variáveis: **RET** - Retorno da ação, **CRISE** - Período de crise econômica, assume valor um (1) se o ano é 2009 ou 2015 ou 2016 e valor zero (0) caso contrário, **DAC** - *Accruals* discricionários, **NDAC** - *Accruals* não discricionários, **FLCXOP** - Fluxo de caixa operacional, **PL** - Patrimônio Líquido e **GOV** - dummy que assumi valor um (1) se o nível de governança é Novo Mercado ou Nível 2 ou Nível 1 e valor zero (0) caso contrário.

(ii) ***, ** e * significativo ao nível de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Compilação realizada pelo autor.

Os resultados da Tabela 7 evidenciam que os *accruals* são relevantes para o mercado de capitais. Mesmo realizando análises adicionais que contemplaram outras crises econômicas ocorridas antes e após da adoção das IFRS controladas pelas variáveis do patrimônio líquido e de governança corporativa, os resultados são qualitativamente semelhantes em relação aos *accruals* discricionários: não tendo alteração em seu *value-relevance* em períodos de crise.

Os resultados em períodos de crise são diferentes dos achados na literatura anterior, Choi et al. (2011), que focaram nos países asiáticos, indicando que os achados podem ser dependentes do nível do ambiente institucional. Do mesmo modo, estudos brasileiros como, por exemplo, os autores Costa et al. (2012), buscaram entender se em períodos de crise houve alteração positiva ou negativa sob a relevância do patrimônio líquido e do resultado, entretanto, não observaram os componentes destes resultados. Esta pesquisa amplia o período de estudo e traz foco e discussão sobre a relevância destes componentes, os *accruals*.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Baseado na relevância da informação contábil, este trabalho teve como objetivo investigar se houve alteração no *value-relevance* dos *accruals* discricionários no período mais recente de crise econômica no Brasil.

Neste sentido, a informação contábil se torna fundamental para tomada de decisão, investimentos entre outros, principalmente em períodos onde o mercado passa por recessão.

Por outro lado, os atos discricionários realizados por meio de escolhas contábeis visam manipular a compreensão sobre os “fatos econômicos subjacentes, que são refletidos nas medidas de resultado contábil”, Martinez (2013).

Assim, os resultados desta pesquisa apresenta que os *accruals* discricionários são relevantes para o mercado de capitais brasileiro, entretanto, não houve alteração de sua relevância em período de crise. Estes resultados são diferentes dos de Choi et al. (2011), que teve como proposta de pesquisa os países asiáticos.

As análises adicionais apresentadas no capítulo anterior contemplaram outras crises econômicas ocorridas antes e após a adoção das IFRS e indicam que os resultados são qualitativamente semelhantes em relação aos *accruals* discricionários não tendo alteração em seu *value-relevance* em períodos de crise.

Uma possível justificativa para os resultados encontrados neste estudo e os de Choi et al. (2011), pode encontrar-se nas diferenças regulatórias e institucionais,

como também, nos períodos e reflexos de cada crise, assim como o aprimoramento das normas contábeis.

Portanto, conclui-se que os *accruals* discricionários são *value-relevance* para o mercado de capitais brasileiro e que, nos períodos de crise a relevância dos *accruals* não foi afetada. A literatura confere *value-relevance* a uma informação contábil quando existe associação entre um valor contábil com os valores precificados pelo mercado (Barth et al., 2001).

Dessa forma, os resultados desta investigação podem auxiliar e contribuir para os investidores e reguladores do mercado de capitais na compreensão em como choques macroeconômicos impactam a relevância da informação contábil. Do mesmo modo, pode contribuir para a academia, servindo de apoio para futuras pesquisas que venham analisar a relevância da informação contábil e as práticas discricionárias, principalmente em momentos de variações do mercado, tipicamente os períodos de crise.

