

Universidade de Brasília

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE – FACE
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS – DCCA
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCONT

GERENCIAMENTO DO RESULTADO CONTÁBIL: UMA ANÁLISE EM
PERÍODOS DE CRISE FINANCEIRA

CLEITON BORGES DE MENEZES JUNIOR

Orientador: Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues

Brasília-DF

2017

CLEITON BORGES DE MENEZES JUNIOR

**GERENCIAMENTO DO RESULTADO CONTÁBIL: UMA ANÁLISE EM
PERÍODOS DE CRISE FINANCEIRA**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues

Área de Concentração: Mensuração Contábil
Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

Brasília-DF

2017

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA – UNB

Reitor:

Profa. Dra. Márcia Abrahão Moura

Vice-Reitor:

Prof. Dr. Enrique Huelva

Decano de Pesquisa e Pós-graduação:

Profa. Dra. Helena Eri Shimizu

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade:

Prof. Dr. Roberto de Goes Ellery Júnior

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais:

Prof. Dr. José Antônio de França

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCONT da UnB:

Prof. Dr. César Augusto Tibúrcio Silva

Menezes Junior, Cleiton Borges de

Gerenciamento do Resultado Contábil: Uma Análise em Períodos de Crise Financeira / Cleiton Borges de Menezes Junior – Brasília, DF, 2017. 99 p.

Orientador: Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues

Dissertação (mestrado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCONT.

1. Gerenciamento de Resultados. 2. Crise Financeira. 3. Economia Mundial. 4. Brasil. I. Rodrigues, Jomar Miranda. II. Universidade de Brasília.

TERMO DE APROVAÇÃO
CLEITON BORGES DE MENEZES JUNIOR

GERENCIAMENTO DO RESULTADO CONTÁBIL: UMA ANÁLISE EM
PERÍODOS DE CRISE FINANCEIRA

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Comissão Avaliadora:

Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCONT da Universidade de
Brasília – UnB
Presidente da Banca

Prof. Dr. Maria Thereza Pompa Antunes

Programa de Mestrado Profissional em Controladoria e Finanças da FIPECAFI
Membro Externo

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCONT da Universidade de
Brasília – UnB
Membro Interno

Brasília-DF

2017

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai (Cleiton) e às minhas mães (Davina e Ana), por sempre estarem ao meu lado nos momentos difíceis e por me incentivarem a buscar os meus objetivos.

Aos meus Avós (Nestor e Maria) por sempre incentivarem os meus estudos.

À minha noiva Priscilla. Obrigado por me dar forças para chegar cada vez mais longe. Você me faz querer ser alguém melhor a cada dia. Obrigado pelos momentos de amor, carinho e compreensão que me ajudaram a atravessar esse período de lutas.

Ao meu orientador, Prof. Dr. Jomar Miranda Rodrigues, que me apresentou uma oportunidade de aprender e crescer como profissional e como pessoa. Obrigado pelo apoio durante o processo de orientação, difícil no início, mas que sempre foi feito pensando no bem maior e no meu crescimento como aluno durante essa fase da minha jornada científica. Obrigado pela paciência!

Aos meus amigos: Vinicius, Cleuber, Bruna, Diogo, Igor, Marco e Caique por me aturarem ao longo de todos esses anos.

Aos meus colegas de trabalho Fernando, João Paulo, José Raul e Luigi pelo apoio na busca de maiores conhecimentos e, principalmente, ao Marcus que me incentivou a fazer a inscrição no último dia.

A todos os professores do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Dr. André Luiz Marques Serrano, Dr. Bruno Vinícius Ramos Fernandes, Dr. César Augusto Tibúrcio Silva, Dra. Diana Vaz de Lima, Dr. José Alves Dantas e Dra. Mariana Guerra, agradeço pelo incentivo e aprendizado proporcionados.

Aos meus colegas de turma: Aiane, Aline, os Andrés, Bruno, Daniel, Davi, Edilson, Elmo, Fran, Géssica, Gilson, Grazi, Jáder, João, Leandro, Leila, Lilian, Lorena, Marina, Marília, Natália, Raquel, Samuel, Sandra, Vanessa, Vânia, Tércio e Wellington, agradeço pela amizade e pelos momentos de descontração que reduziram a pressão das obrigações do mestrado.

Nobody is gonna hit as hard as life. But it ain't about how hard you hit. It's about how hard you can get hit and keep moving forward. How much you can take and keep moving forward. That's how winning is done! Now if you know what you're worth then go out and get what you're worth.

Rocky Balboa – Sylvester Stallone

RESUMO

No que se refere à qualidade da informação, o gerenciamento de resultados é um dos temas em evidência nas pesquisas contábeis nos últimos anos, atualmente existe uma preocupação sobre a possibilidade de gerenciamento por meio de critérios discricionários de contabilização do lucro contábil pelas empresas. A presente pesquisa visa contribuir na investigação e no conhecimento sobre a qualidade da informação contábil, mais especificamente sobre o gerenciamento de resultados, ao efetuar uma análise a partir dos países membros do G20 e os efeitos das crises financeiras ocorridas entre os anos 2001 e 2014. São utilizadas as informações contábeis divulgadas pelas empresas componentes dos principais índices das bolsas de valores dos países do G20. A pesquisa envolve uma análise conjunta entre todos os 19 países componentes do grupo e a União Europeia, uma análise entre países de economia avançada e emergentes integrantes do bloco, bem como um estudo comparativo entre cada país individualmente no que tange às práticas de gerenciamento de resultado em períodos normais e de crise financeira. Os países do G20, quando analisados em conjunto, aumentaram os seus níveis de gerenciamento de resultado durante períodos de crise financeira. A regressão dos dados para os países emergentes indica que o nível de gerenciamento de resultados desses países é maior quando comparados aos países de economia avançada, o que pode ser resultado de um maior conservadorismo por parte das empresas dos países de economia avançada e de um baixo nível de proteção dos acionistas, aspecto comum em países de economia emergente.

ABSTRACT

As far as information quality is concerned, earning management is one of the subjects in the accounting research in the last years, there is currently a concern about the possibility of management by means of discretionary accounting criteria of accounting profit by the companies. The present research aims to contribute to research and knowledge on the quality of accounting information, more specifically on earning managements, carrying out an analysis from the member countries of the G20 and the effects of financial crises that occurred between 2001 and 2014. It is used the accounting information disclosed by the companies that compose the main indexes of the G20 stock exchanges. The research involves a joint analysis of all the 19 component countries of the group and the European Union, a analyses between advanced and emerging economies members of the bloc, as well as a comparative study between each country individually regarding practices of management of results in periods Financial crisis. The G20 countries, when analyzed together, have increased their levels of earning management during periods of financial crisis. The regression of the data to the emerging countries indicates that the level of earning management of these countries is higher when compared to the countries of advanced economy, which can be the result of a greater conservatism on the part of the companies of the countries of advanced economy and of a low level of protection of shareholders, a common feature in emerging economy countries.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1: Limites entre Gerenciamento de Resultados e Fraude.....	24
Figura 2: Preço das Ações – Índice NASDAQ Composite – Período de 1994 a 2015	37
Figura 3: Preço das Ações – Dow Jones - Média por Setor	40
Figura 4: Linha do tempo das crises financeiras do século XXI.....	48

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Composição do G20.....	19
Quadro 2: Classificação Países Integrantes do G20 segundo o FMI.....	20
Quadro 3: Status da Adoção do IFRS nas empresas de capital aberto nos países do G20.....	21
Quadro 4: Síntese da Dinâmica de uma Crise Financeira em Economias Avançadas	32
Quadro 5: Síntese da Dinâmica de uma Crise Financeira em Economias Emergentes.....	35
Quadro 6: Variáveis Macroeconômicas Influenciadas por uma Crise Financeira	36
Quadro 7: Estudos sobre o Incentivo das Crises Financeiras sobre o Gerenciamento de Resultados ..	44
Quadro 8: Comportamento e Sinal Esperado das Variáveis Explicativas.....	58
Quadro 9: Definição das variáveis sobre crise	60

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Bolsas de Valores dos Países Integrantes do G20.....	22
Tabela 2: Amostra de Empresas por País.....	47
Tabela 3: Estatísticas Descritivas: Países do G20.....	63
Tabela 4: Teste Variance Inflation Factor – FIV: Países do G20.....	64
Tabela 5: Matriz de Correlação de Pearson: Países do G20.....	64
Tabela 6: Resultados Regressão: Países do G20.....	66
Tabela 7: Accruals Discricionários: Países do G20	67
Tabela 8: Estatísticas Descritivas: Países de Economia Avançada	68
Tabela 9: Teste Variance Inflation Factor – FIV: Países de Economia Avançada.....	69
Tabela 10: Matriz de Correlação de Pearson: Países de Economia Avançada.....	69
Tabela 11: Resultados da Regressão: Países de Economia Avançada	70
Tabela 12: Accruals Discricionários: Países de Economia Avançada	72
Tabela 13: Variance Inflation Factor – FIV: Análise por País de Economia Avançada	73
Tabela 14: Resultados da Regressão: Análise por País de Economia Avançada	74
Tabela 15: Accruals Discricionários: Análise por País de Economia Avançada	76
Tabela 16: Estatísticas Descritivas: Países de Economia Emergente.....	79
Tabela 17: Teste Variance Inflation Factor – FIV: Países de Economia Emergente	79
Tabela 18: Matriz de Correlação de Pearson: Países de Economia Emergente	80
Tabela 19: Resultados da Regressão: Países de Economia Emergente	81
Tabela 20: Accruals Discricionários: Países de Economia Emergente	82
Tabela 21: Variance Inflation Factor – FIV: Análise por País de Economia Emergente.....	83
Tabela 22: Resultados da Regressão: Análise por País de Economia Emergente.....	84
Tabela 23: Accruals Discricionários: Análise por País de Economia Emergente.....	86

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E SÍMBOLOS

CDOs: *Collateralized Debt Obligation*

CDS: *Credit Default Swaps*

EUA: Estados Unidos da América

FMI: Fundo Monetário Internacional

G20: grupo formado pelas 19 maiores economias do mundo mais a União Europeia.

IAS: International Accounting Standards

IASB: *International Accounting Standard Board*

IFRS: *International Financial Reporting Standards*

IOSCO: *International Organization Of Securities Comission*

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

ONU: Organização das Nações Unidas

PIB: Produto Interno Bruto

PNB: Produto Nacional Bruto

US GAAP: *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*

ÍNDICE ANALÍTICO

1	INTRODUÇÃO	15
1.1	CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA	15
1.2	PROBLEMAS DE PESQUISA	16
1.3	OBJETIVO DA PESQUISA.....	17
1.4	JUSTIFICATIVA.....	18
1.5	DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	18
2	REFERENCIAL TEÓRICO	23
2.1	GERENCIAMENTO DE RESULTADO	23
2.1.1	INCENTIVOS PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	24
2.1.2	FORMAS DE GERENCIAR RESULTADOS	26
2.2	CRISES FINANCEIRAS	29
2.2.1	DINÂMICA DAS CRISES FINANCEIRAS.....	29
2.2.2	COLAPSO DA NASDAQ EM 2000 E ATAQUES DE 11 DE SETEMBRO	36
2.2.3	CRISE FINANCEIRA DE 2007-2009.....	38
2.3	GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CRISES FINANCEIRAS	41
3	METODOLOGIA	47
3.1	SELEÇÃO DA AMOSTRA.....	47
3.2	SELEÇÃO DO PERÍODO.....	48
3.3	MODELO OPERACIONAL.....	50
3.4	DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS CRISE E CRISER	59
3.5	TRATAMENTO ESTATÍSTICO E METODOLÓGICO.....	60
4	ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	62
4.1	PAÍSES DO G20.....	62
4.2	PAÍSES DE ECONOMIA AVANÇADA.....	68
4.3	ANÁLISE SEGREGADA: PAÍSES DE ECONOMIA AVANÇADA.....	72
4.4	PAÍSES DE ECONOMIA EMERGENTE.....	78
4.5	ANÁLISE SEGREGADA: PAÍSES DE ECONOMIA EMERGENTE	83
5	CONSIDERAÇÕES.....	89
	REFERÊNCIAS.....	93

1 INTRODUÇÃO

1.1 CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

Segundo o Relatório de Perspectiva de Risco do Mercado de Valores Imobiliários (*Securities Markets Risk Outlook*), produzido pelo IOSCO – *International Organization Of Securities Commission* referente ao período de 2014-2015, o mercado de capitais em economias desenvolvidas tem mostrado crescimento nos preços dos seus ativos durante os últimos dois anos, atingindo retornos acima dos dois dígitos.

Segundo o relatório do IOSCO, o nível de volatilidade após 2012 tem reduzido a patamares próximos aos níveis pré-crise 2008, tornando o ambiente propício ao investimento em mercados emergentes, uma vez que os níveis de inflação nos mercados desenvolvidos estão baixos e com risco de deflação e as taxas de juros desses países se encontram no menor patamar histórico o que tornam investimentos nesses países menos atraentes. Dessa forma, em ambientes de taxas de juros baixas aumenta o apetite de risco pelos investidores em busca de maiores retornos. Concorrentemente, o baixo risco de crédito reduziu o medo dos investidores para a ocorrência de inadimplência, o que tem resultado em uma série de produtos de maior risco crescendo no mercado.

Dechow, Ge e Schrand (2010, p. 1) observam que a qualidade da informação é definida apenas no contexto de um modelo específico de decisão e irá depender do ambiente organizacional no qual a contabilidade está inserida. Logo, a qualidade da informação é conjuntamente determinada pela relevância inerente à decisão financeira e pela habilidade do sistema contábil em mensurar o desempenho da companhia.

Healy e Wahlen (1999, p. 366) afirmam que os organismos normatizadores definem a linguagem contábil que os gestores utilizam para se comunicar com os *stakeholders* da companhia. Além disso, a investigação de Dechow, Ge e Schrand (2010, p.50) sobre as consequências e determinantes da qualidade da informação contábil conclui que a produção de números contábeis de maior qualidade é o objetivo dos organismos que determinam os padrões contábeis, o resultado sugere que o reconhecimento oportuno dos fatos contábeis decorre de um processo destinado a produzir um número útil à tomada de decisão do usuário.

Através da elaboração de melhores padrões contábeis a partir do conhecimento das variáveis de mercado que impactam no processo decisório dos usuários busca-se a mitigação das práticas de gerenciamento de resultado. Conforme destacado por Barth, Landsman e Lang

(2008) é possível incrementar a qualidade da informação se os padrões contábeis adotados reduzem as possibilidades do gerenciamento de resultados contábeis.

A presente pesquisa visa contribuir na investigação e na avaliação sobre a qualidade da informação contábil, mais especificamente sobre o gerenciamento de resultados, ao efetuar uma análise a partir dos países membros do G20 que já aderiram aos padrões internacionais do IASB - *International Accounting Standard Board*.

A análise sobre os países do G20 é oportuna pois esse bloco correspondeu em 2015 por 80,22% de todo o Produto Interno Bruto (PIB) Mundial o que demonstra que esses países influenciam consideravelmente os eventos econômicos mundiais. Por último, a pesquisa busca contribuir para a literatura ao envolver um comparativo entre todos os países componentes do G20, entre países de economia avançada e emergentes integrantes do bloco, bem como um estudo comparativo entre cada país individualmente no que tange às práticas de gerenciamento de resultado em períodos normais e de crise financeira.

1.2 PROBLEMAS DE PESQUISA

Healy e Wahlen (1999, p. 368) definem a prática conhecida por *Earnings Management* ou, como afirma a literatura, gerenciamento de resultados como a ocorrência de um julgamento discricionário por parte dos gestores no processo de reportar as informações financeiras sobre o desempenho econômico da companhia do gerenciamento.

Da mesma forma, outro tema que tem gerado bastante discussão entre os acadêmicos se refere aos impactos de crises financeiras no gerenciamento de resultados nas empresas, como o debate sobre os impactos da crise asiática em 1997 (CHIA et al., 2007; CHAROENWONG E JIRAPORN, 2009) ou o debate sobre os impactos da crise de 2008 nos países europeus (FRANCIS et al., 2013; IATRIDIS E DIMITRAS, 2013; KOUSENIDIS et al., 2013; FILIP e RAFFOURNIER, 2014; CIMINI, 2015).

A pesquisa tem como fator determinante responder a seguinte questão: **“como as crises financeiras influenciam as práticas de gerenciamento de resultados em empresas de países desenvolvidos e em desenvolvimento?”**

1.3 OBJETIVO DA PESQUISA

O objetivo do estudo é realizar uma análise de gerenciamento de resultado nas empresas que possuem ações nas bolsas de valores dos países do G20 e verificar o comportamento do gerenciamento de resultados durante os eventos de crises financeiras.

Para melhor entendimento da evolução desse tema há vários autores que fizeram uma ampla revisão da literatura sobre as práticas e motivações do gerenciamento de resultados, dentre eles destacam-se: Ronen e Sadan (1981), Healy e Wahlen (1999) e Stolowy e Breton (2000). Na literatura nacional destacam-se os estudos de Martinez (2001), Tukamoto (2004), Zendersky (2005) e Paulo (2007) que também apresentaram uma vasta revisão da literatura.

No que se refere a estudos que vinculam o gerenciamento de resultados a períodos de crise destacam-se os estudos recentes desenvolvidos por: Francis et al. (2013), Iatridis e Dimitras (2013), Kousedinis et al. (2013), Filip e Raffournier (2014) e Cimini (2015) focados nos países europeus em momentos anteriores e posteriores à crise financeira de 2008. Existem ainda estudos focados no mercado Asiático sobre a crise de 1997, tais como, Chia et al. (2007) e Charoenwong e Jiraporn (2009).

Para alcançar o objetivo proposto foi utilizada a abordagem desenvolvida por Dechow et al. (2012) em seu artigo “*Detecting Earnings Management: A New Approach*”, publicado na *Journal Of Accounting Research*, a qual evidenciou um aumento no poder de explicação dos modelos de gerenciamento de resultado existentes na literatura através da adição de variáveis que incorporam a reversão dos *accruals* discricionários.

A abordagem proposta por Dechow et al. (2012, p. 276) explora a propriedade inerente da contabilidade baseada em regime de competência, no qual qualquer ganho/perda reconhecido por competência e utilizado para gerenciar resultados em um exercício deve reverter em outro período posterior. Se o pesquisador tem indicadores relativos ao momento dessa reversão, a incorporação desses indicadores pode melhorar significativamente o poder e especificação de testes para o gerenciamento de resultados. Os resultados encontrados por Dechow et al. (2012) indicam que os testes incorporando reversões aumentaram o poder de teste por cerca de 40% e forneceram uma solução robusta para mitigar o risco de má especificação do modelo decorrente de variáveis correlacionadas que foram omitidas.

1.4 JUSTIFICATIVA

O estudo se justifica pelo impacto das crises financeiras nas empresas dos países do G20, visto a relevância que esses países possuem na economia global. A influência dos países que formam o bloco do G20 na economia mundial correspondeu em 2015 por aproximadamente 80% de todo o PIB Mundial. As bolsas de valores desses países corresponderam a 88% do valor de capitalização de mercado das bolsas de valores membros da *World Federation Exchange (WFE)*, associação que representa 64 bolsas regulamentadas em todo o mundo, correspondendo a um valor total de negociações de US\$ 111,0 trilhões, um valor que é próximo ao PIB mundial de 2015 (US\$ 113,5 trilhões) em termos de paridade do poder de compra, conforme dados do Fundo Monetário Internacional (FMI).

Buscando-se trabalhos em português no *Google Scholar* relacionados ao termo “gerenciamento de resultado” é possível encontrar 1.970 resultados, sendo um assunto que tem crescido exponencialmente no meio acadêmico brasileiro. Como exemplo, estão disponíveis 12 trabalhos relacionados a gerenciamento de resultados no ano 2001 enquanto que somente no ano de 2015 existem 319 trabalhos sobre o tema. Em comparação, quando se procura no meio acadêmico internacional trabalhos em inglês utilizando o termo “*earning management*” encontram-se 35 trabalhos em 2001 e 1.240 trabalhos em 2015, percebe-se que é um tema bem explorado por pesquisadores internacionais.

No entanto o número de trabalhos que relacionam crises financeiras com o incentivo a práticas de gerenciamento de resultados tem se mostrado uma ramificação significativa do estudo sobre gerenciamento de resultados. Uma pesquisa no Google Scholar retornou 1.170 resultados para trabalhos internacionais e 228 resultados para trabalhos em português sobre o tema. Além disso, não há registro de trabalho que evidencie o impacto das crises financeiras nas práticas de gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto dos principais países desenvolvidos e em desenvolvimento integrantes do G20.

1.5 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo foi realizado sobre a amostra das empresas componentes do principal índice de ações das bolsas de valores dos países que formam o grupo do G20 entre o período de 2001 a 2014.

O G20 é um fórum internacional formado principalmente pelos ministros de finanças e presidentes dos bancos centrais das maiores economias mundiais, o qual tem como objetivo o estudo, revisão e promoção de discussões pertinentes à política que busquem a estabilidade financeira internacional. A influência dos países que formam o G20 na economia mundial correspondeu em 2015 por aproximadamente 80% de todo o PIB Mundial. O Quadro 1 apresenta a composição do G20, conforme dados divulgados pela própria entidade:

Quadro 1: Composição do G20

Membros do G20				
África do Sul	Alemanha	Arábia Saudita	Argentina	Austrália
Brasil	Canadá	China	Coreia do Sul	Estados Unidos
França	Índia	Indonésia	Itália	Japão
México	Reino Unido	Rússia	Turquia	União Europeia

Fonte: Elaboração Própria (<http://www.g20.org/>)

De acordo com a página “*Composition of macro geographical (continental) regions, geographical sub-regions, and selected economic and other groupings*” da Divisão Estatística das Nações Unidas, revisada em 2016:

“Não existe uma convenção estabelecida para designar países ou áreas como "desenvolvidas" e/ou "em desenvolvimento" no sistema das Nações Unidas”.

[...]

“As designações "desenvolvido" e "em desenvolvimento" são destinadas a conveniência estatística e não necessariamente expressam um juízo sobre o estágio alcançado por um determinado país ou região no processo de desenvolvimento. ”

[...]

“Na prática comum, o Japão e a Coreia do Sul na Ásia, Canadá e Estados Unidos na América do Norte, Austrália e Nova Zelândia na Oceania e a maioria dos países europeus são considerados como áreas "desenvolvidas". Nas estatísticas de comércio internacional, a União Aduaneira da África Austral também é tratada como uma região desenvolvida e Israel como um país desenvolvido, os países emergentes da antiga Iugoslávia são tratados como países em desenvolvimento e os países da Europa Oriental e da Comunidade de Estados Independentes na Europa não estão incluídos nem no grupo das regiões desenvolvidas e nem das em desenvolvimento. ”

O relatório de Pesquisa Econômica e Financeira “*World Economic Outlook*” publicado em abril de 2016 pelo Fundo Monetário Internacional - FMI, o qual traz uma perspectiva da

economia mundial, divide os países do mundo em dois grandes grupos: as economias avançadas e os mercados emergentes e economias em desenvolvimento. Essa definição, assim como a definição da ONU, tem como objetivo facilitar a análise ao providenciar um método razoável de organização dos dados.

O quadro 2 classifica os países integrantes do G20 como países de economia avançada ou emergente, baseado no relatório do FMI.

Quadro 2: Classificação Países Integrantes do G20 segundo o FMI

Classificação dos integrantes do G20 – Economia Avançada ou Emergente			
Avançada		Emergentes	
Alemanha	França	África do Sul	Índia
Austrália	Itália	Arábia Saudita	Indonésia
Canadá	Japão	Argentina	México
Coréia do Sul	Reino Unido	Brasil	Rússia
Estados Unidos	União Europeia	China	Turquia

Fonte: Fundo Monetário Internacional – *World Economic Outlook, April 2016*

Segundo divulgado pelo IASB na página “*Jurisdiction Profiles*”, as maiores autoridades na jurisdição do G20 firmaram um compromisso público em aceitar as normas do IFRS como o padrão contábil global.

Dentre as jurisdições do G20, 14 países adotam o *International Financial Reporting Standards – IFRS* para todas ou para a maioria das empresas de capital aberto. Das seis jurisdições restantes:

- Índia, Japão e Estados Unidos permitem os padrões do IFRS de forma voluntária para os emissores domésticos e/ou estrangeiros (Índia, Japão e Estados Unidos);
- A Arábia Saudita requer os padrões do IFRS de forma limitada para bancos ou companhias de seguro apenas;
- A China convergiu substancialmente seus padrões nacionais ao IFRS;
- A Indonésia adota seus padrões nacionais, mas os mesmos estão substancialmente em acordo às IAS e ao IFRS, apesar de não existir um plano para a adoção total.

O Quadro 3 apresenta o status da adoção dos padrões contábeis IFRS nas empresas de capital aberto dos países componentes do G20.

Quadro 3: Status da Adoção do IFRS nas empresas de capital aberto nos países do G20

País do G20	Status de Adoção do IFRS
África do Sul	As empresas listadas na Bolsa de Valores de Joanesburgo utilizam o IFRS desde 2005.
Alemanha	Foi definido o uso integral das IFRS a partir de 2005, anteriormente a esse período era permitida a opção entre IAS/IFRS ou US GAAP.
Arábia Saudita	Atualmente, apenas os bancos e companhias de seguro adotam as IFRS. Há um plano de transição para que as empresas listadas façam a adoção integral a partir de 2017.
Argentina	Adota as IFRS para todas as empresas com ações negociadas publicamente desde 2012.
Austrália	Adota as IFRS para todas as empresas com ações negociadas publicamente desde 2005.
Brasil	Adota as IFRS para todas as empresas com ações negociadas publicamente desde 2010.
Canadá	A maioria das empresas adotaram as IFRS a partir de 2011. As empresas canadenses que listam ações nos EUA possuem a opção de adotar o US GAAP. As empresas que não emitem ações no mercado americano devem adotar as IFRS até 2019.
China	A China adota o padrão nacional chinês de contabilidade, o qual é substancialmente convergente com as IFRS desde 2006.
Coreia do Sul	Adota as IFRS para todas as empresas com ações negociadas publicamente desde 2011.
Estados Unidos	A SEC permite que os emissores estrangeiros utilizem o padrão IFRS, mas os emissores domésticos devem utilizar o padrão US GAAP.
França	Como membro da União Europeia, o padrão IFRS foi adotado a partir de 2005.
Índia	Não adota as IFRS, mas desde 2013 os padrões contábeis indianos (Ind AS) são baseados substancialmente nas IFRS.
Indonésia	Ainda não adota as IFRS, mas suporta as IFRS como o padrão contábil globalmente aceito. Iniciou o processo de convergência em 2008, mas não anunciou um prazo final para o processo.
Itália	Como membro da União Europeia, o padrão IFRS foi adotado a partir de 2005.
Japão	A aplicação voluntária das IFRS ocorre desde 2010 para algumas empresas que cumprem determinados critérios. A partir de 2013 todas as empresas emissoras de ações no Japão possuem permissão para utilizar o padrão IFRS.
México	Adota as IFRS para todas as empresas com ações negociadas publicamente desde 2012.
Reino Unido	Como membro da União Europeia, o padrão IFRS foi adotado a partir de 2005.
Rússia	O padrão IFRS foi sancionado em 2011, tornando-se obrigatório a partir de 2012.
Turquia	A adoção voluntária do padrão IAS/IFRS se iniciou em 2003, a partir de 2005 todas as empresas que negociam em mercados regulados passaram a adotar o padrão IFRS.
União Europeia	O padrão IFRS foi adotado em 2002 para as demonstrações contábeis de todas as empresas Europeias que negociam suas ações em mercados regulados europeus, passou a ser válido efetivamente em 2005.

Fonte: Elaboração Própria – *IFRS Jurisdiction Profile*

A *World Federation Exchange – WFE* representa 64 bolsas regulamentadas em todo o mundo e atua em nome de um total de 99 organizações, incluindo membros afiliados e câmaras de compensação. Essas bolsas possuem mais de 45.000 empresas listadas, o banco de dados estatísticos utilizado abrange mais de 350 indicadores e 40 anos de dados de transações em todo

o mundo. Nas bolsas de valores dos países do G20 existem, em dezembro de 2015, 32.756 companhias listadas com um valor de capitalização de US\$ 56,4 trilhões.

A Tabela 1 apresenta as principais bolsas de valores dos países do G20. Ela indica o nome da bolsa, o país originário, o valor de capitalização em dezembro de 2015 em US\$ Milhões e o número total de companhias listadas.

Tabela 1: Bolsas de Valores dos Países Integrantes do G20

<i>Exchange</i>	País	Valor em US\$ Mi	Total de Companhias	Companhias Domésticas	Companhias Estrangeiras
<i>NYSE</i>	EUA	17.786.787,43	2.424	1.910	514
<i>Nasdaq – US</i>	EUA	7.280.752,17	2.859	2.471	388
<i>Japan Exchange Group</i>	Japão	4.894.919,12	3.513	3.504	9
<i>Shanghai Stock Exchange</i>	China	4.549.288,03	1.081	1.081	0
<i>Shenzhen Stock Exchange</i>	China	3.638.731,29	1.746	1.746	0
<i>Euronext</i>	União Europeia	3.305.901,44	1.068	944	124
<i>Hong Kong Exchanges and Clearing</i>	Hong Kong	3.184.874,22	1.866	1.770	96
<i>Deutsche Boerse</i>	Alemanha	1.715.800,49	619	555	64
<i>TMX Group</i>	Canadá	1.591.928,59	3.559	3.501	58
<i>BSE India Limited</i>	Índia	1.516.216,71	5.836	5.835	1
<i>National Stock Exchange of India</i>	Índia	1.485.088,62	1.794	1.793	1
<i>Korea Exchange</i>	Coréia do Sul	1.231.199,76	1.961	1.948	13
<i>Australian SE</i>	Austrália	1.187.083,45	2.108	1.989	119
<i>Johannesburg Stock Exchange</i>	África do Sul	735.945,17	382	316	66
<i>BM&FBOVESPA</i>	Brasil	490.534,11	359	345	14
<i>Saudi Stock Exchange (Tadawul)</i>	Arábia Saudita	421.060,07	171	171	0
<i>Bolsa Mexicana de Valores</i>	México	402.253,28	143	136	7
<i>Moscow Exchange</i>	Rússia	393.237,76	254	251	3
<i>Indonesia Stock Exchange</i>	Indonésia	353.270,96	521	521	0
<i>Borsa Istanbul</i>	Turquia	188.861,89	393	392	1
<i>Bolsa Comercio de Buenos Aires</i>	Argentina	56.134,63	99	93	6

Fonte: Elaboração própria, a partir dos dados disponibilizados pela WFE.

O estudo teve por objetivo examinar os efeitos do gerenciamento de resultados durante os eventos de crises financeiras em comparação a períodos normais. Além disso, foi realizada a análise dos resultados extraídos da avaliação em conjunto de todos os países do G20, seguida da análise comparativa a partir da classificação definida para países desenvolvidos e emergentes e, por último, a análise comparativa entre cada um dos países de forma segregada.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADO

Schipper (1989, p. 92) define o gerenciamento de resultados como uma “intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular”. Essa definição limita a discussão, ao apenas incluir a função externa da divulgação da informação contábil e não as informações inerentes a relatórios gerenciais. Sob essa definição o gerenciamento de resultados pode ocorrer em qualquer tipo de divulgação externa de informação.

Para Healy e Wahlen (1999, p. 368):

“o gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam o seu julgamento nos relatórios financeiros e na estruturação das transações para alterar os resultados divulgados seja para enganar alguns stakeholders sobre o desempenho econômico da companhia, ou para influenciar o efeito de contratos que dependam dos números contábeis divulgados”.

Amat e Gowthorpe (2004, p. 5) afirmam que a contabilidade criativa também pode ser referida como gerenciamento de resultados, suavização de receita, engenharia financeira e maquiagem contábil, e essas práticas implicam na transformação das contas financeiras ao empregar escolhas contábeis, estimativas e outras práticas permitidas pela regulação contábil. Além disso, apontam que nos Estados Unidos o termo mais utilizado é “gerenciamento de resultados” enquanto na Europa o termo preferido é “contabilidade criativa”.

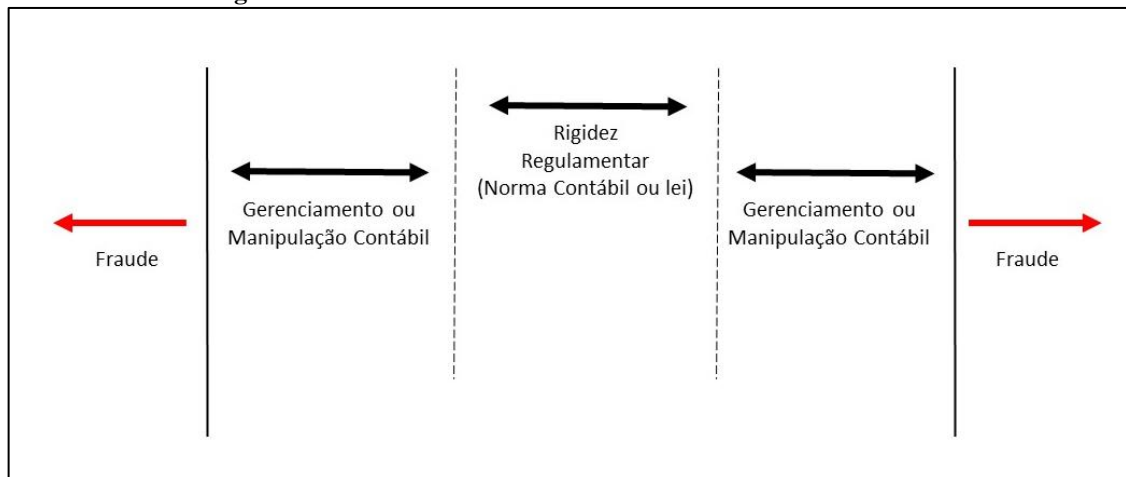
A definição de Healy e Wahlen (1999) pode induzir os leitores a pensar que as práticas de gerenciamento de resultados seriam ilegais ou fraudulentas, tal fato não corresponde à realidade. Além disso, cumpre ressaltar que a literatura pesquisada não fez distinção entre os termos manipulação de resultados, contabilidade criativa e gerenciamento de resultados.

Stolowy e Breton (2004, p. 3) afirmam que a prática de manipular contas contábeis ocorre a muito tempo, e que a manipulação de contas é bem conhecida pela literatura através dos seguintes termos: gerenciamento de resultados (*earning management*), suavização de resultados (*income smoothing*), contabilidade criativa (*creative accounting*), maquiagem de balanço (*window dressing*), baixa de ativos através do resultado (*big bath accounting*).

Percebe-se que as definições apresentadas trazem a noção de que o gerenciamento de resultados tem origem na ação dos administradores de uma organização que possuem a intenção de alcançar determinado resultado. Portanto, nota-se que apesar de distorcer o desempenho das empresas, a prática do gerenciamento de resultados está coberta pela legalidade e não deve ser confundido com fraude contábil.

Conforme apontado por Stolowy e Breton (2004) a literatura utiliza o termo “fraude” ao discutir práticas ilegais ou que não estão em acordo com as normas contábeis e que impactam a informação contábil apresentada aos usuários. Interpreta-se pelo trabalho dos autores que a fraude contábil é vista como uma extrapolação das práticas de gerenciamento ou manipulação contábil, conforme demonstrado na Figura 1.

Figura 1: Limites entre Gerenciamento de Resultados e Fraude



Fonte: Elaboração própria (adaptado de Stolowy e Breton, 2004)

Park e Shin (2004) apontam que a manipulação de resultados varia de fraude nos resultados contábeis, a qual viola os Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP), para gerenciamento de resultados, o qual não viola tais princípios.

2.1.1 INCENTIVOS PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Dye (1988, p.1) propõe duas razões para as quais os *shareholders* não buscam eliminar a tendência dos gerentes em utilizar o gerenciamento de resultados. O primeiro motivo é interno e relacionado ao valor da conveniência de obter a informação contábil, uma vez que os *shareholders* determinam os resultados que esperam de sua gerência, cabe a eles estruturar um contrato que faça essa gerência cumprir esse resultado, dependendo do tipo de contrato é possível que existam incentivos para a prática de gerenciamento de resultados. O segundo

motivo é externo, voltada ao interesse que os acionistas possuem de alterar a percepção dos investidores em relação ao valor da empresa no mercado.

Dechow, Ge e Schrand (2010), confirmam essa afirmação ao analisarem as determinantes e consequências do gerenciamento de resultados, e ainda criticam a ausência de um modelo robusto para estimar os *accruals* e para detecção do gerenciamento de resultados, pois o gerenciamento pode ocorrer devido a fatores internos, como o reconhecimento e a mensuração de determinados ativos ou passivos, ou fatores externos, para atender a expectativas dos usuários das informações contábeis.

Mohanram (2003) afirma que em nível fundamental o gerenciamento de resultados ocorre em razão relacionada ao desempenho da empresa com algum *benchmark*. Esse *benchmark* pode estar relacionado: ao desempenho no período anterior, expresso em um desejo de mostrar uma tendência de melhora; às expectativas de analistas (o desejo de atingir ou superar metas); se manter lucrativa; ou qualquer *benchmark* estabelecido em um contrato de compensação do administrador (desejo de conseguir um bônus).

Healy e Wahlen (1999, p. 370) segregam os incentivos ao gerenciamento de resultados da seguinte forma: motivações do mercado de capitais, motivações contratuais e motivações regulamentares. Essas motivações são as mais citadas pelos pesquisadores, destacando-se as seguintes:

- (i) Bônus contratuais sobre a remuneração dos gestores;
- (ii) Submissão às cláusulas de contrato de dívida, onde os gestores aumentam os resultados motivados pelos custos do inadimplemento impostos pelos credores e pela flexibilidade dos princípios contábeis geralmente aceitos;
- (iii) Investigação pública, uma vez que os gestores podem utilizar práticas de manipulação contábil visando reduzir os resultados da empresa, pois lucros excessivos podem caracterizar monopólio, presença de operações ilícitas ou capacidade de pagamento para indenizar danos causados;
- (iv) Oferta pública inicial de ações, visando aumentar o preço inicial das ações;
- (v) Escolhas contábeis;
- (vi) Redução de impostos cuja base de cálculo incide sobre o resultado;
- (vii) Troca do administrador principal, estudos demonstram que os gestores que deixam a empresa, utilizam práticas de gerenciamento de resultados para elevar o resultado da empresa, mas há estudos que demonstram que os novos gestores têm

a possibilidade de rever os resultados apresentados pela antiga administração e reclassificar determinados registros, buscando piorar os resultados divulgados;

(viii) Além de outras motivações.

Stolowy e Breton (2004) desenvolveram uma estrutura para classificar as manipulações contábeis baseada no princípio fundamental de que a provisão da informação financeira existe com o objetivo de reduzir o custo de capital da firma. A redução do custo de capital da firma está relacionada com a percepção do risco da firma pelos investidores, a qual é baseada em duas medidas de risco, a primeira se refere ao risco com base no resultado, o qual é representado pelo lucro por ação e a segunda o risco com base na estrutura de capital da firma, representado pela razão dívida/patrimônio líquido (D/PL).

Dessa forma, os autores afirmam que o objetivo do gerenciamento contábil é alterar estas duas medidas de risco. Além disso, a literatura tem discutido de forma intensa o gerenciamento sobre as acumulações (*accruals*), mas tem dado pouco destaque às transações que podem ser utilizadas com a intenção de permitir um tratamento desejado da contabilidade, as quais podem alterar a estrutura de capital da firma.

2.1.2 FORMAS DE GERENCIAR RESULTADOS

Martinez (2001) aponta a existência de diversas modalidades de gerenciamento de resultados, as quais dependem das motivações envolvidas no processo contábil. No entanto, são destacadas três modalidades principais: a) resultado alvo (*target earnings*); b) suavização de resultados (*income smoothing*) c) contabilização conservadora (*big bath accounting*).

Mohanram (2003) também considera três modalidades de gerenciamento de resultados, as quais estão relacionadas a um resultado alvo: *bump up*, *big bath* e *Cookie Jar*.

Em acordo com essas afirmações, Savoc (2006, p. 2) evidencia que existem vários meios de gerenciar resultados, tais como o uso dos *accruals*, mudanças em métodos contábeis, mudanças nas estruturas de capital, etc.. Rodrigues (2012, p. 110) destaca que a utilização de técnicas de gerenciamento de resultados aumentou após a adoção do IFRS, o que pode ser explicado pelo aumento da subjetividade inerente aos padrões internacionais de contabilidade, na prevalência sobre a forma dos fatos baseando-se em princípios ao invés das regras.

2.1.2.1 Target Earnings

Martinez (2001) define *target earnings* como o gerenciamento para melhorar ou piorar os resultados contábeis no intuito de alcançar metas de referência estabelecidas as quais podem estar acima ou abaixo do resultado do período.

2.1.2.2 Big Bath Accounting

Moore (1973) afirma que novos gestores tendem ao pessimismo no que se refere aos valores de determinados ativos, resultando com frequência no ajuste dos mesmos, essa ação é habitualmente conhecida como o termo “*taking a bath*”. Esse estudo observou se a redução das receitas em decorrência das decisões contábeis discricionárias era mais frequente após mudanças na administração das empresas do que seriam caso observada uma amostra aleatória de demonstrações contábeis.

Uma nova administração pode se beneficiar de decisões relacionadas à redução de receitas correntes. Moore (1973) fundamenta esse benefício em dois motivos: a responsabilidade pelo baixo resultado reportado é atribuída à administração anterior, reduzindo a base histórica em futuros comparativos, e o fato de que receitas futuras seriam aliviadas por essas mudanças, para que tendências de aumento nas receitas sejam divulgadas. Moore chegou ao resultado de que a redução de resultado por decisões discricionárias era maior em empresas com mudanças de gestão em comparação a empresas sem esse tipo de alteração.

Em outro tipo de análise focada na bonificação de gestores, Healy (1985) utiliza a expressão “*Taking a Bath*” ao explicar a estratégia de reduzir os resultados correntes pelo diferimento de receitas ou pela depreciação acelerada dos ativos da empresa. Dessa forma, o autor argumenta que em um cenário onde uma meta estabelecida não será atingida, os gestores consideram que é melhor reduzir o resultado ao mínimo possível, para que possam aumentá-lo em períodos subsequentes e possam facilitar a obtenção de sua bonificação nesse período.

Resumindo, a utilização da estratégia denominada *Big Bath Accounting* é feita com a intenção de reduzir o resultado de um determinado período, no qual os gestores de uma empresa não alcançariam a meta estabelecida, de determinada maneira que os valores reduzidos atuem como reservas a serem utilizadas no aumento dos resultados de exercícios futuros, facilitando o atingimento das metas posteriormente.

2.1.2.3 *Income Smoothing*

Beidleman (1973) define *Income Smoothing* como o amortecimento intencional das flutuações acerca de algum nível de rendimentos que seja considerado o normal para uma empresa. Neste sentido a suavização representa uma tentativa por parte da administração da empresa em reduzir as variações anormais nos lucros, na medida permitida sob os princípios contábeis.

Os resultados reportados são usados internamente com os seguintes objetivos (BEIDLEMAN, 1973): como base para a mensuração e avaliação de desempenhos passados; como um fator importante na formulação de planos e orçamentos para períodos subsequentes; como um auxílio na tomada de decisões de aquisição de capital. Se os resultados reportados são altamente voláteis, seria complicado o estabelecimento de planos e orçamentos para períodos futuros, uma vez que o planejamento orçamentário é influenciado por resultados passados.

Copeland (1968) identifica características de uma prática de suavização de resultados: uma vez utilizada, não deve comprometer a empresa a nenhuma ação futura; deve ser baseada em julgamento profissional e ser consistente com os princípios contábeis geralmente aceitos; deve levar a mudanças materiais relativas a diferenças ano-a-ano no resultado; não deve necessitar de uma transação “real” com terceiros, mas apenas de uma reclassificação nos balanços contábeis internos; e deve ser utilizada singularmente ou em conjunção com outras práticas sobre períodos de tempo consecutivos.

Portanto, a literatura contábil define *Income Smoothing* como a prática discricionária dos gestores de reduzir a variabilidade dos resultados, de tal forma que um alto resultado apurado anteriormente resulte na redução do resultado posterior divulgado e um baixo resultado apurado anteriormente resulte no aumento do resultado posterior divulgado, baseado em um nível de resultado que seja considerado normal pela administração. Esse procedimento “suaviza” o resultado entre períodos com o objetivo de assegurar aos investidores a estabilidade do resultado da empresa, uma vez que a volatilidade do resultado é vista como uma medida de risco.

2.1.2.4 *Bump up*

Mohanram (2003) afirma que uma empresa pode incorrer em um elevado custo caso não alcance o *benchmark* proposto, uma vez que o preço das ações e os resultados possuem

uma relação não linear em torno do *benchmark*, ou seja, uma empresa que fica muito próxima de atingir uma meta estabelecida pode ver o preço de suas ações cair vertiginosamente, enquanto que uma empresa que alcance por pouco a sua meta pode receber um bom impulso no valor de suas ações.

Além disso, o autor aponta que quando as empresas estão próximas de uma meta, os incentivos de levar o resultado até essa meta se torna excessivamente forte. Nesses casos, as empresas utilizam formas de elevar seus resultados para alcançar essa meta estabelecida, em prática que é conhecida como *Bump up*.

2.1.2.5 Cookie Jar Accounting

Quando as empresas estão com resultados muito acima de suas metas, existe um incentivo para reduzir seus resultados, se as empresas tiverem um desempenho muito bom, as expectativas para o futuro serão ajustadas em acordo o que faz com que as metas futuras sejam mais difíceis de serem atingidas, segundo Mohanram (2003), esse é o processo conhecido como *Cookie Jar Accounting*. Ao reduzirem o resultado de um determinado período, as empresas implicitamente constituem uma reserva do excesso de resultado para ser utilizada em um período futuro quando terá mais valor para a empresa.

2.2 CRISES FINANCEIRAS

Segundo Mishkin (1999) uma instabilidade financeira ocorre quando choques no sistema financeiro interferem no fluxo da informação de tal maneira que o sistema financeiro se torna incapaz de canalizar os recursos eficientemente entre os poupadores particulares e as empresas com oportunidades de investimentos. Então, uma severa instabilidade financeira pode resultar no colapso completo do mercado financeiro, situação classificada como crise financeira.

2.2.1 DINÂMICA DAS CRISES FINANCEIRAS

Em países de economia avançada, a fase inicial de uma crise financeira ocorre quando os países facilitam a liberação de crédito, eliminam as restrições do mercado financeiro e suas instituições, ou introduzem novos tipos de empréstimos ou outros produtos financeiros

(MISHKIN; EAKINS, 2012). No longo prazo, a liberação do crédito promove o desenvolvimento financeiro e encoraja o sistema financeiro bem organizado a alocar seu capital eficientemente. No curto prazo, pode levar as instituições financeiras a uma “farra” de empréstimos, chamada de “*boom* de crédito”.

Na maioria das vezes, os ciclos de empréstimos em excesso são também acompanhados por “*booms*” nos mercados de ações e imobiliário. Por sua vez, os ciclos de excesso de endividamento trazem a valorização das taxas de câmbio real, perdas de competitividade e lentidão no crescimento. À medida que a economia entra em recessão, o excesso de empréstimos durante o “*boom*” torna os bancos mais propensos a uma crise (KAMINSKY, 2003).