Ressalta-se como limitação de pesquisa as características específicas dos setores empresariais categorizando o controle e agrupando destes bem como seus resultados. Como proposta para pesquisas futuras pode-se analisar a relação entre os *accruals* discricionários por setores específicos, segmentação do mercado de capitais, índice Brasil 100 e também expandir a outras economias.

REFERÊNCIAS

- Aboody, D., Hughes, J. & Liu, J., (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651–673.
- Almeida, J. G. Como o Brasil superou a crise. In: Associação Keynesiana Brasileira – AKB. (2010). *Dossiê da crise II*. S.I.: UFRGS.
- Akbar, S., Shah, S., Zulfiqar A. & Stark, A. W. (2011). The value relevance of cash flows, current *accruals*, and non-current *accruals* in the UK. *International Review of Financial Analysis*, 20(5), 311-319.
- Angelis, J. (2008). Managerial betrayal: justifying the punishment of Enron's management. *Revista Economia & Gestão*, 4(8).
- Banco Central do Brasil - BACEN. (1998). *Boletim do Banco Central do Brasil*. jan. 1998.
- Ball, R. & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Batista JR, P. N. (2002). Vulnerabilidade externa da economia brasileira. *Estudos Avançados*, 16(45), 173-185.
- Barbosa Filho, F. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados*, 31(89), 51-60.
- Barbosa, R. A. (2002). Os Estados Unidos pós 11 de setembro de 2001: implicações para a ordem mundial e para o Brasil. *Revista Brasileira de Política Internacional*, 45(1), 72-91.
- Barth, M. E., Beaver, W. H. & Landsman, W. R. (2001). The Relevance of the *value-relevance* literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p. 77-104.
- Barth, M. & Landsman, W. R. (2010). How did financial reporting contribute to the financial crises? *European Accounting Review*, Londres, 19(3), 399-423.
- Baek, J. S., Kang, J. K. & Park, K. S. (2004). Corporate governance and firm value: evidence from the Korean financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265–313.
- Beneish, M. D. & Vargus, M. E. (2002). Insider trading, earnings quality, and accrual mispricing. *The Accounting Review*, 77(4), 755–791.
- Bepari, K., Rahman, S. F. & Mollik, A. T. (2013). *Value-relevance* of earnings and cash flows during the global financial crisis. *Review of Accounting and Finance*, 12(3), 226-251.

- Choi, J., Kim, J. & Lee, J. J. (2011). *Value-relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997-1998. Journal of Accounting and Public Policy*, 30(2), 166-187.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. (2011). *CPC 00 (R1): estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro*. Recuperado em 18, mar. 2018, de http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>
- Costa, F. M., Reis, D. J. S. & Teixeira, A. M. C. (2012). Implicações de crises econômicas na relevância da informação contábil das empresas brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade - REPeC*, 6(2), 141-153.
- Costa, F. M., Lopes, A. B. & Costa, A. C. O. (2006). Conservadorismo em cinco países da América do Sul. *Revista de Contabilidade e Finanças*, São Paulo, 41, 7-20, Maio/Ago.
- Crouhy, M. G., Jarrow, R. & Turnbull, S. M. (2008). The subprime credit crisis of 07. *The Journal of Derivatives*, 16(1), 81-110, Sept.
- Cupertino, C. M. & Martinez, A. L. (2009). Qualidade da auditoria e earnings management: risk assessment através do nível dos Accruals Discricionários. *Contabilidade Vista & Revista*, 19(3), 69-93.
- Davis-Friday, P. Y. & Gordon, E. A. (2005). Relative valuation roles of equity book value, net income, and cash flows during a macroeconomics shock: the case of Mexico and the 1994 currency crisis. *Journal of International Accounting Research*, 4(1), 1-21.
- Davis-Friday, P. Y., Eng, L. L., Liu, Chao-Shin. (2006). The effects of the Asian crisis, corporate governance and accounting system on the valuation of book value and earnings. *International Journal of Accounting*, 41, 22-40.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P. M., Dichev, I. D. (2002). The quality of *accruals* and earnings: The role of *accrual* estimation errors. *The Accounting Review*, 77(1), 35-59.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A. & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 355-384.
- Ducharme, L. L., Malatesta, P. H., Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of Financial Economics*, 71(1), 27–49.
- Ferreira, A. B. H. (1999). *Dicionário Eletrônico Aurélio Século XXI*. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira e Lexikon Informática.