Todos os depósitos bancários são implicitamente ou explicitamente garantidos (segurados) pelo Governo. O depósito de garantia estabiliza a demanda por depósitos bancários e elimina a expectativa de corridas bancárias, mas também introduz um potencial risco moral. Os gestores bancários estão frente a um menu distorcido de risco-retorno, e na medida que suas atividades não são supervisionadas pela agência governamental seguradora eles são tentados a escolher projetos com risco excessivo (VELASCO, 1987).

Em face do maior risco incorrido, as perdas em empréstimos começam a surgir e a queda no valor dos empréstimos (ativo no balanço dos bancos) cai em relação às obrigações com os poupadores, o que resulta na redução do capital e na desalavancagem das instituições financeiras (MISHKIN, 2001).

Com menos capital, as instituições financeiras se tornam arriscadas na visão dos poupadores, os quais ficam propensos a retirar seus recursos dessas instituições, impactando na redução da quantidade de empréstimos (*credit crunch*). Como consequência dessa redução as empresas não são capazes de financiar suas oportunidades de investimento, portanto há uma queda nos seus gastos e em sua atividade econômica (MISHKIN, 1999).

A consequência do “*boom* de crédito” ocorre no aumento do nível fundamental de preços dos ativos, tais como ações e imóveis, aspecto conhecido como bolha dos preços. Quando a bolha rompe, os preços dos ativos se realinham ao seu valor econômico fundamental e, logo, o valor do patrimônio líquido das empresas cai. Ao analisar a crise do *subprime*, Mizen (2008, pp. 534) esclarece que:

As bolhas de crédito e de habitação reforçaram-se mutuamente. Os tomadores de recursos continuavam a procurar fundos para terem uma posição no mercado habitacional, assegurados de que o valor das propriedades que estavam adquirindo

continuará a se elevar. Os emprestadores assumiam que os preços dos imóveis continuariam a aumentar em razão da forte demanda.

Stiglitz e Weiss (1981) afirmam que o aumento na assimetria da informação e a resultante seleção adversa pode ocasionar um racionamento de crédito, no qual alguns tomadores têm seus empréstimos negados mesmo se estiverem dispostos a pagar maiores taxas de juros. Portanto, Bernanke e Gertler's (1995) afirmam que o aumento nos problemas relacionados à essa assimetria resulta em picos nas taxas de juros, que terá efeito no declínio na atividade econômica, uma vez que impacta diretamente na redução dos fluxos de caixa, com o aumento no pagamento de juros, e na deterioração do balanço das empresas e dos indivíduos.

Conforme apontado por Mishkin (1999), pode se considerar que as altas taxas de juros são um dos fatores que colaboram para a precipitação da instabilidade financeira, pois as instituições que emprestam reconhecem que há uma diluição de potenciais tomadores de qualidade e, portanto, reagem com a regressão da sua intermediação financeira e no número de empréstimos realizados.

Crises financeiras usualmente começam em períodos de alta incerteza, tais como: após o início de uma recessão, uma quebra no mercado de ações, ou na falência de uma grande instituição financeira. Dessa forma se dá início a segunda fase de uma crise financeira, a crise no sistema bancário, no qual a deterioração dos balanços dos bancos e as difíceis condições de negócio levam algumas instituições financeiras à insolvência. Incapazes de pagar seus depositantes e outros credores, alguns bancos declaram suas falências (MISHKIN; EAKINS, 2012).

Esses fatores podem resultar em um “pânico bancário”, no qual vários bancos declaram falência simultaneamente. A “corrida aos bancos” força-os a venderem seus ativos para arrecadar os recursos necessários para pagamento dos seus credores. Como resultado dessa venda generalizada, o preço dos ativos cai vertiginosamente de tal maneira que o banco se torna insolvente (MISHKIN, 2001). Uma vez instalada a crise financeira, aumenta-se os problemas de assimetria informacional os quais resultam na redução da propensão das instituições financeiras em emprestar e, logo, a atividade econômica permanece em recessão (MISHKIN, 1999).

O Quadro 4 sintetiza o processo acima sobre a dinâmica para o surgimento de uma crise financeira em economias avançadas, segundo Mishkin e Eakins (2012).

Quadro 4: Síntese da Dinâmica de uma Crise Financeira em Economias Avançadas

Dinâmica em Economias Avançadas	
Fase 1: Início da Crise Financeira	
Má Administração da Liberação de Crédito ou Inovação Financeira	<p>“<i>Boom de Crédito</i>”:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Facilidade de crédito; • Eliminação das restrições do mercado financeiro; <p>Introdução de novos produtos financeiros; Enfraquecimento da disciplina de mercado e aumento do risco moral e seleção adversa (salvaguarda governamental); Início das perdas em empréstimos e posterior redução de crédito.</p>
Aumento e Colapso no Preço dos Ativos	<p>Aumento do preço dos ativos, tais como ações e imóveis, a um valor além dos seus valores econômicos fundamentais (bolha de preços); Rompimento da bolha leva ao realinhamento do seu valor econômico fundamental. Redução do Patrimônio Líquido das Empresas.</p>
Picos nas Taxas de Juros	<p>Aumento nas taxas de juros; Aumento na seleção adversa e no risco moral (redução na propensão a emprestar); Declínio da atividade econômica. Redução dos fluxos de caixa (dependência das instituições financeiras);</p>
Aumento da Incerteza	<p>Crises financeiras usualmente começam em períodos de alta incerteza, tais como:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Início de uma recessão; • Quebra no mercado de ações; ou • Falência de uma grande instituição financeira. <p>Aumento na seleção adversa e no risco moral (redução na propensão a emprestar); Declínio da atividade econômica.</p>
Fase 2: Crise Bancária	
<p>Deterioração dos balanços dos bancos; Difíceis condições de negócio; Insolvência das instituições financeiras e Pânico bancário; Venda generalizada dos ativos dos bancos (queda no preço dos ativos) Redução de informações creditícias (aumento dos problemas de seleção adversa e de risco moral) Recessão econômica.</p>	
Momento pós-Fase 2:	
<p>Fechando das empresas insolventes (vendas ou liquidações); Redução na incerteza sobre o mercado financeiro reduz (recuperação); Baixa das taxas de juros; Redução nos problemas de seleção adversa e risco moral; Retrocessos da crise financeira.</p>	
Fase 3: Deflação da Dívida	
<p>Declínio agudo dos preços (deflação da dívida); Deterioração do capital líquido das empresas (aumento na carga de endividamento); Queda na atividade empréstimos e na atividade econômica por um longo período.</p>	

Fonte: Elaborado a partir de Mishkin e Eakins (2012)

Se, no entanto, a virada da economia leva a um declínio agudo dos preços, o processo de recuperação pode ser sabotado, o que dá início à terceira e última fase da crise financeira, a deflação da dívida, descrito no trabalho clássico de Fisher (1933), na qual um declínio imprevisto nos níveis de preço ocorre, levando a uma posterior deterioração do capital líquido das empresas devido ao aumento na carga de endividamento (redução no valor dos ativos e

manutenção no valor das dívidas no longo prazo), fator que mantém a depressão sobre a atividade econômica por um longo período.

As crises em mercados emergentes são de diferente natureza em relação às crises em mercados desenvolvidos. Crises desencadeadas exclusivamente por choques adversos nos mercados de capitais internacionais e crises em economias com fundamentos impecáveis são fenômenos de mercados desenvolvidos. Em contraste às crises ocorridas em economias avançadas que são desencadeadas por diversos fatores (KAMINSKY, 2003).

Segundo Mishkin e Eakins (2012), as crises financeiras em mercados emergentes se desenvolvem basicamente por dois caminhos: um envolvendo a má-administração da liberalização de crédito ou globalização e o outro envolve desequilíbrios fiscais severos.

A instabilidade financeira desencadeou as crises do México em 1994, onde o PIB passou de um crescimento de 4% antes da crise para 6% negativos após a crise em 1995, e do Leste Asiático em 1997, atingindo a Tailândia, Malásia, Coreia do Sul e Indonésia, os quais cresciam a uma média de 5% em 1996, período anterior à crise, para uma queda de 5% negativo em 1998. Essas variações do PIB acima de 10% estão na mesma magnitude do ocorrido durante a Grande Depressão nos Estados Unidos.

Diversos estudos concordam que um dos caminhos da primeira fase de uma crise financeira em países emergentes seria através da má administração da abertura econômica dos mercados financeiros (Chang et al., 1998; Stiglitz, 1998; Radelet e Sachs, 1998; Wade, 1998), ao eliminar as restrições sobre as instituições financeiras e sobre os mercados domésticos, abrindo a economia aos fluxos de capital e empresas de outros países, processo conhecido como globalização.

Mishkin (2001) afirma que os reguladores bancários em mercados emergentes proporcionam tipicamente uma fraca supervisão, e as instituições bancárias não tem experiência em fazer a triagem e monitorar seus devedores. Consequentemente o “boom de empréstimo” resultante após a liberação de crédito leva a empréstimos mais arriscados do que o comum e, logo, a enormes perdas nesses empréstimos.

A globalização piora esse processo, pois permite aos bancos domésticos pegar emprestado no exterior. Os bancos pagam altas taxas de juros para atrair o capital estrangeiro e rapidamente aumentam o número de empréstimos (“boom de crédito”) o que, igualmente em economias avançadas, resulta na quebra dos empréstimos (*credit crunch*) (MISHKIN, 2001). Esse movimento foi percebido nos países emergentes da região pacífico-asiática anteriormente à crise em 1997 (FOLKERTS-LANDAU et al., 1995).

Quando o governo dos países enfrenta severos desequilíbrios fiscais e são incapazes de financiar seus gastos, geralmente persuadem ou forçam os bancos a comprar as dívidas governamentais. Investidores que perdem a confiança na habilidade do governo em honrar suas dívidas vendem seus títulos, o que faz seus preços cair. Dessa forma, os bancos que estão custodiando essas dívidas ficam com uma lacuna no lado ativo dos seus balanços, reduzindo o patrimônio líquido dos mesmos (MISHKIN; EAKINS, 2012).

Durante a crise no mercado asiático em 1997, conforme exposto no estudo de Radelet e Sachs (1998), os participantes do mercado externo de câmbio percebem uma oportunidade em ganhar elevados lucros ao apostar na depreciação da moeda do país emergente, o que resulta em um ataque especulativo que dá origem a uma crise cambial, dessa forma se dá origem à segunda fase de uma crise financeira em mercados emergentes. As altas taxas de juros se ampliam, aumentando a incerteza, e a queda no preço dos ativos também impactam na atividade econômica. Processos que precipitaram as crises no México, Tailândia, Coreia do Sul, Indonésia, Malásia e Filipinas. A deterioração no balanço dos bancos e o desequilíbrio fiscal são os principais fatores que ativam o ataque especulativo e mergulham a economia em uma crise monetária e financeira.

Economias emergentes firmam muitos contratos de dívida em moeda estrangeira (dólar) incorrendo em descasamento monetário, em contraponto a economias avançadas que firmam seus contratos em moeda doméstica. O descasamento ocorre uma vez que os bens e serviços das empresas estão firmados em moeda local, enquanto o valor do passivo está fixado em moeda estrangeira e fica exposto ao ataque especulativo que visa depreciar a moeda doméstica (MISHKINS, 2001).

O declínio no patrimônio líquido das empresas, o colapso da moeda resultando no aumento da inflação (onde a depreciação da moeda pressiona para cima o preço das importações), o aumento no pagamento de juros (os quais reduzem o fluxo de caixa das empresas e resultam em uma maior dependência de financiamento externo para os seus investimentos), todos esses problemas aumentam os problemas de seleção adversa e risco moral e, logo, um declínio dos investimentos e da atividade econômica sucede. Esses fatores estão descritos no Quadro 5, o qual sintetiza a dinâmica de uma crise financeira em economias emergentes, segundo Mishkin e Eakins (2012).

Quadro 5: Síntese da Dinâmica de uma Crise Financeira em Economias Emergentes

Dinâmica em Economias Emergentes	
Fase 1: Início da Crise Financeira	
Caminho A: Má-Administração da Liberação de Crédito ou Globalização	<p>Abertura Econômica (Globalização):</p> <ul style="list-style-type: none"> • Liberalização dos mercados financeiros; • Eliminação das restrições sobre as instituições financeiras e mercados domésticos. <p>Fraca supervisão bancária (fraqueza institucional); <i>“Boom de empréstimo”</i> (empréstimos mais arriscados e, logo, perdas). Empréstimos no exterior. Pagamento de altas taxas de juros (atração de capital estrangeiro); Deterioração no balanço dos bancos;</p>
Caminho B: Severo Desequilíbrio Fiscal	<p>Desequilíbrios fiscais;</p> <ul style="list-style-type: none"> • Incapacidade de financiar os gastos públicos; • Venda das dívidas governamentais aos bancos. <p>Perda de confiança no governo em honrar suas dívidas (queda no preço dos títulos governamentais); Redução do ativo dos bancos (redução na quantidade de empréstimos).</p>
Fase 2: Crise Monetária	
<p>Depreciação da moeda doméstica (ataque especulativo); Aumento das taxas de juros; Aumento da incerteza; Queda no preço dos ativos.</p>	
Fase 3: Crise Financeira de Pleno Direito	
<p>Contratos de dívida em moeda estrangeira (descasamento monetário); Declínio no patrimônio líquido das empresas; Colapso da moeda (pressão sobre o preço das importações); Aumento da inflação; Aumento no pagamento de juros; Redução no fluxo de caixa das empresas (dependência de financiamento externo); Aumento da seleção adversa e risco moral; e, Declínio dos investimentos e da atividade econômica.</p>	

Fonte: Elaborado a partir de Mishkin e Eakins (2012)

Kaminsky (2003) constata que o grau de severidade de uma crise é medido através de perdas na produção, da magnitude da perda nas reservas do banco central, da depreciação da moeda nacional, do grau de restrição ao crédito, da falta de acesso aos mercados internacionais de capitais após as crises.

De modo geral, Kaminsky e Reinhart (1998) resumem que uma crise financeira ocorre quando uma economia entra em uma recessão seguida de um *“boom”* prolongado na atividade econômica estimulada pela ampliação do crédito e aumentos súbitos na entrada de capitais. O ciclo de empréstimos é exacerbado por depósito de garantias implícitas e explícitas, fraca supervisão e problemas de risco moral no setor bancário. Essas crises são acompanhadas por

uma supervalorização da moeda, enfraquecimento das exportações e a ruptura de uma bolha de preço dos ativos.

O Quadro 6 resume, em acordo aos estudos referenciados acima, o impacto sobre os diversos indicadores macroeconômicos afetados na dinâmica para o surgimento dos eventos de crises econômicas.

Quadro 6: Variáveis Macroeconômicas Influenciadas por uma Crise Financeira

Variáveis Macroeconômicas	
“Boom de Crédito” (<i>Credit Chunch</i>)	Aumento (Redução) de Empréstimos no lado ativo dos balanços das Instituições do Setor Financeiro
	Redução (Aumento) da Taxa de Juros Básica
Formação (Ruptura) da Bolha de Preço dos Ativos	Aumento (Redução) do Índice Principal das Bolsas de Valores
	Aumento (Redução) do Valor de Mercado da Bolsa de Valores
Expansão (Recessão) Econômica	Aumento (Redução) do PIB
	Aumento (Redução) do PNB
	Aumento dos Gastos do Governo
	Aumento (Redução) da Receita das Empresas
	Aumento (Redução) Fluxo de Caixa das Empresas
	Aumento (Redução) Patrimônio Líquido das Empresas
	Redução (Aumento) da Inflação
Crise Monetária em países Emergentes	Redução do Valor da Moeda em comparação ao Dólar
Crise Bancária	Redução do Ativo Total das Instituições Financeiras
	Redução do Patrimônio Líquido das Instituições Financeiras

Fonte: Elaboração Própria

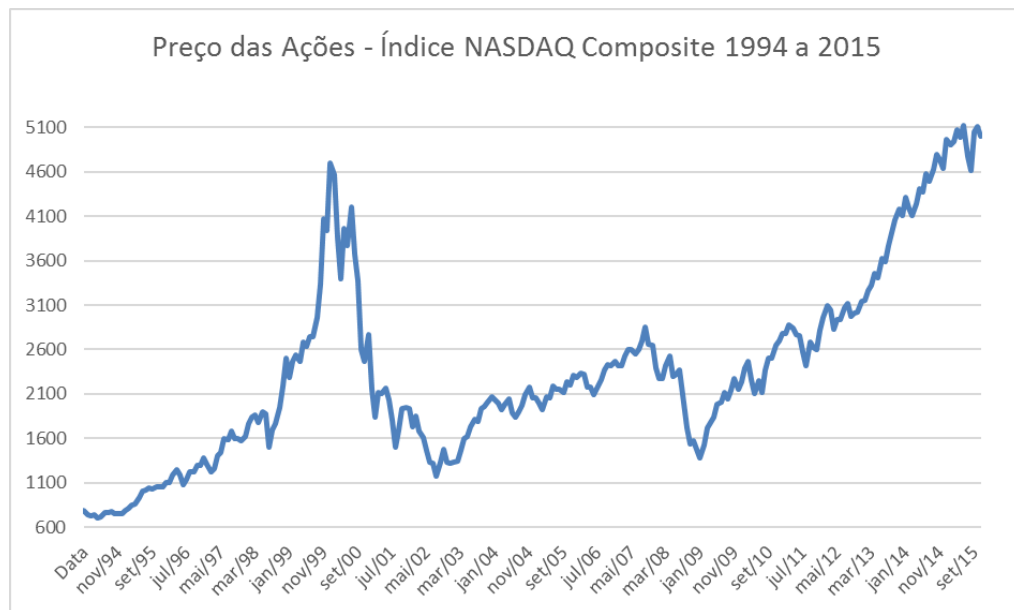
2.2.2 COLAPSO DA NASDAQ EM 2000 E ATAQUES DE 11 DE SETEMBRO

Durante a década de 1990, o mercado de ações foi seduzido pela ascensão de empresas de internet como a Amazon e a AOL, que pareciam estar inaugurando uma nova era para a economia. O período foi marcado pela criação - e, em muitos casos, fracasso - de novas empresas baseadas na Internet, geralmente designadas como "*dot com*" (SCHIFFERES, 2007). As empresas perceberam que os preços de suas ações disparariam se simplesmente fosse adicionado ao seu nome o prefixo "e", o qual Mike Masnick do blog *Techdirt*, especializado

em informações relacionadas ao avanço da tecnologia, denominou como “prefixo do investimento”, ou o sufixo “.com”.

De janeiro de 1994 a fevereiro de 2000, o Índice *NASDAQ Composite* cresceu de 705,96 pontos em junho de 1994 a 4.696,69 pontos em fevereiro de 2000, um aumento de 665%, altamente influenciado pelos preços das ações das empresas de tecnologia (Figura 2).

Figura 2: Preço das Ações – Índice *NASDAQ Composite* – Período de 1994 a 2015



Fonte: Índice *NASDAQ Composite*

O “boom” atingiu o seu pico quando o provedor de internet AOL comprou a empresa de mídia tradicional Time Warner por quase US \$ 200 bilhões em janeiro de 2000, mas em março de 2000 a bolha estourou, e o índice Nasdaq *Composite* ponderado pelo setor de tecnologia caiu 78% até outubro de 2002 (SCHIFFERES, 2007).

O acidente teve ampla repercussão, com a queda do investimento empresarial e a desaceleração da economia dos EUA no ano seguinte (a economia norte-americana cresceu a uma taxa média trimestral nominal de 3,2% em 2001, inferior aos 5,9% do mesmo período de 2000), um processo exacerbado pelos ataques terroristas em 11 de setembro, o que levou ao fechamento temporário dos mercados financeiros. Ao longo de 2001, o Federal Reserve, banco central americano, cortou a taxa básica de juros 11 vezes, diminuindo gradualmente as taxas de 6,25% a 1% para estimular o crescimento econômico (SANTOS et al., 2008).

Segundo Mishkin e Eakins (2012), a combinação do rápido aumento dos preços das ações, confiança de mercado que as empresas teriam lucros futuros, a especulação em ações

individuais, e a ampla disponibilidade de capital de risco, criou uma situação em que muitos investidores se tornaram dispostos a ignorar as medidas tradicionais de investimento em favor da confiança nos avanços tecnológicos.

2.2.3 CRISE FINANCEIRA DE 2007-2009

Conforme apontado por Gontijo (2008), “a crise do *subprime* provavelmente nunca teria tomado dimensões sistêmicas não fora pela liberalização dos mercados financeiros, concluída com o *Gramm-Leach-Bliley Act* de 1999”, a partir daí um novo impulso ao mercado imobiliário surgiu quando o *Federal Reserve* reduziu a taxa de juros em 2000, logo após o estouro da bolha do mercado acionário na NASDAQ, particularmente sobre o segmento tecnológico (representado pelas “Dot.com”), e após os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001, resultando no menor nível dos custos do crédito hipotecário em quarenta anos.

Essa redução das taxas de juros, em combinação ao desenvolvimento do processo de securitização e às inovações financeiras originadas no período ocasionou o “boom” do mercado imobiliário, no qual a taxa média de crescimento dos preços dos imóveis foi de 6,4% ao ano no período 2000-2005, com o pico sendo atingido em 2005, com os imóveis aumentando seus valores na ordem de 14% (TAYLOR, 2007).

Ao proporcionar elevados ganhos tanto para os investidores quanto para os originadores dos empréstimos (instituições financeiras), incluindo os corretores (*brokers*), para as agências de classificação de risco e as seguradoras do risco de crédito, e ao permitir as famílias de baixa renda o acesso à propriedade de imóveis, não é estranho afirmar que o mercado de créditos hipotecários *subprime* tenha se dilatado extraordinariamente, sobretudo após 2002 (GONTIJO, 2008).

A inovação financeira levou à criação de produtos de crédito derivados do fluxo de caixa dos ativos subjacentes e adaptados a características de risco particulares que atraíssem determinados investidores, um desses produtos são as obrigações de dívidas colaterais (*CDOs* – *Collateralized Debt Obligation*). Como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) explica, o processo para criação dos CDOs envolveu várias etapas na qual:

"o risco de crédito subjacente é primeiro desagregado e, em seguida, reembalado, diferenciado em camadas, securitizado, e distribuído para os investidores finais. Várias entidades participam deste processo em vários estágios, desde a origem até a distribuição final. Dentre elas incluem-se os credores primários, corretores de

hipotecas, seguradoras de títulos e agências de classificação de crédito." (OCDE, 2008, p.13)

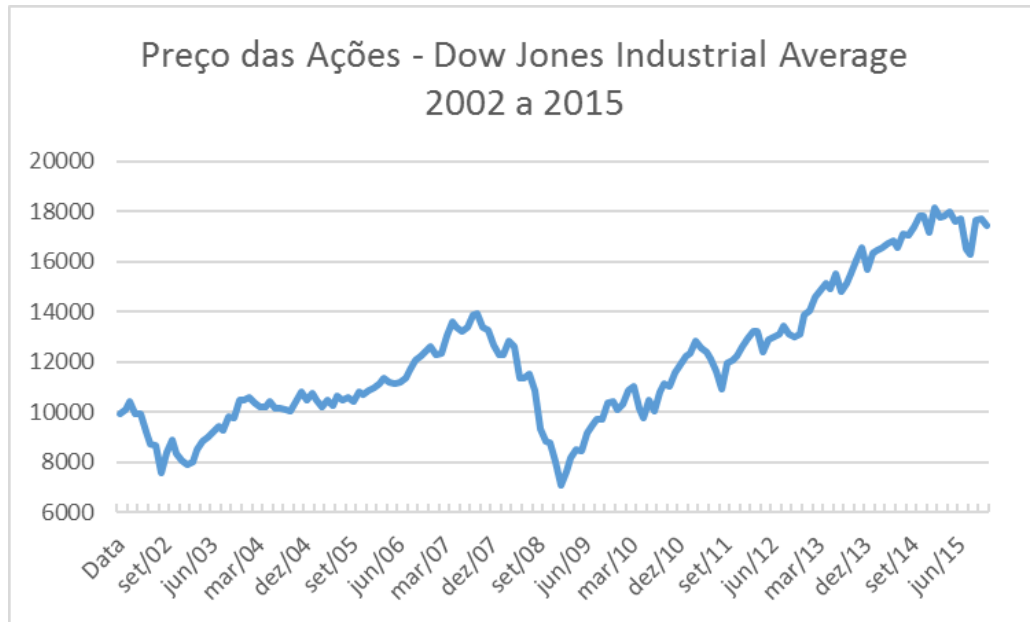
Os problemas de agência aumentaram no mercado imobiliário, pois os corretores imobiliários (*brokers*) que originavam os empréstimos e os bancos comerciais e de investimento que subscreviam os títulos lastreados em hipotecas e outros produtos estruturados de crédito, como os *CDOs*, faziam pouco esforço para avaliar se os devedores poderiam pagar o empréstimo, visto que estavam recebendo altas comissões e que iriam vender esses empréstimos a investidores finais na forma de títulos lastreados. Além disso, as seguradoras receberam elevadas comissões para oferecer o seguro financeiro sobre os contratos, chamados de *credit default swaps (CDS)*, os quais iriam assegurar os pagamentos aos seus detentores em caso de inadimplência dos títulos lastreados e dos produtos estruturados, levou as companhias de seguro a subscrever bilhões de dólares sobre esses contratos arriscados (MIZEN, 2008).

As agências de crédito, as quais avaliavam a qualidade dos títulos de dívida em termos da probabilidade de inadimplência, também contribuíram para o aumento da informação assimétrica no mercado financeiro. Essas agências aconselhavam e recebiam altas comissões de seus clientes sobre como estruturar esses instrumentos financeiros complexos, como os *CDOs*, ao mesmo tempo em que avaliavam produtos idênticos (PORTES, 2008). Como exemplo, a Moody's obteve 44% de toda sua receita anual de 2006 através dessas atividades. Isso permitiu a venda de produtos financeiros complexos superavaliados que possuíam um risco muito maior do que o conhecido pelos investidores.

O aumento dos problemas de informação assimétrica se manifestou pela ampliação do crédito, o que resultou no aumento dos custos de crédito para as famílias e empresários que logo reduziram suas solicitações por empréstimo. Estudo da OCDE realizado por Noord (2006) apontava que um aumento significativo das taxas de juros poderia aproximar os preços reais dos imóveis de um pico nos Estados Unidos e em outros países da OCDE, além disso, a experiência histórica sugere que as quedas subsequentes dos preços dos imóveis em termos reais poderiam ser expressivas e que esse processo poderia ser prolongado.

O declínio no preço dos ativos no mercado de ações pode ser expresso pela queda do Índice Dow Jones em mais de 50% de outubro de 2007 a março de 2009 (conforme Figura 3), saindo de 14.198,10 pontos para 6.469,95 pontos, e também no declínio dos preços dos imóveis, enfraqueceu financeiramente tanto as empresas como as famílias.

Figura 3: Preço das Ações – Dow Jones - Média por Setor



Fonte: Dow Jones Industrial Average (DJI)

A queda dos preços dos imóveis nos Estados Unidos desencadeou um efeito em cadeia no mercado financeiro e, posteriormente, na economia de forma geral. As operações com derivativos e a quebra de grandes bancos comerciais e de investimento levou a uma restrição de crédito (*credit crunch*) que impactou negativamente as principais economias mundiais (CROUHY et al., 2008).

Ao concluir sobre a crise de 2008, Gontijo (2008, p. 33) afirma:

Em síntese, a crise financeira atual mostrou que a dispersão do risco não o reduz do ponto de vista sistêmico, de modo que, num contexto de mercados financeiros liberalizados e, assim, fortemente interconectados, a crise de um mercado necessariamente arrasta consigo o sistema financeiro em seu conjunto.

Portanto, a crise financeira ocorrida entre 2007 e 2009 se mostra um resultado de diversos fatores, tais como, a inovação financeira, os problemas de agência e informação assimétrica no mercado imobiliário (que resultaram na ganância em comissões das agências de *rating*, das instituições financeiras e dos agentes corretores), o declínio no preço dos ativos no mercado de ações, a quebra de grandes instituições financeiras (como o *Bear Stearns* e o *Lehman Brothers* em 2008), dentre outros.

2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E CRISES FINANCEIRAS

Apesar das motivações durante as crises financeiras que levam os gestores a manipular seus resultados, as pesquisas reportam que os efeitos do estouro de uma crise financeira sobre a deturpação das informações financeiras devido ao gerenciamento de resultados encontraram uma redução de tais manipulações durante períodos recessivos. Cimini (2015) afirma que esse fato ocorre como resultado tanto do aumento da qualidade dos relatórios financeiros como do aumento na qualidade da auditoria, embora os resultados atingidos nem sempre sejam homogêneos.

No que diz respeito ao impacto que uma crise financeira tem no gerenciamento de resultados baseados na contabilização dos *accruals*, os estudos encontraram diferentes resultados dependendo se analisaram Instituições Financeiras ou Não-Financeiras, essa afirmação está em acordo com os resultados de Charoenwong e Jiraporn (2009) ao investigarem a crise asiática em 1997, nos quais as evidências implicaram que a regulação imposta sobre as Instituições Financeiras pode alterar os incentivos em gerenciar resultados.

Os estudos sobre instituições financeiras geralmente encontraram um aumento nos *accruals* específicos e conseqüentemente um aumento na má-representação das informações financeiras. Na análise sobre manipulações em provisões de perdas por empréstimo, Balasubramanyan et al. (2013) investigou 469 bancos comerciais europeus sobre o período de 2005-2010 e encontrou um aumento no gerenciamento de resultados direcionados à manipulação do valor do capital próprio e capital regulatório. Bornemann et al. (2012) encontrou resultados semelhantes ao evidenciar a extensão na qual os gestores internos construía reservas escondidas para evitar a queda dos lucros em uma análise dos relatórios anuais dos bancos alemães sobre o período de 1997-2009.

El Sood (2012, p. 71) realizou um estudo no setor financeiro onde foi constatado, ao comparar o período pré-crise de 2002-2006 com o período de crise de 2007-2009, que as instituições financeiras utilizam em maior extensão de provisões para perdas em operações de crédito durante o período de crise de forma a melhorar seus resultados através do gerenciamento contábil dessa provisão, ao retardar o reconhecimento da mesma a um período subsequente, da mesma forma durante períodos pré-crise os bancos tendem a acelerar o reconhecimento dessas provisões para suavizar os resultados para baixo. O comportamento de provisionamento dos bancos é em grande parte procíclico.

No que se refere a detecção do gerenciamento de resultados em empresas não-financeiras, Cimini (2015) utilizou um estudo de evento e encontrou que na maioria dos países Europeus, a lacuna existente entre o total dos *accruals* que as empresas teriam divulgado se a crise nunca houvesse estourado e os *accruals* efetivamente reportados aumenta. Os achados validaram a hipótese de que o gerenciamento de resultados na contabilização dos *accruals* reduzem após o estouro da crise financeira de 2008, provavelmente devido a incentivos comuns, especialmente durante a crise para atrair potenciais investidores através de relatórios financeiros de alta qualidade.

Outras pesquisas (CHIA et al., 2007; LAFOND, WATTS, 2008; FRANCIS et al., 2013) encontraram resultados semelhantes sobre a redução do gerenciamento de resultados durante períodos de crise, pois, de um lado, o aumento do conservadorismo condicional durante a crise financeira aumenta a qualidade do resultado e enfraquecem o gerenciamento de resultados, por outro lado, a atividade de monitoramento dos auditores (especialmente quando envolvidas as *Big Four*) durante a crise contribui para o aumento da qualidade das informações financeiras, devido ao escrutínio do auditor. Como consequência, uma série de padrões contábeis isoladamente não são suficientes para limitar o gerenciamento de resultados (CIMINI, 2015).

Filip e Raffournier (2014) forneceram evidências de que o gerenciamento de resultados tem decrescido significativamente nos anos da crise e essa tendência foi confirmada na maioria dos países europeus da amostra. Além disso, os autores testaram e encontraram uma ligação direta entre a magnitude do gerenciamento de resultados e o crescimento econômico do país dessas empresas. Finalmente, foi relatado que as características institucionais e de Mercado estão associadas com medidas de “suavização” dos resultados, mas não com a mensuração da qualidade dos *accruals*.

A manipulação das receitas é mais provável em períodos de crescimento do que em períodos de crise, fato que deve ser de interesse de investidores, conforme apontado por Filip e Raffournier (2014). Da mesma forma, Johnson (1999) colabora com essas afirmações e afirma que a relevância da contabilização dos resultados é sensível ao ciclo dos negócios, mais precisamente, a existência de uma associação maior entre o resultado e o retorno das ações durante períodos de expansão do que em períodos de contração econômica.

Portanto o gerenciamento de resultados decaiu significativamente nos anos de crise, uma vez que a diferença entre o período de pré-crise (2006-2007) e de crise (2008-2009) é positiva e estatisticamente significativa independente do sinal dos *accruals* discricionários (FILIP; RAFFOURNIER, 2014). Contudo, a redução se mostrou maior pronunciada para

empresas com *accruals* discricionários positivos, isto é, que gerenciaram seus resultados pelo aumento das receitas. Essas empresas exibiram um maior nível de gerenciamento de resultados no período pré-crise quando comparados com aquelas com *accruals* discricionários negativos, enquanto a lacuna entre as duas sub-amostras é estreita durante os anos de crise.

Outras pesquisas que adotaram uma análise de país-por-país para detectar o gerenciamento de resultados antes e depois do estouro da crise financeira também alcançaram resultados contraditórios em termos do aumento ou da redução do gerenciamento de resultados, conforme apresentado a seguir.

Ao investigar o contexto europeu, Iatridis and Dimitras (2013) exploraram a mudança da relevância e do gerenciamento de resultados sobre o período de 2005-2008 e 2009-2011 em empresas auditadas pelas *Big Four*. Os resultados encontrados sugerem que Portugal, Itália e Grécia demonstram uma forte tendência em direção ao gerenciamento de resultados, a Irlanda exibiu menores evidências da manipulação dos resultados, enquanto na Espanha o resultado se mostrou conflitante.

Kousenidis et al. (2013), sobre as evidências de gerenciamento de resultados, encontrou uma redução nas manipulações após a crise financeira, devido a um maior interesse das empresas em divulgarem resultados menos “suavizados” e menos gerenciados, uma vez que as empresas que dependem de financiamento externo e possuem problemas de liquidez possuem fortes incentivos para aumentar a qualidade dos seus relatórios financeiros a fim de atrair potenciais investidores.

Fora da União Europeia, outras pesquisas também discursaram sobre questões similares. Ao investigar outros países, Charoenwong and Jiraporn (2009) encontraram ao analisar o período anterior e posterior da crise financeira de 1997 na Ásia uma indicação de que as empresas não-financeiras na Tailândia pararam de gerenciar seus resultados após a crise. De modo contrário, em Cingapura, as evidências de gerenciamento de resultados existem tanto antes como depois do período de crise.

O gerenciamento de resultados é mais frequente em países com baixo nível de proteção dos acionistas. Esse argumento se baseia na ideia que uma estrutura de maior proteção aos acionistas restringe os administradores internos de se apropriarem dos lucros e, logo, reduz o incentivo de agir no gerenciamento dos resultados para conciliar suas atividades de desvio dos lucros (KINNUNEN; KOSKELA, 2003). Ao contrário, quando a proteção aos acionistas é baixa, há uma maior probabilidade de que o desvio dos lucros pelos agentes internos ocorra, o que sugere um incentivo para gerenciar os resultados.

O Quadro 7 elenca alguns trabalhos que relacionam as práticas de gerenciamento de resultados com potenciais incentivos originados por crises financeiras.

Quadro 7: Estudos sobre o Incentivo das Crises Financeiras sobre o Gerenciamento de Resultados

Título	Autor/ Publicação/ Ano	Breve Resumo	Resultados
Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis	Yew Ming Chia Irvine Lapsley Hing-Wah Lee Managerial Auditing Journal Vol. 22 No. 2, 2007, p. 177-196	O estudo busca examinar os efeitos da escolha dos auditores em reprimir o gerenciamento de resultados dentro de uma estrutura de relatório financeiro baseado em regras contábeis durante a crise financeira asiática.	Os resultados mostraram que as empresas orientadas ao serviço se empenham na redução dos lucros durante o período de crise. Além disso, os resultados indicam que apenas as empresas Big-6 são capazes de reprimir o gerenciamento de resultados por parte dos administradores dessas empresas.
Earnings management to exceed thresholds: evidence from Singapore and Thailand	Charoenwong, C. Jiraporn, P. Journal of Multinational Financial Management, Vol. 19, 2009, p. 221-236.	O estudo investiga a extensão na qual os resultados são gerenciados para cumprir dois limites psicológicos: (1) resultados positivos e (2) crescimento positivo dos resultados em relação ao resultado do último período. Foi investigado o problema através de uma amostra de empresas de Cingapura e da Tailândia. Esses países viveram uma severa crise financeira em 1997.	A evidência empírica revela que o gerenciamento de resultados existe em Cingapura e na Tailândia para evitar a divulgação de perdas e o crescimento negativo do resultado. Essa prática de gerenciamento de resultados varia entre empresas financeiras e não-financeiras entre os dois países e também antes e depois da crise financeira na Ásia ocorrida em 1997. Além disso, a estrutura de governança corporativa encontrada impacta na extensão do gerenciamento de resultados que excedem os limites em Cingapura.
The effects of the European debt crisis on earnings quality, International	Kousenidis, D. V. Ladas, A. C. Negakis, C. I. Review of Financial Analysis, Vol. 30, 2013, p. 351-362.	Os autores investigaram como a crise financeira afetou a qualidade dos lucros (conservadorismo condicional, oportunidade, relevância e gerenciamento de resultados) através da União Europeia. O trabalho analisou 552 empresas não-financeiras listadas na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha no período de 2008-2011. Os países analisados são aqueles com fraca sustentabilidade fiscal e que estão sob supervisão das autoridades europeias. Para o período investigado foi considerado 2008-2009 como pré-crise e 2010-2011 como um período de crise.	Foi encontrada uma redução no gerenciamento de resultados após a crise financeira, devido a um maior interesse das empresas em divulgar informações menos “suavizadas” e menos gerenciadas, pois empresas que dependem de financiamentos externos e lutam com problemas de liquidez possuem grandes incentivos para melhorar seus relatórios financeiros como o objetivo de atrair potenciais investidores.
Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries	Iatridis, G. Dimitras, A. I. Advances in Accounting, Vol. 29, 2013, p. 154-160.	O trabalho explora a mudança do valor relevante e do gerenciamento de resultados durante o período de 2005-2008 e 2009-2011 em uma amostra de empresas não-financeiras portuguesas, irlandesas, italianas, gregas e espanholas auditadas pelas <i>Big Four</i> .	Os resultados encontrados sugerem que em Portugal, Itália e Grécia demonstram uma forte tendência ao gerenciamento de resultados, na Irlanda foram exibidas menos evidências na manipulação de resultados, enquanto os achados na Espanha foram conflitantes.

(Continuação Quadro 7)

The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis	Francis, B. Hasan, I. Qiang Wu Accounting Horizons, Vol. 27, 2013, p. 319–346	Examinando a crise financeira de 2008 como um experimento quase-natural, foi testado se e com qual extensão a contabilidade conservadora afeta o valor dos acionistas.	Foi encontrada uma relação significativamente positiva entre o conservadorismo e o desempenho das ações das empresas durante a crise financeira. Além disso, a relação entre o conservadorismo e o valor das empresas é maior pronunciado para empresas com fraca governança corporativa ou maior assimetria da informação.
Financial Crisis And Earnings Management: The European Evidence	Filip, A. Raffournier, B. The International Journal of Accounting, Vol. 49, Edição 4, 2014, p. 455-478	Foi examinado o impacto que a crise financeira de 2008-2009 teve no comportamento de gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto na Europa. A Europa foi severamente afetada pela crise financeira de 2008-2009, diferenças significativas são esperadas entre o período de expansão (2006-2007) e os anos da crise (2008-2009) se as condições macroeconômicas de fato atuam nas atividades de gerenciamento de resultados.	Foram encontradas evidências de que o gerenciamento de resultados tem decrescido significativamente nos anos da crise e essa tendência foi confirmada na maioria dos 16 países europeus da amostra. As características institucionais e de Mercado estão associadas com medidas de <i>income smoothing</i> , mas não com a mensuração da qualidade dos <i>accruals</i> . Outro fato, a manipulação das receitas se mostrou mais provável em períodos de expansão do que em períodos de crise
How has the financial crisis affected earnings management? A European study	Cimini R. Applied Economics Vol. 47, No. 3, 2015, p. 302–317	O artigo tem por objetivo investigar como a crise financeira de 2008 afetou a deturpação das informações financeiras na União Europeia, no que se refere ao gerenciamento de resultados.	Na grande maioria dos países europeus a lacuna existente entre o total de <i>accruals</i> que as empresas teriam reportado se a crise nunca tivesse estourado e os <i>accruals</i> efetivamente reportados aumenta. Esse achado valida a hipótese de pesquisa e sugere que o gerenciamento de resultados diminuiu após 2008, provavelmente devido a incentivos comuns, especialmente durante a crise, para atrair potenciais investidores através de relatórios financeiros de alta qualidade.

Fonte: Elaboração Própria

O trabalho de Francis et al. (2013) fornece evidências que a recente crise financeira aumentou a demanda por demonstrações financeiras de maior qualidade e por melhores trabalhos de auditoria. Os autores acreditam que tanto a qualidade dos relatórios financeiros, os quais os autores avaliam pelo conservadorismo condicional, como a qualidade da auditoria, pela presença das *Big Four* como auditores, resultaram na redução do gerenciamento de resultados. Isso é particularmente verdade na União Europeia, onde as empresas têm compilado um conjunto de alta qualidade de padrões contábeis após o estouro da crise financeira em 2008.

Além disso, LaFond e Watts (2008) argumentam que o conservadorismo reduz a habilidade dos gestores em manipular e exagerar o desempenho financeiro de uma empresa. Baseado no argumento dos autores, um aumento no conservadorismo condicional durante a crise financeira aumenta a qualidade dos resultados e reduz o gerenciamento dos mesmos. No que diz respeito à qualidade da atividade dos auditores, a maioria das entidades listadas na União Europeia são auditadas pelas *Big Four*. Essas empresas de auditoria, possuem uma maior capacidade do que as outras empresas em restringir o gerenciamento de resultados em razão de sua atividade de monitoramento.

Sobre esse assunto, Chia et al. (2007) investiga como a escolha dos auditores durante a crise financeira na Ásia constrangeu o gerenciamento de resultados dentro de uma estrutura de relatório financeiro baseada nas normas e encontraram que a presença das *Big Four* como auditores reduziram o gerenciamento de resultados.

De forma geral, a razão da presença das *Big Four* na redução do gerenciamento de resultados, especialmente durante a crise financeira, é dupla. A primeira razão é devida ao aumento do monitoramento dos auditores durante a crise comparado com o realizado enquanto a economia está bem. A segunda razão envolve a direta relação entre a qualidade da auditoria e o conservadorismo condicional, uma vez que os grandes auditores são demasiadamente conservativos (CANO-RODRIGUEZ, 2010). Portanto, a qualidade da auditoria não apenas afeta o gerenciamento de resultados diretamente, mas também indiretamente através de um elevado nível de conservadorismo condicional.

3 METODOLOGIA

3.1 SELEÇÃO DA AMOSTRA

Foi utilizada a base de dados *Eikon®*, proveniente da *Thomson Reuters*, ferramenta para análise de séries históricas *cross-asset* e macroeconômicas com cobertura global contendo dados financeiros correntes e históricos, rastreados em mais de 50 anos, abrangendo aproximadamente 98% das empresas de capital aberto do mundo. Esses dados, pela facilidade de acesso e abrangência, irão permitir a construção do modelo operacional do estudo.

Foram utilizadas as informações contábeis das empresas componentes do principal índice de ações das bolsas de valores de cada país do G20, excluindo companhias que não possuem os dados necessários ao estudo, companhias de setores regulados, como a atividade financeira (bancos, seguradoras, previdência, etc), devido a características específicas desses setores, além de verificar a existência de *crosslisting* entre as bolsas de valores.

A amostra final em análise, a qual se encontra descrita na Tabela 2 a seguir, totalizou 5.732 empresas distribuídas entre os 20 países do G20.

Tabela 2: Amostra de Empresas por País

Economias Emergentes		Economias Avançadas	
País	Nº de Empresas	País	Nº de Empresas
África do Sul	105	Alemanha	23
Arábia Saudita	118	Austrália	152
Argentina	10	Canadá	203
Brasil	44	Coréia do Sul	678
China	1044	Estados Unidos	414
Índia	416	França	34
Indonésia	383	Itália	25
México	28	Japão	1818
Rússia	40	Reino Unido	76
Turquia	83	União Europeia	38
TOTAL	2271	TOTAL	3461

Fonte: Elaboração Própria

A limitação do estudo encontra fundamento na afirmação de Watts e Zimmerman (1986) onde não é possível explicar ou predizer todos os fenômenos econômicos através de um modelo,

pois o mesmo é uma simplificação da realidade. Uma vez que determinados fatores particulares das observações são ignorados e não incorporados ao que é suposto pela teoria caracterizando a omissão de variáveis relevantes. A limitação de uma teoria deve servir para a otimização de futuros modelos e para o desenvolvimento de novas teorias.

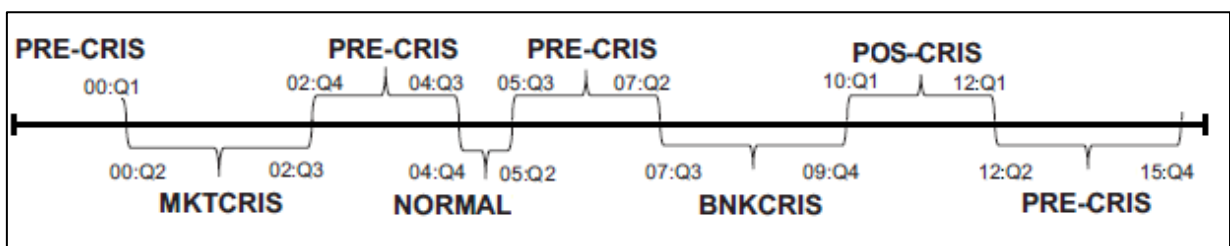
3.2 SELEÇÃO DO PERÍODO

Foi considerado o período temporal entre os anos 2001 e 2014 com os respectivos eventos de crises que ocorreram a partir do ano 2000. O relatório do IOSCO (p.8) “*Securities Markets Risk Outlook 2014-2015*” aponta que os efeitos da crise de 2008 se propagaram até o período de 2012, o qual deu início a um novo período de crescimento, de tal forma que o período pós-2012 pode ser considerado como um novo período pré-crise de expansão econômica, uma vez que os níveis de volatilidade desse período se aproximaram a níveis semelhantes ao momento pré-crise de 2008, aumentando o alerta dos organismos reguladores para os próximos anos.

Cumprе ressaltar que o ano de 2015 não foi analisado, uma vez que o modelo pressupõe um controle de *proxie* relacionado ao fluxo de caixa de um período posterior e as informações financeiras do exercício de 2016 não estavam disponíveis no fechamento desse estudo.

A Figura 4 traz uma linha temporal que aponta os eventos de crise financeira do século XXI adaptada a partir de Berger e Bouwman (2013).