- Ferreira, F. R., Martinez, A. L., Costa, F. M., & Passamani, R. R. (2012). Book-tax differences e gerenciamento de resultados no mercado de ações do Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 52(5), 488-501.
- Gu, F., Li, J. Q., (2007). The credibility of voluntary disclosure and insider stock transactions. *Journal of Accounting Research*, 45(4), 771–810.
- Holthausen, R. W. & Watts, R. L. (2001). The relevance of *value-relevance* literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75.
- Huddart, S. J., Ke, B. (2007). Information asymmetry and cross-sectional variation in insider trading. *Contemporary Accounting Research*, 24(1), 195–232.
- Hung, M. (2001). Accounting standards and *value-relevance* of financial statements: an international analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3), 401–420.
- Ines, A. (2017). The *Value-relevance* of accounting fraud and discretionary *accruals*. *International Research Journal of Finance and Economics*, 163, 73-89.
- International Accounting Standards Boards – IASB. (2009). *Normas internacionais de relatório financeiro (IFRS) 2008*: incluindo as normas internacionais de Contabilidade (IASs) e as interpretações tal como aprovadas em 1º de janeiro de 2008. São Paulo: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil, 2009.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE. (2017). *Contas regionais 2015*: queda no PIB atinge todas as unidades da federação pela primeira vez na série. Recuperado em, 18 mar. 2018, de <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/agencia-noticias/2013-agencia-de-noticias/releases/17999-contas-regionais-2015-queda-no-pib-atinge-todas-as-unidades-da-federacao-pela-primeira-vez-na-serie.html>.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A. & Friedman, E. (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), 141–186.
- Johnson, J. (1984). *Econometric methods*. 3 ed. New York, NY: McGraw-Hill.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journals of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Lopes, A. B., Martins, E. (2005). *Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas.
- Kent, P., Routledge, J. & Stewart, J. (2010). Innate and discretionary accruals quality and corporate governance. *Accounting & Finance*, 50(1), 171-195.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary *accrual* measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.

- Lopes, A. B. (2001). *A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à Bovespa*. 2001. 308 f. Tese (Doutorado) Universidade de São Paulo.
- Martinez, A. L. (2001). *“Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis pela – USP – São Paulo.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Moore, W. B. & Baker, C. A. (2008). The 2008 financial crisis: FAS 157 and SAS 59: did they reflect reality? *Journal of Finance and Accountancy*, Florida, 6, 1-9.
- Murta, L. R., Brasil, G. H. & Samohyl, R. W. (2003). *Crise monetária brasileira de 1999: uma análise econométrica da desvalorização do real em 1999*. XXXV Simpósio Brasileiro de Pesquisa Operacional. A pesquisa Operacional e os Recursos Renováveis, Natal-RN, 2003. v. 4. Disponível em: <http://www.din.uem.br/sbpo/sbpo2003/pdf/arg0086.pdf> Acesso em: 18 mar. 2018.
- Nascimento, A. M. & Reginato, L. (2008). Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), 25-47.
- Paula, L. F., Pires, M. (2017). Crise e perspectivas para a economia brasileira. *Estudos Avançados*, 31(89), 125-144.
- Prearo, L. C. (2008). *O uso de técnicas estatísticas multivariadas em dissertações e teses sobre o comportamento do consumidor: um estudo exploratório*. 2008. 100 f. Dissertação (Mestrado) Universidade de São Paulo, 2008.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1978). Toward a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 112-134, jan.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.