Figura 4: Linha do tempo das crises financeiras do século XXI



Fonte: Adaptado de Berger e Bouwman (2013, p. 152)

Observa-se pela Figura 4 que ao longo dos 14 anos selecionados para a pesquisa ocorreram dois eventos de crise, uma crise de mercado entre os anos 2000 e 2002 com a ruptura da bolha das *Dot.com* e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 e uma crise bancária da qual os resultados se propagaram entre os anos de 2007 a 2012, considerando os efeitos pós-

crise. A partir de 2012 recomeça um novo ciclo de pré-crise, colaborando com o relatório do IOSCO (p.8) “*Securities Markets Risk Outlook 2014-2015*”.

De acordo com pesquisas anteriores, argumenta-se que durante as crises, as empresas estão sujeitas a um maior monitoramento por parte dos auditores, credores e acionistas, o que deveria resultar em uma menor discricionariedade por parte dos gestores em gerenciar resultados (CHIA et al., 2007). Outra razão é que o risco de litígios é provavelmente maior durante períodos de declínio econômico, quando o mercado de capitais sofre uma queda acentuada no preço das ações. Os gestores deveriam responder ao aumento do risco limitando o gerenciamento de resultados. Períodos de contração, portanto, deveriam estar associados com uma redução nas práticas de gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, com resultados mais conservadores (JENKINS et al., 2009).

Um baixo nível de gerenciamento de resultados em períodos recessivos deve resultar também em uma maior demanda por resultados conservadores, pois, devido à natureza transitória de uma crise, os resultados divulgados em tais períodos são menos persistentes e, logo menos úteis para previsões que auxiliariam na tomada de decisões (FILIP e RAFFOURNIER, 2014).

Jenkins et al. (2009) afirmam que esse aumento na incerteza sobre as receitas futuras deve motivar as forças de mercado a demandar resultados mais conservadores em períodos de crise, o que deveria dissuadir as empresas na manipulação dos resultados divulgados. Pode-se considerar que em períodos de crise, o mercado está mais inclinado a tolerar baixos desempenhos e, como consequência, as empresas possuem menos incentivos a praticarem atividades de gerenciamento de resultados (AHMAD-ZALUKI et al., 2011).

Portanto, no que se refere ao comportamento das empresas em relação às práticas de gerenciamento de resultados durante anos de crise, é possível observar que essas práticas decaíram significativamente em anos de crise, conforme disposto no estudo de Filip e Raffournier (2014), ao observar uma diferença positiva entre o período de pré-crise (2006-2007) e de crise (2008-2009). Essa redução se mostrou maior em empresas com *accruals* discricionários positivos, isto é, que gerenciaram seus resultados pelo aumento das receitas. Para essas empresas, há um maior nível de gerenciamento de resultados no período pré-crise quando comparados com aquelas com *accruals* discricionários negativos, enquanto a lacuna entre as duas sub-amostras é estreita durante os anos de crise.

3.3 MODELO OPERACIONAL

Martinez (2001) aponta que a literatura internacional reconhece como *Accruals* ou Acumulações, a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido. Sendo os *accruals* as contas de resultado que entram no cálculo do lucro líquido, mas que não implicam em movimentação de disponibilidades.

Para Mohanram (2003) o aspecto crítico dos modelos que apuram o gerenciamento de resultados é a separação dos componentes discricionários dos não-discricionários dos *accruals* nas demonstrações contábeis das empresas, de forma que o gerenciamento de resultados pode ser considerado como uma transferência intertemporal do resultado entre períodos.

Dos diversos estudos existentes na literatura, o estudo sobre mensuração da qualidade da informação contábil de Dechow, Ge e Schrand (2010, p. 2) traz algumas abordagens que identificam *proxies* que mensuram a qualidade da informação quanto à propriedade dos resultados, quanto à reação aos resultados e quanto a indicadores externos de erros nos resultados.

Dechow et al. (2012) complementam o estudo de 2010 com uma nova abordagem desenvolvida para explorar a propriedade inerente dos *accruals* discricionários, os quais são utilizados com o propósito de deslocar resultados entre períodos de relatório, esse processo requer que distorções de um período sejam revertidos em outro período.

Dechow et al. (2012, p. 283) afirmam que os *accruals* não-discricionários estão interligados com as operações inerentes aos negócios da companhia. Em um nível agregado, eles tenderão a se originar durante períodos nos quais a empresa esteja crescendo ou então fazendo mudanças estratégicas nas operações da empresa e também relacionadas a investimentos. Como as empresas operam seguindo o princípio da continuidade, as características das suas operações tendem a persistir.

Dessa forma, os *accruals* não-discricionários associados também tenderão a persistir. Em outras palavras, a reversão de *accruals* não-discricionários antigos será compensada por novos *accruals* não-discricionários, de tal maneira que os *accruals* não-discricionários irão tender a persistir no nível agregado (DECHOW et al., 2012, p. 283).

Pelo motivo de que os *accruals* discricionários deverão reverter enquanto os não-discricionários tenderão a permanecer, poderemos testar o gerenciamento de resultados não apenas testando pela presença de *accruals* discricionários, mas também testando a reversão desses *accruals* em períodos contínuos (DECHOW et al., 2012). Se houver indícios relativos

ao momento dessa reversão, a incorporação dessa variável pode melhorar significativamente o poder e especificação dos testes de gerenciamento de resultados.

Os resultados encontrados por Dechow et al. (2012, p. 276) indicaram que os testes incorporando variáveis das reversões contábeis aumentaram o poder de previsão do teste em cerca de 40% e forneceram uma solução robusta para mitigar o risco de má especificação do modelo decorrente de variáveis correlacionadas omitidas.

Dechow et al. (2012, p. 290) fizeram algumas escolhas a serem aplicadas nos modelos adaptados pela nova abordagem:

1. Foram estimados os modelos como um painel único que faz associação entre todas as empresas/anos disponíveis da amostra, abordagem comum na literatura existente. Outra abordagem comum seria a estimação de cada modelo por setor ou por ano e então conduzir os testes de gerenciamento de resultados com a plotagem dos resíduos dos modelos.
2. Conduzir todos os testes estatísticos usando matriz de covariância consistente com a heterocedasticidade proposta por MacKinnon e White (1985), conhecida por HC3. A abordagem em incorporar a heterocedasticidade mostrou melhores resultados através de um amplo conjunto de tamanhos de amostras de dados. Todas as restrições lineares são testadas usando estatística qui-quadrado (χ^2). Os autores, por testes de diagnóstico, refutam as pesquisas que aplicam modelos padrão de regressão dos mínimos quadrados ordinários, os quais assumem que os resíduos são independentes e identicamente distribuídos.
3. A terceira escolha é conduzir os testes usando *accruals* discricionários pareados por desempenho de Kothari et al. (2005), os quais são computados ao utilizar os resíduos de cada modelo de *accruals* não-discricionário e subtraindo o resíduo correspondente do par compatível no ano em que a variável *dummy* particionada indica o momento do gerenciamento de resultado ($PART_{i,t} = 1$), Dechow et al. (2012) utilizaram essa abordagem apenas para propósitos comparativos e pela popularidade na literatura existente, portanto essa terceira escolha não será considerada.

O modelo de regressão desenvolvido pode ser incorporado a outros modelos através da Equação 1 (DECHOW et al., 2012, p.286):

$$WC_ACC_{i,t} = a + bPART_{i,t} + \sum_k f_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 1)

Foi considerado os *accruals* relacionados ao capital de giro ($WC_ACC_{i,t}$) e incluídos diretamente controles para *accruals* não-discrecionários ($\sum_k f_k X_{k,i,t}$) \mathbf{k} como variáveis explanatórias adicionais na regressão de gerenciamento de resultados. Onde $PART_{i,t}$ é uma variável *dummy* que é determinada como “1” em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados esteja presente e “0”, em caso contrário. Essa equação se torna mais robusta, na incorporação das reversões, quando incluída uma segunda variável de partição para identificar períodos nos quais o gerenciamento de resultados será revertido ($PARTR_{i,t}$), representada pela Equação 2:

$$WC_ACC_{i,t} = a + bPART_{i,t} + cPARTR_{i,t} + \sum_k f_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 2)

Dessa forma é testada a restrição linear onde $b - c = 0$ para o teste de gerenciamento de resultado. A hipótese alternativa para um aumento (redução) no gerenciamento de resultados é $b - c > (<) 0$. A suposição de que o gerenciamento de resultado é revertido no período de um ano é razoável ao se considerar *accruals* relacionados ao capital de giro, mas não é a única possibilidade.

Para efeitos de procedimento da avaliação do modelo proposto na equação 2, são considerados três cenários no que se refere ao momento da reversão do gerenciamento de resultado. No primeiro, o pesquisador não possui antecedentes que indiquem a reversão do gerenciamento de resultado, excluindo $PARTR_{i,t}$ da regressão. O segundo cenário assume que todas as reversões do gerenciamento de resultados ocorrem no ano seguinte ao ano em que ocorreu o gerenciamento de resultados.

No entanto, como é possível que os gestores possuam incentivos e a capacidade de atrasar a reversão além do período de um ano, é considerado um terceiro cenário que assume que todo o gerenciamento de resultados será revertido após os dois anos seguintes ao ano do gerenciamento de resultado. Dessa forma, para facilitar a interpretação, é decomposto $PARTR_{i,t}$ em duas novas variáveis de partição, $PARTP1_{i,t}$ e $PARTP2_{i,t}$, onde $PARTP1_{i,t}$ é igual a “1” no primeiro ano seguinte ao gerenciamento de resultado e “0”, caso contrário, e $PARTP2_{i,t}$, é

igual a “1” no segundo ano seguinte ao gerenciamento de resultado e “0”, caso contrário. Essa relação está apresentada na Equação 3:

$$WC_ACC_{i,t} = a + bPART_{i,t} + cPARTP1_{i,t} + dPARTP2_{i,t} + \sum_k f_k X_{k,i,t} + \varepsilon_{it}$$

(Equação 3)

Um teste de restrição linear é conduzido onde $b - c - d = 0$ para o teste de gerenciamento de resultados, essa abordagem permite estimar separadamente a magnitude das reversões em cada um dos períodos subsequentes.

Dentre os modelos testados por Dechow et al. (2012), o modelo McNichols (2002) foi considerado o de melhor especificação, pois incorpora um vasto conjunto de variáveis explicativas. O mesmo pode ser considerado uma evolução entre o modelo Jones (1991), que relaciona a variação das receitas líquidas $\Delta REV_{i,t}$ e os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) **PPE** ponderados pelos ativos totais no final do período t-1 $A_{i,t-1}$, e o modelo Dechow e Dichev (2002), que inclui os fluxos de caixa operacional (**CF**) passado, presente e futuros.

O modelo de Dechow e Dichev (2002) é focado nos *accruals* baseado no capital de giro ($WC_ACC_{i,t}$) uma vez que a realização dos fluxos de caixa relacionados a esse capital geralmente ocorre dentro do período de um ano, o que torna a teoria e as observações maleáveis. Do ponto de vista contábil, os eventos mais importantes para cada fluxo de caixa de caixa são o seu recebimento e o seu desembolso e o reconhecimento desses fluxos de caixa no resultado como receita ou despesa.

Dessa forma, a partir da abordagem de Dechow et al. (2012), na utilização de métodos para identificar a ocorrência e a reversão de gerenciamento de resultados, adaptada sobre o modelo de regressão de McNichols (2002), o qual determina a ocorrência de gerenciamento de resultado a partir da determinação dos *accruals* não discricionários, será extraída a base para a regressão que evidenciará a potencialidade de gerenciamento de resultados em períodos de crise financeira.

Assim, o modelo de regressão de McNichols (2002) foi adaptado pela Equação 4:

$$WC_ACC_{i,t} = \alpha + \delta_1 PART_{i,t} + \delta_2 PARTP1_{i,t} + \delta_3 PARTP2_{i,t} + \beta_1 \Delta REV_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 NCF_{i,t-1} + \beta_4 NCF_{i,t} + \beta_5 NCF_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 4)

Em que:

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ;

$PART_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados esteja presente e 0, em caso contrário;

$PARTP1_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 se a reversão do gerenciamento de resultado ocorre no primeiro ano seguinte ao gerenciamento de resultado e 0 caso contrário;

$PARTP2_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 se a reversão do gerenciamento de resultado ocorre segundo ano seguinte ao gerenciamento de resultado e 0 caso contrário;

$A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$;

$\Delta REV_{i,t} = \frac{(Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})}{A_{i,t-1}}$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

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

$NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior;

α ; δ_j ; β_j são os coeficientes da regressão a serem estimados;

$\varepsilon_{i,t}$ é o erro da regressão ($\sim N(0, \sigma^2)$) da empresa i no tempo t .

O pressuposto assumido é que a variável PPE está associada aos *accruals* não-gerenciados associados às despesas de depreciação e amortização e ΔREV relaciona-se aos *accruals* não-gerenciados associados às mudanças das atividades econômicas das empresas. É esperado um coeficiente negativo da variável PPE , pois o nível do ativo imobilizado e diferido está relacionado ao decréscimo dos resultados pelos *accruals* das despesas com depreciação e amortização, desde que não ocorram novos investimentos. Por outro lado, o sinal esperado por ΔREV se mostra ambíguo, pois essa variável pode impactar em aumentos ou decréscimos nas contas de capital circulante (PAULO, 2007).

Se o objetivo dos *accruals* é corrigir problemas temporários de correspondência dos fluxos de caixa subjacentes das empresas, então os *accruals* não discricionários devem ser negativamente correlacionadas com os fluxos de caixa atuais e positivamente correlacionada com fluxos de caixa adjacentes. Dechow e Dichev (2002), portanto, propõem incluir os fluxos

de caixa operacional (*CF*) passado, presente e futuros como variáveis adicionais relevantes para explicar *accruals* não discricionários.

Portanto, considera-se que os resíduos da regressão são os *accruals* que não estão vinculados com a realização do fluxo de caixa e o desvio padrão desses resíduos é utilizado como medida de qualidade dos *accruals*, de tal forma que quanto maior o desvio padrão, menor a qualidade dos *accruals* calculados (DECHOW; DICHEV, 2002).

Para o cálculo dos *accruals* totais foi utilizada a Abordagem do Balanço Patrimonial, amplamente investigada pelos pesquisadores (HEALY, 1985; JONES, 1991; PAE, 1995; MARTINEZ, 2001; PAULO, 2007; DECHOW et al., 2012; RODRIGUES, 2012), os quais são calculados a partir da Equação 5:

$$WC_ACC_{i,t} = \frac{(\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - Depr_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (\text{Equação 5})$$

Em que:

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*;

$\Delta AC_{i,t}$ é a variação do ativo circulante da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta Disp_{i,t}$ é a variação das disponibilidades da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta PC_{i,t}$ é a variação do passivo circulante da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$\Delta Div_{i,t}$ é a variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa *i* no final do período *t-1* para o final do período *t*;

$Depr_{i,t}$ é o montante das despesas com depreciação e amortização da empresa *i* durante o período *t*;

$A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa *i* no final do período *t-1*.

Sobre as reversões, os *accruals* relacionados ao capital de giro (*working capital accruals*), costumam reverter dentro do período de um ano a partir da distorção originária (DECHOW et al., 2012, p. 331). Uma vez que os *accruals* totais do modelo atual são calculados com base na Abordagem do Balanço Patrimonial (definida na equação 6), que considera os

accruals relacionados ao capital de giro ($WC_ACC_{i,t}$) como os *accruals* totais ($TA_{i,t}$), pressupõe-se que as distorções dos *accruals* serão revertidas em acordo com a afirmação de Dechow et al. (2012). Portanto, foi considerado o cenário 2 da abordagem de Dechow et al. (2012) que utiliza a variável *dummy* ($PARTR_{i,t}$) onde os *accruals* relacionados ao capital de giro (*working capital accruals*) são revertidos dentro de um ano.

Para o cálculo dos *accruals* discricionários foi utilizada a abordagem de Dechow et al. (2012) adaptada ao modelo de regressão de McNichols (2002), o qual combina as determinantes presentes nos modelos de Jones (1991) e de Dechow e Dichev (2002) e fornece um maior poder explanatório das variáveis estudadas no que se refere à estimação dos *accruals*. Foi considerado que as distorções nos *accruals* em um período devem ser revertidas em um período seguinte.

Em seu estudo Paulo (2007, p. 240), através das evidências encontradas, verificou algumas diferenças entre a aplicação dos modelos de regressão para cálculo dos *accruals* discricionários em ambientes econômicos diferentes, isso ocorre pela divergência existente entre os países nos sistemas contábeis, no desempenho econômico, nas características institucionais e no ambiente social, legal e político, o que influencia diretamente nas informações contábeis divulgadas pelas companhias de diferentes países.

As variáveis $PART_{i,t}$ e $PARTR_{i,t}$ do modelo proposto por Dechow et al. (2012) foram adaptadas para o estudo considerando as crises financeiras como proxies para a ocorrência de gerenciamento de resultados e sua posterior reversão. Em acordo com estudos anteriores, as variáveis *dummy* são denominadas como $CRISE_{i,t}$ a qual indica o período em que ocorreu o gerenciamento de resultados original caracterizado em momentos de pré-crise e expansão econômica, e $CRISER_{i,t}$ a qual indica o momento da reversão do gerenciamento de resultados original do ano anterior caracterizado pelo início de uma crise e recessão econômica.

Dessa forma, foi estabelecida a Equação 6 para o modelo operacional final do estudo, na qual os *accruals* totais serão calculados pela Abordagem do Balanço Patrimonial, utilizando-se as variáveis do modelo de McNichols (2002) para cálculo dos *accruals* discricionários adaptado pela abordagem de reversão dos *accruals* discricionários de Dechow et al. (2012) julgada pelos principais momentos de crise financeira passíveis de impactar a economia mundial ocorridos entre os anos 2001 e 2014, nos quais foram analisadas a relação dos *accruals* discricionários entre mercados de economia avançada e emergente e entre os países do G20 de forma segregada.

$$WC_ACC_{i,t} = \alpha + \gamma_1 IFRS + \delta_1 CRISE_{i,t} + \delta_2 CRISER_{i,t} + \beta_1 \Delta REC_{i,t} + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 NCF_{i,t-1} + \beta_4 NCF_{i,t} + \beta_5 NCF_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 6)

Em que:

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*;

$IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3;

$CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré- crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário;

$CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário;

$A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

$\Delta REC_{i,t} = \frac{(Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})}{A_{i,t-1}}$ é a variação das receitas líquidas das empresa *i* do

período *t-1* para o período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

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

$NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa *i* em *t-1*, *t* e *t+1*, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior;

α ; γ ; δ_j ; β_j são os coeficientes da regressão a serem estimados;

$\varepsilon_{i,t}$ é o erro da regressão da empresa *i* no tempo *t*.

Sobre a variável $PPE_{i,t}$ espera-se sinal negativo em relação à variável dependente $WC_ACC_{i,t}$ pois quanto maior o ativo imobilizado e o ativo diferido maior será o volume de *accruals* originados pela depreciação e pela amortização, causando efeitos negativos no valor total dos *accruals*. É esperado que a variável $REC_{i,t}$ tenha sinal positivo, pois quanto maior o montante de receitas, maior o valor de *accruals* positivos. Sobre o sinal da variável fluxo de caixa operacional corrente ($NCF_{i,t}$) é esperado um sinal negativo, pois espera-se uma relação inversa com os *accruals* totais, por outro lado espera-se o sinal positivo relacionado aos fluxos de caixa operacional passado ($NCF_{i,t-1}$) e futuro ($NCF_{i,t+1}$) (PAULO, 2007).

O Quadro 8 sintetiza os resultados esperados em relação ao comportamento e ao sinal dos coeficientes associados às variáveis independentes do modelo com base na revisão da literatura.

Quadro 8: Comportamento e Sinal Esperado das Variáveis Explicativas

Variável	Descrição	Comportamento	Sinal
<i>IFRS</i>	Dummy referente à adoção das IFRS	É esperado que a aplicação de normas contábeis de melhor qualidade reduza o volume dos <i>accruals</i> discricionários, mas a relação com os <i>accruals</i> totais não é evidente.	?
<i>CRISE</i>	Dummy relacionada ao incentivo de gerenciamento de resultados em períodos pré- crise	Espera-se que as variáveis <i>CRISE</i> e <i>CRISER</i> tenham o mesmo sinal, uma vez que os <i>accruals</i> discricionários devem reverter no período de um ano de forma que o coeficiente de <i>CRISE</i> menos o coeficiente de <i>CRISER</i> se anulem quando da não ocorrência de gerenciamento de resultados.	?
<i>CRISER</i>	Dummy relacionada à reversão do gerenciamento de resultados originado em períodos pré- crise		?
$\Delta REC_{i,t}$	Variação das Receitas Líquidas	Um aumento no montante das receitas resulta em um maior volume de <i>accruals</i> .	+
<i>PPE_t</i>	Ativo Imobilizado e Ativo Diferido	Relacionada ao decréscimo dos resultados pela apropriação dos <i>accruals</i> originados pela depreciação e amortização do ativo imobilizado e diferido.	-
<i>NCF_{i,t-1}</i>	Fluxo de Caixa Operacional Período Passado	Espera-se uma relação positiva entre os <i>accruals</i> totais e o fluxo de caixa operacional do período anterior, uma vez que há o reconhecimento de parte desse fluxo de caixa como receita no período corrente, aumentando o valor dos <i>accruals</i> totais correntes.	+
<i>NCF_{i,t}</i>	Fluxo de Caixa Operacional Período Corrente	Espera-se uma relação inversa entre os <i>accruals</i> totais e o fluxo de caixa operacional corrente, uma vez que o reconhecimento de caixa no período corrente significa uma potencial redução do <i>accrual</i> total no período corrente.	-
<i>NCF_{i,t+1}</i>	Fluxo de Caixa Operacional Período Futuro	Espera-se uma relação positiva entre os <i>accruals</i> totais e o fluxo de caixa operacional do período posterior, uma vez que parte desse fluxo de caixa é reconhecido como receita antecipada, mas não recebida, do período corrente, aumentando o valor dos <i>accruals</i> totais correntes.	+

Fonte: Elaboração Própria

Uma das dificuldades relacionadas à aplicação da abordagem de Dechow et al. (2012) está justamente na definição do momento em que as empresas possuem incentivos para a prática de gerenciamento de resultados e o momento em que as distorções dos *accruals* serão revertidas. Para a definição do momento em que as empresas possuem incentivos para gerenciar seus resultados e o momento em que essa reversão irá ocorrer serão utilizadas como *proxies* os

resultados encontrados por pesquisas anteriores que vinculam as práticas de gerenciamento de resultados aos períodos de crises financeiras, essas *proxies* serão detalhadas a seguir.

3.4 DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS CRISE E CRISER

A definição das variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$ surgiu como uma limitação para a pesquisa, visto que há dificuldades relacionadas à aplicação do momento em que as empresas possuem incentivos para a prática de gerenciamento de resultados e o momento em que as distorções dos *accruals* serão revertidas. A definição desses momentos é apontada por Dechow et al. (2012) como a maior limitação de sua abordagem, uma vez que há inúmeras variáveis que podem influenciar nas práticas de gerenciamento de resultados e em sua reversão.

Dechow, Ge e Schrand (2010) reafirmam que o gerenciamento de resultados pode ocorrer devido a fatores internos, como o reconhecimento e a mensuração de determinados ativos ou passivos, ou fatores externos, para atender a expectativas dos usuários das informações contábeis. Isso está em consonância com a pesquisa de Healy e Wahlen (1999, p. 370), os quais segregam os incentivos ao gerenciamento de resultados de três formas: motivações relacionadas ao mercado de capitais, motivações contratuais e motivações regulamentares.

Cumprе ressaltar que as crises financeiras podem impactar diretamente nessas motivações, sejam as relacionadas aos fatores internos ou aos externos. O Quadro 6 resume as consequências de uma crise financeira sobre as variáveis macroeconômicas, as quais podem impactar diretamente nas motivações para um gestor gerenciar seus resultados.

Utilizou-se como referência os resultados de pesquisas anteriores, as quais encontraram uma redução nas práticas de gerenciamento de resultados durante e após os períodos de crise (FRANCIS et al., 2013; KOUSENIDIS et al., 2013; FILIP E RAFFOURNIER, 2014; CIMINI, 2015), fato que, segundo os autores, ocorreu devido ao aumento do conservadorismo condicional durante a crise financeira, o qual aumenta a qualidade do resultado e enfraquece o gerenciamento de resultados, em conjunto com a atividade de monitoramento dos auditores (especialmente pela presença das *Big Four*) durante a crise contribui para o aumento da qualidade das informações financeiras.

Portanto, em momentos pré-crise a variável $CRISE_{i,t}$, acionada nos períodos em que as empresas utilizam de práticas de gerenciamento de resultados, foi definida como “1”. Essa definição se confirma pelos resultados de Filip e Raffournier. (2014) o qual afirma haver uma

maior possibilidade de manipulação das receitas em períodos de expansão econômica do que em períodos de crise.

Uma vez definida a variável que indica o momento do gerenciamento de resultados, a variável $CRISER_{i,t}$, indicadora do momento de reversão dos *accruals*, foi definida como “1” no período de crise em que surge a recessão econômica. Supondo que as distorções dos *accruals* são revertidas no momento em que ocorre a crise financeira para regularizar as informações contábeis das empresas e melhorar a qualidade da informação financeira reportada.

O Quadro 9 exemplifica a definição de valores para as variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$ ao longo do período de pesquisa entre 2001 e 2014, em consonância aos eventos de crise ocorridos nesse período.

Quadro 9: Definição das variáveis sobre crise

ANO	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	ANO	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	ANO	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$
2001	0	0	2006	1	1	2011	0	0
2002	0	0	2007	0	1	2012	1	0
2003	1	0	2008	0	0	2013	1	1
2004	1	1	2009	0	0	2014	1	1
2005	1	1	2010	0	0			

Fonte: Elaboração Própria

Se em determinado período a variável $CRISE_{i,t}$ estiver definida como “1” então no período posterior a variável $CRISER_{i,t}$ deverá ser definida como “1”, cumprindo o pressuposto de Dechow et al. (2012), por outro lado, caso a variável $CRISE_{i,t}$ estiver definida como “0” em determinado período, no período posterior a variável $CRISER_{i,t}$ estará definida como “0”.

3.5 TRATAMENTO ESTATÍSTICO E METODOLÓGICO

De forma a assegurar a robustez das evidências obtidas na realização dos testes empíricos de associação entre as variáveis dependentes e independentes em estudo na utilização do método de dados em painel com controle dos efeitos seccionais, foram adotados os seguintes testes e/ou procedimentos, conforme destacados por Dantas (2012):

- a) Identificação da presença de raízes unitárias pela realização dos testes *Im*, *Pesaran e Shin (I.P.S.)*, ADF-Fisher e PP-Fisher, de forma a verificar o atendimento à premissa de estacionariedade das séries;

- b) Avaliação do risco de multicolinearidade, por meio do teste de inflação de variância entre as variáveis independentes (FIV), sugerido por Kennedy (1998) e Gujarati (2006). Considerando sérios problemas de multicolinearidade se algum dos FIV for maior do que 10. Além disso, essa avaliação será fortalecida pela verificação da existência de correlação entre as variáveis explicativas dos modelos testados, as quais refletiriam problemas de alto grau de multicolinearidade, na elaboração da Matriz de Correlação de Pearson, considerando a regra prática sugerida por Kennedy (1998) de que o risco de multicolinearidade é visto como um problema sério quando os coeficientes de correlação entre os regressores são altos – maiores que 0,8;
- c) Definição do método de dados em painel melhor aplicável ao estudo, se efeitos fixos ou se efeitos aleatórios, por meio da aplicação do teste de Hausman;
- d) Mitigação do risco de heterocedasticidade nos resíduos, por meio do escalonamento das variáveis contábeis utilizadas na construção dos modelos, além do uso do método de covariância dos coeficientes *Period SUR (PCSE)*, que estima parâmetros robustos assumindo a presença de heterocedasticidade entre períodos;
- e) Avaliação da condição de ausência de autocorrelação nos resíduos, por meio dos testes Durbin-Watson e LM de Breusch e Godfrey, além de mitigação desse risco potencial com o uso do método de covariância dos coeficientes *Period SUR (PCSE)*, que estima parâmetros robustos assumindo a presença de autocorrelação entre períodos nos resíduos;
- f) Validação das evidências encontradas nos testes realizados com o controle dos efeitos seccionais com a aplicação de testes adicionais, com o controle concomitante dos efeitos seccionais e temporais;

As observações que apresentaram dados com 03 desvios-padrão acima ou abaixo da média (*outliers*) foram excluídas da amostra de cada país, uma vez que os resultados preliminares apontaram para problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, com a estimação de elevados R^2 . A retirada dos *outliers* corrigiu os problemas de multicolinearidade encontrados e os resultados finais serão apresentados a seguir.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Tendo por base os dados da amostra e os procedimentos metodológicos definidos na seção anterior, com o objetivo de verificar a ocorrência de gerenciamento de resultados e a influência das principais crises financeiras ocorridas entre 2001 e 2014 com potencial de impactar a economia mundial, a análise de dados foi segregada em 3 partes: 1) análise de todos os países do G20 em conjunto; 2) a partir da divisão entre países de economia avançada e emergente; e 3) entre cada um dos 20 membros do G20.

A utilização do método de dados em painel com efeitos fixos para os testes empíricos se justifica pelo fato de que a premissa subjacente ao modelo com efeitos aleatórios é que os erros são extrações aleatórias de uma população muito maior (GUJARATI, 2006), o que não é o caso do estudo em foco, que considera o conjunto das empresas componentes dos principais índices das bolsas de valores o qual presume-se que são as empresas que influenciam e impactam no comportamento do restante das empresas integrantes de cada uma das bolsas de valores dos países em estudo.

Preliminarmente à realização dos testes de associação entre as *proxies* de gerenciamento de resultados e a influência das crises financeiras, foi promovida a análise descritiva das variáveis em estudo e alguns testes para assegurar a robustez dos resultados apurados: o de verificação de normalidade das variáveis; o de confirmação da estacionariedade das séries, pela verificação da raiz unitária das variáveis; e o de identificação do risco de multicolinearidade, pelo método FIV e pela matriz de correlação de Pearson.

4.1 PAÍSES DO G20

A primeira parte da análise dos resultados tem como foco os dados em conjunto de todos os países integrantes do G20. Antes da aplicação dos modelos de regressão, e de forma a assegurar a robustez dos resultados foram realizados os Testes *Im*, *Pesaran e Shin* de raízes unitárias entre as variáveis independentes, para verificar a condição de estacionariedade das séries. Os testes rejeitaram a hipótese de raiz unitária para todas as variáveis. A avaliação da presença de multicolinearidade foi feita pela aplicação do teste *Variance Inflation Factor – FIV* entre as variáveis independentes e, de forma a complementar a robustez desse teste, foi calculada a Matriz de Correlação de *Pearson* entre as variáveis independentes.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis do modelo quando aplicadas a todos os países do G20.

Tabela 3: Estatísticas Descritivas: Países do G20

	$WC_ACC_{i,t}$	$IFRS_{i,t}$	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	$AREC_{i,t}$	$PPE_{i,t}$	$NCF_{i,t-1}$	$NCF_{i,t}$	$NCF_{i,t+1}$
Média	-0,026	0,299	0,486	0,467	0,109	0,382	0,071	0,076	0,075
Mediana	-0,031	0,000	0,000	0,000	0,061	0,332	0,064	0,070	0,069
Máximo	11,711	1,000	1,000	1,000	27,805	28,517	1,499	11,100	11,100
Mínimo	-13,064	0,000	0,000	0,000	-17,528	-0,197	-3,952	-10,867	-7,872
Desvio-Padrão	0,176	0,458	0,500	0,499	0,434	0,361	0,119	0,149	0,140
Assimetria	-4,375	0,879	0,057	0,133	12,261	18,692	-3,431	-6,406	0,584
Curtose	1533,527	1,773	1,003	1,018	584,170	961,357	113,763	1257,173	962,009
Jarque-Bera	6,83E+09	1,34E+04	1,17E+04	1,17E+04	9,87E+08	2,68E+09	3,59E+07	4,59E+09	2,68E+09
Probabilidade	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A Tabela 3 indica que a variável $WC_ACC_{i,t}$ possui uma média negativa, sugerindo que a amostra das empresas para essa variável decresceu em escala ao longo do período. Além disso, a curtose para essa variável indica uma função leptocúrtica, isto é, uma distribuição na qual é relativamente fácil obter valores que não se aproximam da média a vários múltiplos do desvio padrão.

Com base na probabilidade de *Jarque-Bera* apresentada na Tabela 3, o modelo operacional rejeita a hipótese nula de normalidade no cenário econômico em estudo. Todavia, o pressuposto da normalidade é relaxado nas inferências sobre os parâmetros do modelo, pois seus coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, conforme apontado por Greene (2003) e Wooldrige (2002), o qual afirma que a normalidade assintótica é satisfeita pelos estimadores a partir do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), de forma que os estimadores possuem distribuição normal em amostras consideravelmente grandes.

O resultado do teste *Variance Inflation Factor – FIV* entre as variáveis independentes é apresentado na Tabela 4.

Tabela 4: Teste *Variance Inflation Factor* – FIV: Países do G20

Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV	Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV
<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	0,05	1,0546	<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	0,07	1,0804
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	0,34	1,5143	<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	0,15	1,1738
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	0,35	1,5277	<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	0,16	1,1951
<i>AREC</i> _{<i>i,t</i>}	0,07	1,0771	<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	0,13	1,1463

*WC_ACC*_{*i,t*} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; *CRISER*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; *A*_{*i,t-1*} são os ativos totais da empresa no final do período *t-1*; *AREC*_{*i,t*} = $((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *PPE*_{*i,t*} são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *NCF*_{*i,t-1*}; *NCF*_{*i,t*}; *NCF*_{*i,t+1*} são os fluxos de caixa operacional da empresa *i* em *t-1*, *t* e *t+1*, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Os resultados apresentados na Tabela 4 não extrapolaram os parâmetros estabelecidos para a existência de problemas de multicolinearidade, uma vez que as variáveis explanatórias possuem FIV abaixo de 10. Paulo (2007) afirma que é rara a ausência total de multicolinearidade, pois é esperada alguma correlação entre os regressores, sendo a multicolinearidade um problema de grau de forma a afetar a significância dos coeficientes.

De forma a complementar a análise da Tabela 4, calculou-se a matriz de correlação de *Pearson* para verificar o nível de correlação entre as variáveis estudadas - considerando que a multicolinearidade seria um risco se os valores da correlação de *Pearson* estivessem acima de 0,80 - conforme proposto por Kennedy (1998). A apuração da Matriz de Correlação de *Pearson* é apresentada na Tabela 5 a seguir.

Tabela 5: Matriz de Correlação de *Pearson*: Países do G20

	<i>WC_ACC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	<i>AREC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}
<i>WC_ACC</i> _{<i>i,t</i>}	1,00								
<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	0,01	1,00							
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	-0,01	0,21	1,00						
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	-0,01	0,16	0,49	1,00					
<i>AREC</i> _{<i>i,t</i>}	-0,03	-0,05	-0,02	0,01	1,00				
<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	-0,19	-0,03	-0,02	0,00	0,29	1,00			
<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0,05	0,02	0,03	-0,02	0,03	0,06	1,00		
<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	-0,39	-0,01	0,01	0,01	0,10	0,11	0,32	1,00	
<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	-0,08	-0,03	0,00	-0,01	0,04	0,05	0,28	0,30	1,00

*WC_ACC*_{*i,t*} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o

gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período t-1; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período t-1 para o período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Na matriz de correlação de Pearson apresentada pela Tabela 5 não há valores que ultrapassem o indicado para a existência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis, portanto afasta-se a possibilidade de problemas relacionados à elevada correlação entre as variáveis em estudo, uma vez que os índices de correlação estão abaixo de 0,8. Ressalta-se a existência de correlação moderada entre as variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$, o que era esperado uma vez que a definição da variável $CRISER_{i,t}$ depende da definição da variável $CRISE_{i,t}$.

Para verificar o melhor ajuste da regressão relacionado à aplicação do modelo em estudo se pelo método de efeitos fixos ou por efeitos aleatórios foi aplicado o Teste de *Hausman*, obtendo-se a estatística qui-quadrado 283,3980 com a utilização de 8 graus de liberdade obtendo probabilidade 0,0000 para não rejeição da hipótese nula, desta forma rejeita-se a hipótese nula de que os estimadores dos modelos de efeitos fixos e de efeitos aleatórios não diferem substancialmente, o que torna imprópria a utilização do método com efeitos aleatórios. Portanto, foi aplicado o método de dados em painel com efeitos fixos seccionais.

Para mitigar o risco de heterocedasticidade e de autocorrelação nos resíduos, as variáveis contábeis foram escalonadas e foi utilizado, por precaução, o método de efeitos fixos seccionais de dados em painel com a aplicação do método de covariância dos coeficientes *Period SUR*, para gerar resultados robustos mesmo na presença desses problemas, uma vez que a estatística do Teste *Durbin-Watson* ($d=1,8230$) para o modelo foi situada na zona “inconclusiva” para avaliação de autocorrelação, para 14 observações e 8 regressores.

O coeficiente de determinação ajustado (R^2) da regressão demonstra que o modelo aplicado explica 22,76% do comportamento da variável dependente, *working capital accrual*. Além disso, a estatística F confirma a significância estatística do conjunto dos parâmetros das variáveis independentes na explicação do comportamento da variável explicada, com p-valores 0,00000. Os resultados dos testes empíricos com o uso de dados em painel, com a aplicação de efeitos fixos seccionais, estão consolidados na Tabela 6.

Tabela 6: Resultados Regressão: Países do G20

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor (T)
C	0,0386***	0,0015	26,0589	0,0000
$IFRS_{i,t}$	-0,0057***	0,0018	-3,1355	0,0017
$CRISE_{i,t}$	-0,0043***	0,0014	-3,0692	0,0021
$CRISER_{i,t}$	0,0011	0,0014	0,7974	0,4252
$AREC_{i,t}$	0,0331***	0,0018	18,5077	0,0000
$PPE_{i,t}$	-0,0918***	0,0029	-31,8648	0,0000
$NCF_{i,t-1}$	0,1050***	0,0065	16,2681	0,0000
$NCF_{i,t}$	-0,5144***	0,0056	-92,4639	0,0000
$NCF_{i,t+1}$	0,0230***	0,0050	4,5627	0,0000
R²	0,2942	Média Variável Dependente		-0,0262
R² Ajustado	0,2276	Desvio Padrão Variável Dependente		0,1754
Erro Padrão da Regressão	0,1542	Critério Akaike		-0,8194
Soma Quadrado Resíduos	1444,6580	Critério Schwarz		-0,0338
Log likelihood	32998,6600	Critério Hannan-Quinn		-0,5766
Estatística F	4,4157	Estatística Durbin-Watson		1,8230
P-Valor (F)	0,0000			

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Significância dos parâmetros: a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

As variáveis independentes apresentaram os seus coeficientes em acordo ao sinal esperado definido no Quadro 8. Além disso, a variável $IFRS$ apresentou um comportamento inversamente proporcional ao dos *working capital accruals* com coeficiente -0,0057, é possível inferir que a aplicação dos padrões internacionais de contabilidade estabelecidos pelo $IFRS$ pode resultar em menores níveis de *working capital accruals*.

Percebe-se pelo resultado da regressão que a aplicação das variáveis *dummy* $CRISE_{i,t}$ (p -value = 0,0021) se mostrou estatisticamente significativa a um nível de significância de 1% infere-se que os períodos de expansão econômica anteriores à uma crise financeira incentivaram as empresas dos países do G20 a gerenciarem seus resultados.

A variável $CRISER_{i,t}$ (p -value = 0,4252), definida para a identificação dos momentos em que se espera que as empresas realizem a reversão dos *accruals* do período anterior incentivados por um período de expansão econômica, não se mostrou estatisticamente

significativa de forma a evidenciar quantitativamente o impacto que as reversões tiveram sobre o cálculo dos *Working Capital Accruals*, pode ser um indicativo de que o início de uma crise financeira não se mostrou um fator determinante para iniciar um momento de reversão dos *accruals* quando analisado o G20 como um todo.

Para avaliar os efeitos das crises financeiras ocorridas entre 2001 e 2014, a Tabela 7 apresenta os *accruals* discricionários médios anuais para os países do G20, calculados a partir dos resíduos médios anuais da regressão em estudo. Além disso é possível verificar a existência de gerenciamento de resultados no período em estudo pelo Erro Padrão da Regressão (0,1542) o qual representa o componente discricionário dos *accruals*.

Tabela 7: *Accruals* Discricionários: Países do G20

Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário
2001	-0,01480	2006	-0,00397	2011	0,00952
2002	-0,01598	2007	0,01059	2012	0,00117
2003	0,01075	2008	0,01235	2013	0,00187
2004	-0,00180	2009	-0,01287	2014	-0,01010
2005	0,00497	2010	0,00399		

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 7 percebe-se que o nível de *accruals* discricionários, os quais são considerados *proxies* de gerenciamento de resultados, foi menor entre os anos 2004-2006 e 2010-2013, enquanto que durante os eventos de crises financeiras, entre 2001-2003 e 2007-2009, o nível dos *accruals* discricionários aumentou.

Pela ambiguidade das variáveis *Dummy CRISE_{i,t}* e *CRISER_{i,t}* originada a partir dos resultados apresentados na Tabela 7 pode-se inferir que os países do G20, quando analisados em conjunto, aumentaram os seus níveis de gerenciamento de resultado durante períodos de crise, de tal forma que as crises financeiras ocorridas nos períodos analisados podem ter sido um dos fatores que motivaram o início de práticas de gerenciamento de resultados, mas não o único (cabe ressaltar), enquanto que os períodos pré-crise não se mostraram significantes para incentivar práticas de gerenciamento de resultados.

Esse resultado se mostra divergente a pesquisas anteriores como a de Francis et al. (2013), Kousenidis et al. (2013), Filip e Raffournier (2014) e Cimini (2015), as quais encontraram que durante os períodos de crise financeira as empresas analisadas reduziram as práticas de gerenciamento de resultados.

4.2 PAÍSES DE ECONOMIA AVANÇADA

Foi verificado o incentivo das crises financeiras nas práticas de gerenciamento de resultados dos países do G20 que são considerados como de economia avançada, os países componentes dessa análise são: Alemanha, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Reino Unido e União Europeia. No primeiro momento foram avaliados os dados em conjunto do grupo de países considerados de economia avançada em acordo ao definido pelo FMI. Em um segundo momento, foi avaliado o impacto em cada um desses países.

A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis em estudo para os dados das empresas de países de economia avançada integrantes do G20.

Tabela 8: Estatísticas Descritivas: Países de Economia Avançada

	$WC_ACCT_{i,t}$	$IFRS_{i,t}$	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	$\Delta REC_{i,t}$	$PPE_{i,t}$	$NCF_{i,t-1}$	$NCF_{i,t}$	$NCF_{i,t+1}$
Média	-0,033	0,226	0,481	0,466	0,086	0,353	0,072	0,078	0,077
Mediana	-0,034	0,000	0,000	0,000	0,054	0,313	0,066	0,072	0,071
Máximo	1,345	1,000	1,000	1,000	10,326	10,023	1,499	1,716	1,646
Mínimo	-2,846	0,000	0,000	0,000	-8,025	-0,197	-3,661	-3,978	-3,661
Desvio-Padrão	0,085	0,418	0,500	0,499	0,309	0,262	0,101	0,102	0,099
Assimetria	-2,338	1,311	0,077	0,136	2,687	4,346	-3,193	-3,091	-3,907
Curtose	83,510	2,719	1,006	1,018	86,034	90,505	132,029	144,031	152,276
Jarque-Bera	1,19E+07	1,28E+04	7,34E+03	7,34E+03	1,27E+07	1,42E+07	3,06E+07	3,66E+07	4,10E+07
Probabilidade	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período *t-1*; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa *i* em *t-1*, *t* e *t+1*, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A Tabela 8 indica que a variável $WC_ACC_{i,t}$ dos países de economias avançada teve uma média negativa semelhante à encontrada pelos dados agrupados do G20, sugerindo que a amostra das empresas para essa variável decresceu em escala ao longo do período. A curtose para essa variável foi semelhante à dos dados do G20, indicando também uma função leptocúrtica, isto é, uma distribuição com relativa facilidade de se obter valores que não se aproximam da média a vários múltiplos do desvio padrão.

A estatística para o Teste de *Jarque-Bera* retornou probabilidade 0 para as variáveis aleatórias avaliadas, o que resulta na rejeição da hipótese nula de normalidade.

A avaliação da presença de multicolinearidade foi feita pela aplicação do teste *Variance Inflation Factor – FIV* e pela aplicação da Matriz de Correlação de *Pearson* entre as variáveis em estudo. Os resultados dessa avaliação estão consolidados nas Tabelas 9 e 10.

Tabela 9: Teste *Variance Inflation Factor – FIV*: Países de Economia Avançada

Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV	Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV
<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	0,11	1,1299	<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	0,02	1,0161
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	0,36	1,5519	<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	0,26	1,3601
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	0,35	1,5323	<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	0,35	1,5484
<i>AREC</i> _{<i>i,t</i>}	0,07	1,0737	<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	0,28	1,3854

*WC_ACC*_{*i,t*} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; *CRISER*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; *A*_{*i,t-1*} são os ativos totais da empresa *i* no final do período *t-1*; *AREC*_{*i,t*} = $((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *PPE*_{*i,t*} são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *NCF*_{*i,t-1*}; *NCF*_{*i,t*}; *NCF*_{*i,t+1*} são os fluxos de caixa operacional da empresa *i* em *t-1*, *t* e *t+1*, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Os resultados do Teste *Variance Inflation Factor – FIV* apresentados na Tabela 9 afastam a presença de problemas de multicolinearidade - uma vez que as variáveis independentes possuem *FIV* abaixo de 10.

Os resultados da matriz de correlação de *Pearson* estão apresentados na Tabela 10.

Tabela 10: Matriz de Correlação de *Pearson*: Países de Economia Avançada

	<i>WC_ACC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	<i>REC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}
<i>WC_ACC</i> _{<i>i,t</i>}	1,00								
<i>IFRS</i> _{<i>i,t</i>}	-0,03	1,00							
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	-0,01	0,31	1,00						
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	0,00	0,23	0,49	1,00					
<i>REC</i> _{<i>i,t</i>}	0,05	-0,11	0,00	0,01	1,00				
<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	-0,14	-0,03	-0,02	0,00	0,11	1,00			
<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	-0,07	0,04	0,06	-0,02	0,06	0,04	1,00		
<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	-0,33	-0,01	0,02	0,00	0,21	0,08	0,46	1,00	
<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	-0,09	-0,01	0,00	-0,03	0,13	0,05	0,39	0,49	1,00

*WC_ACC*_{*i,t*} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o

gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período t-1; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período t-1 para o período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

De modo geral as variáveis apresentaram fraca correlação, com valores abaixo de 0,5. Destaca-se uma correlação moderada entre as variáveis de Fluxo de Caixa Operacional, com 0,46 para $NCF_{i,t}$ e $NCF_{i,t-1}$ e 0,49 para $NCF_{i,t}$ e $NCF_{i,t+1}$.

Os resultados dos testes empíricos com a utilização de dados em painel, aplicando-se efeitos fixos seccionais, estão consolidados na tabela 10. Foi aplicado o Teste de *Hausman* para verificar a adequação da utilização do método de dados em painel com efeitos fixos seccionais, obtendo-se a estatística qui-quadrado 188,7398 com a utilização de 8 graus de liberdade evidenciando a probabilidade zero de não rejeitar a hipótese nula, portanto há aproximadamente 100% de probabilidade para não rejeição da hipótese alternativa, na qual os estimadores dos modelos de efeitos fixo e de efeitos aleatórios diferem substancialmente.

A Tabela 11 apresenta os resultados da regressão para os países de economia avançada, conforme critério estabelecido pelo FMI, analisando-se os dados em conjunto.

Tabela 11: Resultados da Regressão: Países de Economia Avançada

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor (T)
C	-0,0109***	0,0012	-9,1309	0,0000
$IFRS_{i,t}$	-0,0023**	0,0011	-2,1196	0,0340
$CRISE_{i,t}$	0,0004	0,0009	0,4278	0,6688
$CRISER_{i,t}$	0,0001	0,0009	0,0878	0,9300
$\Delta REC_{i,t}$	0,0401***	0,0015	27,0851	0,0000
$PPE_{i,t}$	-0,0312***	0,0029	-10,9444	0,0000
$NCF_{i,t-1}$	0,1026***	0,0049	20,7802	0,0000
$NCF_{i,t}$	-0,3715***	0,0054	-69,3038	0,0000
$NCF_{i,t+1}$	0,0851***	0,0050	16,9518	0,0000
R²	0,3048	Média Variável Dependente		-0,0335
R² Ajustado	0,2417	Desvio Padrão Variável Dependente		0,0852
Erro Padrão da Regressão	0,0741	Crítério Akaike		-2,2859
Soma Quadrado Resíduos	210,1377	Crítério Schwarz		-1,5672
Log likelihood	51118,0700	Crítério Hannan-Quinn		-2,0589
Estatística F	4,8315	Estatística Durbin-Watson		1,9925
P-Valor (F)	0,0000			

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no

quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período t-1; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período t-1 para o período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Significância dos parâmetros: a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

As variáveis contábeis foram escalonadas e, além disso, foi utilizado o método de efeitos fixos seccionais com o ajuste de covariância dos coeficientes *Period SUR (PCSE)* de dados em painel, com o objetivo de mitigar o risco de heterocedasticidade e de autocorrelação nos resíduos e ainda gerar resultados robustos mesmo na presença desses problemas, uma vez que a estatística do Teste *Durbin-Watson* ($d=1,9925$) para o modelo foi situada na zona “inconclusiva” para avaliação de autocorrelação, ao avaliar 14 observações com 8 parâmetros.

O coeficiente de determinação ajustado (R^2) da regressão evidencia que o modelo aplicado explica 24,17% do comportamento da variável dependente em estudo. Além disso, a estatística F confirma a significância estatística do conjunto dos parâmetros avaliados para a explicação do comportamento da variável dependente, com p-valores 0,0000.

As variáveis explanatórias apresentaram os seus coeficientes em conformidade ao sinal esperado apurado por outros estudos, descritos na Quadro 8. Além disso, a variável *IFRS* apresentou um comportamento inversamente proporcional ao dos *accruals* totais com coeficiente -0,0023, a partir desse resultado se poderia inferir que a aplicação de melhores padrões contábeis resultou em menores níveis de *accruals* totais.

Percebe-se pelo resultado da regressão que a aplicação das variáveis *dummy* $CRISE_{i,t}$ ($p\text{-value} = 0,6688$) e $CRISER_{i,t}$ ($p\text{-value} = 0,9300$) para a identificação dos momentos em que as empresas gerenciam seus resultados e fazem a sua reversão a partir dos eventos de crise financeira não se mostraram estatisticamente significativas para o cálculo dos *Accruals* representados por $WC_ACC_{i,t}$. A partir desse resultado infere-se que os fatores relacionados às crises financeiras ocorridas entre os anos de 2001-2014 não foram determinantes para incentivar práticas de gerenciamento de resultados nos países considerados de economia avançada.

Para avaliar os efeitos dos *accruals* discricionários relacionados aos anos em que ocorreram eventos de crise financeira foi elaborada a Tabela 12.

Tabela 12: *Accruals* Discricionários: Países de Economia Avançada

Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário
2001	-0,01107	2006	-0,00430	2011	0,00841
2002	-0,01128	2007	0,00710	2012	0,00370
2003	0,00332	2008	0,00564	2013	-0,00110
2004	-0,00094	2009	-0,00200	2014	-0,00414
2005	0,00414	2010	-0,00070		

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

As empresas dos países de economia avançada apresentaram um comportamento relacionado ao gerenciamento de resultados divergente ao do conjunto dos países do G20 quando regredidos em conjunto. Essas empresas apresentaram em média maiores níveis de gerenciamento de resultados durante o período de crise financeira verificado entre 2001-2002, com uma substancial redução no nível de *accruals* discricionários nos anos seguintes, com menor nível em 2010 (-0,00070). Quando se considera apenas o período da crise do *subprime* há semelhança com outros resultados encontrados por pesquisas anteriores, as quais encontraram que durante os períodos de crise financeira as empresas analisadas reduziram as práticas de gerenciamento de resultados (FRANCIS et al., 2013; KOUSENIDIS et al., 2013; FILIP E RAFFOURNIER, 2014; CIMINI, 2015).

Dessa forma, é possível analisar que existiu gerenciamento de resultados, mas que a partir da não significância estatística das variáveis *dummy* $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$ infere-se que outros fatores foram determinantes para incentivar práticas de gerenciamento de resultados nos países considerados de economia avançada.

4.3 ANÁLISE SEGREGADA: PAÍSES DE ECONOMIA AVANÇADA

Para entender melhor a análise sobre os efeitos das crises financeiras sobre o gerenciamento de resultados ao longo do período compreendido entre os anos 2001 e 2014, foram realizadas as regressões por país com a utilização do método de dados em painel com controle dos efeitos fixos seccionais com o objetivo de verificar a influência de cada país nos resultados das regressões dos países do G20 e dos países de economia avançada. Para manter o poder de comparação da análise, mesmo quando o Teste de *Hausman* indicou uma melhor adequação para a utilização de efeitos aleatórios optou-se pela regressão com a utilização de efeitos fixos.

A Tabela 13 apresenta os resultados do Teste *FIV* para Alemanha, Austrália, Canadá, Coréia do Sul, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Reino Unido e União Europeia.

Tabela 13: *Variance Inflation Factor – FIV: Análise por País de Economia Avançada*

Variável	Teste FIV	Alemanha	Austrália	Canadá	Coréia do Sul	Estados Unidos
<i>IFRS</i>	<i>R</i> ²	0,141	0,064	0,146	0,146	
	<i>FIV</i>	1,164	1,069	1,171	1,170	
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,376	0,360	0,422	0,418	0,337
	<i>FIV</i>	1,603	1,563	1,731	1,718	1,507
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,415	0,381	0,348	0,352	0,339
	<i>FIV</i>	1,710	1,616	1,534	1,543	1,514
<i>REC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,153	0,106	0,061	0,082	0,061
	<i>FIV</i>	1,181	1,118	1,065	1,090	1,065
<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,026	0,011	0,046	0,061	0,001
	<i>FIV</i>	1,027	1,011	1,048	1,065	1,001
<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	<i>R</i> ²	0,514	0,331	0,366	0,156	0,549
	<i>FIV</i>	2,057	1,495	1,578	1,185	2,218
<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,667	0,457	0,398	0,192	0,664
	<i>FIV</i>	3,007	1,843	1,660	1,238	2,974
<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	<i>R</i> ²	0,538	0,259	0,440	0,162	0,580
	<i>FIV</i>	2,164	1,350	1,786	1,194	2,381

Variável	Teste FIV	França	Itália	Japão	Reino Unido	União Europeia
<i>IFRS</i>	<i>R</i> ²	0,206	0,094	0,318	0,096	0,171
	<i>FIV</i>	1,259	1,104	1,467	1,106	1,206
<i>CRISE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,356	0,359	0,369	0,365	0,358
	<i>FIV</i>	1,554	1,560	1,584	1,574	1,557
<i>CRISER</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,411	0,392	0,409	0,401	0,391
	<i>FIV</i>	1,698	1,644	1,691	1,668	1,643
<i>REC</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,257	0,108	0,169	0,103	0,198
	<i>FIV</i>	1,346	1,121	1,204	1,114	1,246
<i>PPE</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,176	0,039	0,023	0,017	0,057
	<i>FIV</i>	1,214	1,041	1,024	1,018	1,061
<i>NCF</i> _{<i>i,t-1</i>}	<i>R</i> ²	0,552	0,455	0,177	0,430	0,539
	<i>FIV</i>	2,231	1,836	1,215	1,754	2,170
<i>NCF</i> _{<i>i,t</i>}	<i>R</i> ²	0,655	0,657	0,323	0,579	0,705
	<i>FIV</i>	2,901	2,912	1,477	2,376	3,395
<i>NCF</i> _{<i>i,t+1</i>}	<i>R</i> ²	0,566	0,589	0,212	0,513	0,621
	<i>FIV</i>	2,305	2,432	1,270	2,052	2,636

*WC_ACC*_{*i,t*} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; *CRISER*_{*i,t*} é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; *A*_{*i,t-1*} são os ativos totais da empresa no final do período *t-1*; *AREC*_{*i,t*} = $((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *PPE*_{*i,t*} são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*; *NCF*_{*i,t-1*}; *NCF*_{*i,t*}; *NCF*_{*i,t+1*} são os fluxos de caixa operacional da empresa *i* em *t-1*, *t* e *t+1*, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Percebe-se pelos resultados apresentados nas Tabelas 13 e 14 que os dados analisados não possuem a indicação de existência de problemas de multicolinearidade, uma vez que os valores do Fator de Inflação da Variância estão abaixo de 10.

A Tabela 14 apresenta os Resultados da Regressão para Alemanha, Austrália, Canadá, Coréia do Sul, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Reino Unido e União Europeia.

Tabela 14: Resultados da Regressão: Análise por País de Economia Avançada

Variável		Alemanha	Austrália	Canadá	Coréia do Sul	Estados Unidos
<i>C</i>	<i>Coef</i>	-0,080***	-0,038***	-0,003	-0,022***	-0,033***
	<i>p-value</i>	(0,001)	(0,003)	(0,551)	(0,000)	(0,000)
<i>IFRS</i>	<i>Coef</i>	0,025***	0,010	0,004	0,002	
	<i>p-value</i>	(0,005)	(0,372)	(0,482)	(0,442)	
<i>CRISE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,005	0,009	-0,004	-0,004*	0,004
	<i>p-value</i>	(0,603)	(0,349)	0,(521)	(0,094)	(0,416)
<i>CRISER_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,009	-0,021**	0,001	0,004*	0,003
	<i>p-value</i>	(0,342)	(0,036)	(0,866)	(0,086)	(0,503)
<i>REC_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,018	0,028**	-0,004	0,068***	0,034**
	<i>p-value</i>	(0,588)	(0,023)	(0,556)	(0,000)	(0,000)
<i>PPE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,095*	-0,002	-0,084***	0,031***	-0,035***
	<i>p-value</i>	(0,056)	(0,897)	(0,000)	(0,000)	(0,001)
<i>NCF_{i,t-1}</i>	<i>Coef</i>	-0,053	0,044*	-0,030	0,183***	0,056**
	<i>p-value</i>	(0,680)	(0,055)	(0,196)	(0,000)	(0,017)
<i>NCF_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,180	-0,158***	0,098***	-0,593***	-0,294***
	<i>p-value</i>	(0,244)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
<i>NCF_{i,t+1}</i>	<i>Coef</i>	0,091	0,014	-0,113***	0,085***	0,205***
	<i>p-value</i>	(0,521)	(0,515)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
n		271	1.603	2.315	7.920	4.788
R²		0,2223	0,2237	0,3071	0,3472	0,3442
R² Ajustado		0,1251	0,1382	0,2379	0,2854	0,2811
Erro Padrão		0,0448	0,1482	0,1117	0,0943	0,0481
DW		2,3306	2,2011	1,9447	2,2465	2,1284
Estatística F		2,2874	2,6159	4,4402	5,6172	5,4567
P-Value (F)		0,0003	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman	<i>Statistic</i>	8,5968	10,5938	38,9628	85,2856	84,3100
	<i>Prob</i>	0,3774	0,2258	0,0000	0,0000	0,0000

Variável		França	Itália	Japão	Reino Unido	União Europeia
<i>C</i>	<i>Coef</i>	-0,057***	-0,030***	-0,011***	-0,021*	-0,032**
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,008)	(0,000)	(0,063)	(0,015)
<i>IFRS</i>	<i>Coef</i>	0,007	0,002	-0,007***	0,009*	0,011**
	<i>p-value</i>	(0,198)	(0,827)	(0,000)	(0,080)	(0,020)
<i>CRISE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,001	-0,007	0,003***	0,005	-0,003
	<i>p-value</i>	(0,723)	(0,185)	(0,001)	(0,212)	(0,465)
<i>CRISER_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,003	0,011*	0,000	0,001	0,002
	<i>p-value</i>	(0,571)	(0,057)	(0,813)	(0,873)	(0,466)
<i>REC_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,049**	-0,011	0,047***	0,034***	0,043***
	<i>p-value</i>	(0,037)	(0,575)	(0,000)	(0,009)	(0,009)
<i>PPE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,045	0,011	0,008	-0,043	-0,100**
	<i>p-value</i>	(0,230)	(0,628)	(0,196)	(0,118)	(0,026)
<i>NCF_{i,t-1}</i>	<i>Coef</i>	0,279***	0,188***	0,093***	0,044	0,163**
	<i>p-value</i>	(0,001)	(0,005)	(0,000)	(0,263)	(0,011)

Continuação Tabela 14

$NCF_{i,t}$	<i>Coef</i>	-0,372***	-0,579***	-0,588***	-0,395***	-0,268***
	<i>p-value</i>	(0,001)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,002)
$NCF_{i,t+1}$	<i>Coef</i>	0,076	0,155**	0,118***	0,178***	0,099
	<i>p-value</i>	(0,435)	(0,028)	(0,000)	(0,001)	(0,164)
n		454	262	22.767	866	443
R²		0,2005	0,6009	0,4888	0,3138	0,3132
R² Ajustado		0,1210	0,5452	0,4443	0,2410	0,2354
Erro Padrão		0,0473	0,0343	0,0494	0,0503	0,0325
DW		2,0349	2,2550	1,9804	2,0539	2,1625
Estatística F		2,5206	10,7766	10,9722	4,3083	4,0239
P-Value (F)		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman	<i>Statistic</i>	12,4081	28,0823	151,3111	9,5687	23,2038
	<i>Prob</i>	0,1339	0,0005	0,0000	0,2966	0,0031

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Significância dos parâmetros: a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Pela Tabela 14 é possível verificar que a variável $IFRS$ se mostrou estatisticamente significativa para Alemanha ($p-value = 0,005$) e Japão ($p-value = 0,000$) a um nível de significância de 1%. Por sua vez, a União Europeia ($p-value = 0,020$) obteve nível de significância a 5% para a variável $IFRS$ enquanto o Reino Unido ($p-value = 0,080$) obteve nível de significância de 10%. A análise de dados das Empresas Americanas não considera a estimação da variável independente $IFRS$, uma vez que os Estados Unidos não adotam as normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB.

As variáveis relacionadas a um potencial incentivo das crises financeiras para gerenciar resultados, $CRISE_{i,t}$, obteve nível de significância de 1% para os dados japoneses ($p-value = 0,001$). Os dados sul-coreanos apresentaram resultados relevantes para as duas variáveis relacionadas aos incentivos das crises financeiras, $CRISE_{i,t}$ ($p-value = 0,094$) e $CRISER_{i,t}$ ($p-value = 0,086$), as quais se mostraram estatisticamente significantes para a explicação da variável dependente a um nível de significância de 10%. A variável $CRISER_{i,t}$ também se mostrou significativa para a Austrália ($p-value = 0,036$) a um nível de significância de 5% e para a Itália ($p-value = 0,057$) a um nível de significância de 10%.

A variável $PPE_{i,t}$ não apresentou significância para os dados das empresas da Austrália, França, Itália, Japão e Reino Unido e o sinal negativo, o qual é esperado pela teoria, não foi observado para Alemanha, Coreia do Sul, França, Itália e Japão. Por outro lado, a variável $REC_{i,t}$ não apresentou significância para os dados alemães, canadenses e italianos. Além disso, o sinal positivo não foi observado nos dados canadenses, franceses e italianos. Para o restante dos países as duas variáveis explicativas se mostraram relevantes para a explicação dos *accruals* totais.

A variável $NCF_{i,t}$ não se mostrou significativa para a explicação da variável dependente nos dados da Alemanha e o sinal negativo, definido pela teoria, não foi observado nos dados das empresas canadenses. O sinal positivo esperado para $NCF_{i,t-1}$ não foi observado nos dados alemães e canadenses, os quais também não se mostraram estatisticamente significantes. Enquanto que para a variável $NCF_{i,t+1}$, apenas nos dados do Canadá não observou-se o sinal positivo esperado, e para Alemanha, Austrália e França essa variável não se mostrou estatisticamente significativa.

Em relação à existência de gerenciamento de resultados no período em análise verificou-se os resíduos das regressões de cada país, representados de modo geral pelo erro padrão calculado da regressão, os quais – de acordo com o referencial teórico aplicado – são os *accruals* discricionários. Ao longo do período analisado os dados das empresas australianas (0,1482) e canadenses (0,1117) apresentaram o maior nível de resíduos em suas regressões quando analisados apenas os países de economia avançada, expressos pelo erro padrão calculado. Por sua vez, União Europeia (0,0325) e Itália (0,0343) apresentaram os menores níveis.

De modo a verificar o padrão anual dos resíduos das regressões, foram calculados os *accruals* discricionários médios anuais para cada país, a partir dos resíduos anuais de cada *cross-section* analisado. A Tabela 15 traz a evolução dos *accruals* discricionários médios para Alemanha, Austrália, Canadá, Coreia do Sul, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Reino Unido e União Europeia.

Tabela 15: Accruals Discricionários: Análise por País de Economia Avançada

Ano	Alemanha	Austrália	Canadá	Coreia do Sul	Estados Unidos
2001	0,00241	0,03281	-0,00969	-0,01964	-0,01564
2002	-0,01441	-0,02512	-0,00527	-0,00501	-0,00633
2003	0,01645	-0,00848	0,00046	0,02181	-0,00415
2004	0,00239	0,00501	0,01610	-0,01005	-0,00395
2005	-0,02337	0,01136	-0,01042	0,01506	-0,00156
2006	0,00010	-0,00683	-0,00471	-0,00841	-0,00007
2007	0,00905	-0,00835	0,00959	0,01396	0,00680

Continuação Tabela 15

2008	0,00013	0,01723	-0,00134	-0,00799	0,00137
2009	-0,01090	0,00414	-0,00125	-0,01581	0,00295
2010	0,00279	0,00002	0,00333	0,01289	0,00212
2011	0,01183	-0,01437	0,00034	0,01507	0,00582
2012	-0,00190	-0,00140	0,00802	-0,00512	0,00982
2013	-0,00678	0,01140	-0,00132	-0,00650	-0,00056
2014	0,01456	-0,01108	-0,00678	-0,00276	-0,00066

Ano	França	Itália	Japão	Reino Unido	União Europeia
2001	-0,00167	-0,01265	-0,00773	0,00315	0,00406
2002	-0,00922	-0,00556	-0,01070	0,00022	-0,00338
2003	0,00120	0,00443	-0,00143	0,00104	-0,00012
2004	0,00975	0,02074	0,00162	-0,00450	-0,00075
2005	-0,01729	-0,00218	0,00175	-0,00188	-0,01469
2006	0,00302	-0,01078	-0,00624	0,00763	0,00425
2007	0,01201	0,01613	0,00299	0,00502	0,00440
2008	-0,01028	0,01043	0,00715	-0,00374	-0,00938
2009	-0,00828	-0,00928	0,00707	-0,00940	-0,00614
2010	0,00845	0,01155	-0,00720	0,00615	0,00170
2011	0,00781	-0,00872	0,00591	-0,00082	0,00802
2012	0,01061	0,00767	0,00398	0,00318	0,00365
2013	0,01401	-0,00489	0,00200	-0,00221	0,00414
2014	-0,02136	-0,00632	-0,00197	-0,00330	-0,00023

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A análise dos resíduos demonstra que os Estados Unidos possuíam um maior volume de *accruals* discricionários no período em que ocorreram os dois eventos de crise em estudo, sendo os maiores níveis nos anos 2001 (-0,01564) e 2012 (0,00982). Apresentando baixos níveis de resíduos em períodos de expansão e recessão econômica, o que pode ser resultado de maiores fiscalizações dos órgãos reguladores e das auditorias independentes durante esses períodos, uma vez que os eventos de crise financeira em estudo tiveram sua origem nesse país.

Por outro lado, a Alemanha demonstrou um maior volume de *accruals* discricionários no período imediatamente posterior à origem dos eventos de crise, iniciados em 2001 e 2007, particularmente nos anos 2002 (-0,01441), 2003 (0,01645), 2005 (-0,02337), 2009 (-0,01090) e 2011 (0,01183).

A Coreia do Sul apresentou um menor volume de resíduos nos anos 2002 (-0,00501) e 2008 (-0,00799) – os quais são os anos imediatamente posteriores aos anos de origem de crise. Há um aumento considerável dos resíduos nos anos posteriores às baixas dos *accruals*, nos períodos entre 2003-2005, em um período considerado de expansão econômica, e 2009-2011, no auge da recessão ocasionada pela crise de 2008, com o posterior declínio do valor absoluto dos resíduos a partir de 2012.

O Canadá apresentou o menor nível de gerenciamento de resultados em 2011, período imediatamente anterior ao considerado de nova expansão econômica pelo relatório do IOSCO

(p.8) “*Securities Markets Risk Outlook 2014-2015*”, que afirma que a volatilidade no ano de 2012 está próxima a níveis pré-crise.

Os dados australianos apresentaram maiores resíduos no período de recessão entre 2001 e 2002, no auge da crise *Dot.com*, e em 2008, durante a crise do *subprime*. Os níveis dos *accruals* discricionários australianos entre 2001 e 2002 se mostraram os mais elevados entre os resultados da amostra de países de economia avançada.

As empresas listadas na França apresentaram elevados volumes de *accruals* no período 2007-2008, considerado como um período impactado pelos efeitos da recessão ocasionada pela crise do *subprime*. Além disso, observa-se que as empresas francesas elevaram os níveis dos resíduos durante o período 2012-2014, considerado como um período pré-crise.

A partir do período pré-crise do subprime em 2006 até o ano 2008, durante o auge da crise do *subprime*, as empresas italianas demonstraram elevados níveis de resíduos com a redução dos mesmos a partir de 2011.

As empresas listadas no Japão, no Reino Unido e na União Europeia apresentaram, de modo geral, baixos níveis de *accruals*, até mesmo em períodos considerados de expansão econômica. Observa-se que os dados da União Europeia apresentaram o maior nível de *accruals* discricionários, representados pelos resíduos, no ano 2005, período em que se inicia-se a adoção das normas IFRS para os países integrantes do bloco econômico europeu.

4.4 PAÍSES DE ECONOMIA EMERGENTE

Antes da aplicação dos modelos de regressão, e de forma a assegurar a robustez dos resultados foram realizados os Testes *Im*, *Pesaran e Shin* de raízes unitárias entre as variáveis independentes, para verificar a condição de estacionariedade das séries. Os testes rejeitaram a hipótese de raiz unitária para as variáveis em estudo.

A Tabela 16 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis em estudo e fornece a estatística para o Teste de *Jarque-Bera*, de forma que o modelo operacional rejeita a hipótese nula a qual remete à normalidade dos dados em estudo. Todavia, o pressuposto da normalidade é relaxado nas inferências sobre os parâmetros do modelo, pois seus coeficientes são consistentes e não-viesados assintoticamente, conforme apontado por Greene (2003) e Wooldrige (2002), o qual afirma que a normalidade assintótica é satisfeita pelos estimadores a partir do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), de forma que os estimadores possuem distribuição normal em amostras consideravelmente grandes.

Tabela 16: Estatísticas Descritivas: Países de Economia Emergente

	$WC_ACC_{i,t}$	$IFRS_{i,t}$	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	$REC_{i,t}$	$PPE_{i,t}$	$NCF_{i,t-1}$	$NCF_{i,t}$	$NCF_{i,t+1}$
Média	-0,014	0,423	0,494	0,468	0,149	0,432	0,068	0,074	0,072
Mediana	-0,023	0,000	0,000	0,000	0,074	0,374	0,057	0,066	0,065
Máximo	11,711	1,000	1,000	1,000	27,805	28,517	1,419	11,100	11,100
Mínimo	-13,064	0,000	0,000	0,000	-17,528	0,000	-3,952	-10,867	-7,872
Desvio-Padrão	0,266	0,494	0,500	0,499	0,586	0,481	0,145	0,205	0,191
Assimetria	-3,395	0,314	0,022	0,129	12,615	19,931	-3,297	-5,915	1,584
Curtose	788,085	1,098	1,000	1,017	459,192	802,511	87,601	920,962	738,419
Jarque-Bera	6,66E+08	4,33E+03	4,32E+03	4,32E+03	2,26E+08	6,92E+08	7,78E+06	9,11E+08	5,84E+08
Probabilidade	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

De modo geral, as estatísticas descritivas dos países de economia emergente se mostraram semelhantes às dos dados agrupados do G20 (uma vez que compõe esse grupo de dados) e às dos dados dos países de economia avançada.

A avaliação da presença de multicolinearidade foi feita pela aplicação do teste *Variance Inflation Factor* – *FIV* entre as variáveis independentes do modelo. De forma a complementar a robustez do teste, ainda foi realizada a aplicação da Matriz de Correlação de *Pearson* entre as variáveis em estudo. Os resultados dos testes estão consolidados nas Tabelas 17 e 18 abaixo.

Tabela 17: Teste *Variance Inflation Factor* – *FIV*: Países de Economia Emergente

Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV	Variável	R ² Regressão Auxiliar	FIV
$IFRS_{i,t}$	0,02	1,0235	$PPE_{i,t}$	0,13	1,1429
$CRISE_{i,t}$	0,34	1,5124	$NCF_{i,t-1}$	0,10	1,1050
$CRISER_{i,t}$	0,35	1,5281	$NCF_{i,t}$	0,10	1,1122
$REC_{i,t}$	0,11	1,1219	$NCF_{i,t+1}$	0,08	1,0825

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados

pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A Tabela 17 a partir dos resultados do Teste *Variance Inflation Factor – FIV* demonstra que não há problemas de multicolinearidade - uma vez que as variáveis independentes possuem FIV abaixo de 10.

Para melhor avaliar os resultados observados na Tabela 18, foi calculada a matriz de correlação de Pearson para verificar se as variáveis em estudo possuem algum tipo de correlação que possa resultar em problemas de multicolinearidade.

Tabela 18: Matriz de Correlação de Pearson: Países de Economia Emergente

	$WC_ACC_{i,t}$	$IFRS_{i,t}$	$CRISE_{i,t}$	$CRISER_{i,t}$	$REC_{i,t}$	$PPE_{i,t}$	$NCF_{i,t-1}$	$NCF_{i,t}$	$NCF_{i,t+1}$
$WC_ACC_{i,t}$	1,00								
$IFRS_{i,t}$	0,03	1,00							
$CRISE_{i,t}$	0,04	0,10	1,00						
$CRISER_{i,t}$	0,05	0,11	0,50	1,00					
$REC_{i,t}$	0,10	-0,03	0,02	0,07	1,00				
$PPE_{i,t}$	0,06	-0,04	0,07	0,08	0,21	1,00			
$NCF_{i,t-1}$	0,09	0,18	-0,01	0,03	0,12	0,15	1,00		
$NCF_{i,t}$	-0,29	0,17	0,05	0,07	0,08	0,11	0,36	1,00	
$NCF_{i,t+1}$	0,10	0,09	0,09	0,05	0,07	0,10	0,27	0,36	1,00

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período t-1; $\Delta REC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período t-1 para o período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

A avaliação dos índices de *Pearson* demonstra uma correlação moderada entre as variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$, o que é esperado uma vez que o comportamento dessas variáveis estão interligados pelos eventos de crise financeira e são dependentes entre si.

Os resultados dos testes empíricos com a utilização de dados em painel, aplicando-se efeitos fixos seccionais, estão consolidados na Tabela 19.

Tabela 19: Resultados da Regressão: Países de Economia Emergente

Variável	Coefficiente	Desvio-Padrão	Estatística-T	P-Valor (T)
C	0,0711***	0,0034	21,1524	0,0000
$IFRS_{i,t}$	-0,0065	0,0043	-1,5176	0,1291
$CRISE_{i,t}$	-0,0159***	0,0035	-4,5064	0,0000
$CRISER_{i,t}$	0,0052	0,0035	1,5065	0,1320
$AREC_{i,t}$	0,0252***	0,0034	7,3970	0,0000
$PPE_{i,t}$	-0,1020***	0,0051	-20,1852	0,0000
$NCF_{i,t-1}$	0,0897***	0,0127	7,0583	0,0000
$NCF_{i,t}$	-0,5634***	0,0098	-57,2631	0,0000
$NCF_{i,t+1}$	-0,0068	0,0086	-0,7922	0,4283
R²	0,2992	Média Variável Dependente		-0,0138
R² Ajustado	0,2284	Desvio Padrão Variável Dependente		0,2645
Erro Padrão da Regressão	0,2324	Critério Akaike		0,0063
Soma Quadrado Resíduos	1218,4380	Critério Schwarz		0,7512
Log likelihood	2200,8030	Critério Hannan-Quinn		0,2475
Estatística F	4,2285	Estatística Durbin-Watson		1,8143
P-Valor (F)	0,0000			

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; $IFRS$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; $CRISE_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; $CRISER_{i,t}$ é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Significância dos parâmetros: a 1% (***); a 5% (**); e a 10% (*).

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Foi aplicado o Teste de *Hausman* para verificar a adequação da utilização do método de dados em painel com efeitos fixos seccionais, obtendo-se a estatística qui-quadrado 109,5413 com a utilização de 8 graus de liberdade evidenciando a probabilidade zero de não rejeição da hipótese nula, portanto aceita-se a hipótese alternativa, na qual os estimadores dos modelos de efeitos fixo e de efeitos aleatórios diferem substancialmente.

As variáveis contábeis foram escalonadas e, além disso, foi utilizado o método de efeitos fixos seccionais de dados em painel com o ajuste de covariância dos coeficientes *Period SUR*, com o objetivo de mitigar o risco de heterocedasticidade e de autocorrelação nos resíduos e ainda gerar resultados robustos mesmo na presença desses problemas, uma vez que a estatística do Teste *Durbin-Watson* ($d=1,8143$) para o modelo foi situada na zona “inconclusiva” para avaliação de autocorrelação, ao avaliar 14 observações com 8 regressores.

O coeficiente de determinação ajustado (R^2) da regressão demonstra que o modelo aplicado explica 22,84% do comportamento das variáveis dependentes correspondentes. Além disso, a estatística F confirma a significância estatística do conjunto dos parâmetros das variáveis independentes na explicação do comportamento das variáveis explicadas, com p-valores 0,00000.

Percebe-se pelo resultado da regressão que a aplicação da variável *dummy* $CRISE_{it}$ (p-value = 0,0000) se mostrou estatisticamente significativa para o cálculo dos *Accruals* Totais a um nível de significância de 1%. Por outro lado, a variável $CRISER_{it}$ (p-value = 0,1320) utilizada para a identificação dos momentos em que as empresas fazem a reversão do gerenciamento de resultados relacionados ao período imediatamente anterior não se mostrou estatisticamente significativa para o cálculo dos *Accruals* Totais.

A regressão dos dados para os países emergentes apresentou um elevado erro padrão (0,2324) quando comparado ao erro padrão dos países de economia avançada (0,0741), indicando que o nível de gerenciamento de resultados dos países de economia emergente é maior. Isso pode ser resultado de um maior conservadorismo por parte das empresas dos países de economia avançada e, conforme o estudo de Kinnunen e Koskela (2003), de um baixo nível de proteção dos acionistas, o que é comum em países de economia emergente.

Os *accruals* discricionários médios para os países de economia emergente estão dispostos na Tabela 20.

Tabela 20: *Accruals* Discricionários: Países de Economia Emergente

Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário	Ano	<i>Accrual</i> Discricionário
2001	-0,01523	2006	0,00215	2011	0,00620
2002	-0,01933	2007	0,01575	2012	-0,00024
2003	0,02022	2008	0,02244	2013	0,00736
2004	-0,01068	2009	-0,03095	2014	-0,01596
2005	0,00247	2010	0,01044		

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Os resíduos da regressão dos dados das empresas dos países emergentes revelam um elevado nível de *accruals* discricionários durante os períodos de crises financeira, o que pode ser observado entre os períodos de 2001-2003 e 2007-2010. Logo, evidenciando a existência de um maior nível de gerenciamento de resultados durante eventos de crise financeira para os países de economia emergente. Comportamento oposto ao observado para os países de

economia avançada no que se refere à crise do *subprime*, os quais apresentaram uma redução nos níveis de gerenciamento de resultados durante o período dessa crise em específico.

Os dados das variáveis *Dummy CRISE_{i,t}* e *CRISER_{i,t}* dos países de economia emergentes compartilham, em relação à Tabela 20, da mesma ambiguidade observada nos dados agrupados dos países do G20, pois a partir das médias apuradas pela Tabela 20 aumentaram-se os níveis de gerenciamento de resultado nos períodos de crise, de tal forma que as crises financeiras ocorridas nos períodos analisados podem ter sido um dos fatores que motivaram o início de práticas de gerenciamento de resultados, mas também não o único, enquanto que os períodos pré-crise analisados não se mostraram significantes estatisticamente para motivar práticas de gerenciamento de resultados.

4.5 ANÁLISE SEGREGADA: PAÍSES DE ECONOMIA EMERGENTE

Os efeitos do gerenciamento de resultados relacionados aos eventos de crise ocorridos ao longo do período de estudo, compreendido entre os anos 2001 e 2014, foram analisados através das regressões calculadas por cada país com a utilização do método de dados em painel com controle dos efeitos seccionais. Para manter o poder de comparação da análise, mesmo quando o Teste de *Hausman* indicou uma melhor adequação para a utilização de efeitos aleatórios optou-se pela regressão com a utilização de efeitos fixos.

Considera-se na análise de países de economia emergente: África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia, México, Rússia, Turquia. Os resultados da regressão de cada um desses países podem ser verificados nas tabelas 24 a 29.

A Tabela 21 apresenta o Teste *Variance Inflation Factor* – *FIV* para controle da multicolinearidade dos dados dos países emergentes.

Tabela 21: *Variance Inflation Factor* – *FIV*: Análise por País de Economia Emergente

Variável	Teste FIV	África do Sul	Arábia Saudita	Argentina	Brasil	China
<i>IFRS_{i,t}</i>	<i>R</i> ²	0,078		0,411	0,158	0,048
	<i>FIV</i>	1,084		1,697	1,188	1,050
<i>CRISE_{i,t}</i>	<i>R</i> ²	0,362	0,370	0,581	0,430	0,360
	<i>FIV</i>	1,567	1,587	2,388	1,754	1,564
<i>CRISER_{i,t}</i>	<i>R</i> ²	0,384	0,374	0,421	0,399	0,344
	<i>FIV</i>	1,623	1,597	1,729	1,665	1,525
<i>REC_{i,t}</i>	<i>R</i> ²	0,080	0,041	0,259	0,106	0,102
	<i>FIV</i>	1,087	1,043	1,349	1,119	1,113
<i>PPE_{i,t}</i>	<i>R</i> ²	0,054	0,054	0,187	0,146	0,175
	<i>FIV</i>	1,057	1,057	1,230	1,170	1,212

Continuação Tabela 21

$NCF_{i,t-1}$	R^2	0,064	0,289	0,363	0,405	0,083
	FIV	1,068	1,407	1,571	1,679	1,091
$NCF_{i,t}$	R^2	0,049	0,390	0,438	0,498	0,135
	FIV	1,052	1,639	1,781	1,992	1,156
$NCF_{i,t+1}$	R^2	0,055	0,347	0,327	0,373	0,069
	FIV	1,058	1,530	1,486	1,594	1,074
Variável	Teste FIV	Índia	Indonésia	México	Rússia	Turquia
IFRS	R^2	0,350		0,441	0,477	0,101
	FIV	1,537		1,789	1,913	1,113
CRISE_{i,t}	R^2	0,383	0,346	0,556	0,588	0,348
	FIV	1,621	1,529	2,253	2,428	1,533
CRISER_{i,t}	R^2	0,437	0,346	0,311	0,366	0,382
	FIV	1,777	1,529	1,452	1,577	1,619
REC_{i,t}	R^2	0,097	0,168	0,077	0,304	0,063
	FIV	1,108	1,202	1,083	1,437	1,067
PPE_{i,t}	R^2	0,086	0,155	0,195	0,275	0,079
	FIV	1,094	1,184	1,242	1,379	1,086
$NCF_{i,t-1}$	R^2	0,182	0,063	0,413	0,391	0,182
	FIV	1,223	1,068	1,705	1,643	1,223
$NCF_{i,t}$	R^2	0,189	0,065	0,483	0,504	0,214
	FIV	1,233	1,070	1,935	2,014	1,272
$NCF_{i,t+1}$	R^2	0,202	0,051	0,434	0,260	0,154
	FIV	1,254	1,053	1,768	1,351	1,182

$WC_ACC_{i,t}$ são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa i no período t ; **IFRS** é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; **CRISE_{i,t}** é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-crise e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; **CRISER_{i,t}** é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de crise e de recessão econômica, e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período $t-1$; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período $t-1$ para o período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; **PPE_{i,t}** são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em $t-1$, t e $t+1$, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Afasta-se a possibilidade de problemas de multicolinearidade a partir dos resultados da Tabela 21, uma vez que o Teste FIV para as variáveis se encontram abaixo de 10, conforme sugerido por Kennedy (1998) e Gujarati (2006).

A Tabela 22 apresenta o resultado das regressões para cada um dos países emergentes.

Tabela 22: Resultados da Regressão: Análise por País de Economia Emergente

Variável		África do Sul	Arábia Saudita	Argentina	Brasil	China
C	<i>Coef</i>	0,010	0,025*	-0,082**	-0,024*	0,010**
	<i>p-value</i>	(0,350)	(0,066)	(0,037)	(0,085)	(0,028)
IFRS	<i>Coef</i>	0,005	0,000***	0,001	0,013	0,004
	<i>p-value</i>	(0,587)	(0,000)	(0,927)	(0,124)	(0,208)
CRISE_{i,t}	<i>Coef</i>	-0,003	-0,009	-0,010	-0,009	0,003
	<i>p-value</i>	(0,699)	(0,127)	(0,535)	(0,308)	(0,444)

Continuação Tabela 22

<i>CRISER_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,007	0,006	0,012	0,006	-0,011***
	<i>p-value</i>	(0,565)	(0,410)	(0,307)	(0,342)	(0,008)
<i>REC_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,069***	0,205***	0,129**	0,089***	0,099***
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,000)	(0,025)	(0,000)	(0,000)
<i>PPE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,026	-0,053**	0,017	-0,016	-0,013
	<i>p-value</i>	(0,228)	(0,022)	(0,761)	(0,587)	(0,116)
<i>NCF_{i,t-1}</i>	<i>Coef</i>	0,097**	0,120***	0,366***	0,049	0,101***
	<i>p-value</i>	(0,014)	(0,000)	(0,001)	(0,198)	(0,000)
<i>NCF_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,358***	-0,466***	-0,308**	-0,227***	-0,490***
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,000)	(0,023)	(0,000)	(0,000)
<i>NCF_{i,t+1}</i>	<i>Coef</i>	-0,031***	0,049	0,040	0,009	-0,021*
	<i>p-value</i>	(0,004)	(0,151)	(0,669)	(0,857)	(0,066)
n		1.209	950	95	475	11.873
R²		0,5715	0,4505	0,4500	0,3030	0,2587
R² Ajustado		0,5278	0,3679	0,3286	0,2190	0,1867
Erro Padrão		0,1314	0,0733	0,0463	0,0749	0,1730
DW		1,8411	2,5138	2,3726	2,0005	2,1692
Estatística F		13,0533	5,4539	3,7065	3,6059	3,5933
P-Value (F)		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman	<i>Statistic</i>	62,5820	14,5540	14,3013	3,5126	112,5414
	<i>Prob</i>	0,0000	0,0422	0,0742	0,8982	0,0000
Variável		Índia	Indonésia	México	Rússia	Turquia
<i>C</i>	<i>Coef</i>	0,032***	0,121***	0,011	0,001	-0,097***
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,000)	(0,471)	(0,949)	(0,000)
<i>IFRS</i>	<i>Coef</i>	-0,051***		-0,015**	-0,006	0,018*
	<i>p-value</i>	(0,000)		(0,046)	(0,701)	(0,098)
<i>CRISE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,053***	-0,011	0,003	-0,020	-0,002
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,389)	(0,639)	(0,211)	(0,863)
<i>CRISER_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,062***	-0,011	0,007	0,032***	0,008
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,366)	(0,290)	(0,008)	(0,475)
<i>REC_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,126***	0,017**	0,068***	0,097***	0,015*
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,027)	(0,006)	(0,000)	(0,085)
<i>PPE_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	0,044***	-0,164***	-0,109***	-0,047*	0,117***
	<i>p-value</i>	(0,001)	(0,000)	(0,006)	(0,070)	(0,001)
<i>NCF_{i,t-1}</i>	<i>Coef</i>	0,076***	0,032	0,142**	0,160**	0,231***
	<i>p-value</i>	(0,006)	(0,349)	(0,013)	(0,016)	(0,000)
<i>NCF_{i,t}</i>	<i>Coef</i>	-0,243***	-0,880***	-0,332***	-0,440***	-0,465***
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)	(0,000)
<i>NCF_{i,t+1}</i>	<i>Coef</i>	-0,169***	0,027	0,054	0,100	0,249***
	<i>p-value</i>	(0,000)	(0,256)	(0,337)	(0,222)	(0,000)
n		4.485	4.210	263	382	908
R²		0,2257	0,4644	0,5434	0,4216	0,3116
R² Ajustado		0,1451	0,4098	0,4730	0,3402	0,2358
Erro Padrão		0,2509	0,3534	0,0406	0,0860	0,1211
DW		1,4884	1,9756	2,1841	1,7416	2,2698
Estatística F		2,7989	8,5136	7,7181	5,1799	4,1094
P-Value (F)		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
Teste de Hausman	<i>Statistic</i>	83,1658	62,9596	15,3382	26,6985	41,0789
	<i>Prob</i>	0,0000	0,0000	0,0529	0,0008	0,0000

WC_ACC_{i,t} são os *accruals* relacionados ao capital de giro da empresa *i* no período *t*; *IFRS* é a variável *dummy* que é determinada como 1 a partir do momento em que o país adota o padrão IFRS, em acordo ao disposto no quadro 3; *CRISE_{i,t}* é a variável *dummy* que é determinada como 1 em períodos no qual se espera que o gerenciamento de resultados ocorra, considerado um momento pré-*crise* e de expansão econômica, e 0 em caso contrário; *CRISER_{i,t}* é a variável *dummy* que é determinada como 1 quando da ocorrência da reversão do gerenciamento de resultado do ano anterior, considerado o início do momento de *crise* e de recessão econômica,

e 0 em caso contrário; $A_{i,t-1}$ são os ativos totais da empresa no final do período t-1; $AREC_{i,t} = ((Receita_{i,t} - Receita_{i,t-1})/A_{i,t-1})$ é a variação das receitas líquidas das empresa i do período t-1 para o período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $PPE_{i,t}$ são os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) da empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1; $NCF_{i,t-1}$; $NCF_{i,t}$; $NCF_{i,t+1}$ são os fluxos de caixa operacional da empresa i em t-1, t e t+1, ponderados pelos ativos totais no final do respectivo período anterior.

Significância dos parâmetros: a 1% (***) ; a 5% (**); e a 10% (*).

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

Dentre os países em análise, Índia (0,2509) e Indonésia (0,3534) apresentaram os maiores valores em seus erros-padrão, evidenciando um maior nível de gerenciamento de resultados nesses países quando em comparação ao restante. Os países que apresentaram os menores níveis de gerenciamento de resultados dentre os emergentes foram Argentina (0,0463) e México (0,0406).

A regressão para os dados da Arábia Saudita e Indonésia não considera a variável *IFRS*, uma vez que os padrões internacionais de contabilidade ainda não são adotados no país.

As variáveis $REC_{i,t}$, $PPE_{i,t}$, e as variáveis relacionadas ao fluxos de caixa operacional NCF passado, corrente e futuro dos países emergentes apresentaram, de modo geral, o sinal esperado em acordo a estudos anteriores. Ocorreram apenas seis exceções com sinal oposto ao esperado, na variável $REC_{i,t}$ para os dados indianos, na variável $PPE_{i,t}$ para Argentina, Índia e Turquia e na variável $NCF_{i,t+1}$ para África do Sul e Índia.

A Tabela 23 apresenta a evolução dos *accruals* discricionários médios dos países África do Sul, Arábia Saudita, Argentina, Brasil, China, Índia, Indonésia, México, Rússia, Turquia.

Tabela 23: Accruals Discricionários: Análise por País de Economia Emergente

Ano	África do Sul	Arábia Saudita	Argentina	Brasil	China
2001	-0,00183		-0,00058	-0,00050	0,00772
2002	-0,00436		-0,02186	0,01779	0,00008
2003	-0,00204	-0,04516	-0,02031	-0,00489	0,01080
2004	0,00784	0,00764	-0,00173	-0,00894	-0,00709
2005	-0,00388	0,00105	-0,00986	-0,01051	-0,00991
2006	0,00396	-0,00297	0,02996	0,00928	-0,01839
2007	0,01334	0,00571	0,00550	-0,00831	0,00690
2008	0,00592	0,00222	-0,00807	0,02604	-0,00149
2009	-0,01288	0,00372	0,01187	-0,01208	-0,00701
2010	-0,00820	-0,00223	0,00111	-0,00534	-0,00555
2011	0,00758	-0,00693	-0,00309	-0,00666	0,00098
2012	0,01296	0,00458	0,01781	-0,00248	-0,00305
2013	0,01310	-0,00017	-0,00913	0,01608	0,01633
2014	-0,02986	-0,00498	-0,00970	-0,00121	0,00618
Ano	Índia	Indonésia	México	Rússia	Turquia
2001	-0,02650	-0,06471	-0,00932	0,04258	0,00531
2002	-0,04950	-0,02380	-0,01085	0,01211	-0,05978
2003	0,03338	0,02929	-0,00274	-0,01166	0,03297

Continuação Tabela 23

2004	-0,06774	0,00391	0,01076	0,03643	0,02694
2005	0,04077	-0,01178	-0,01061	-0,02055	0,00821
2006	0,01890	-0,01433	0,00116	0,00273	0,00675
2007	-0,00344	0,04592	0,00361	0,01959	-0,00286
2008	0,07922	0,02345	-0,00138	-0,00548	0,02467
2009	-0,06709	-0,06702	-0,00313	-0,00733	-0,01757
2010	-0,00052	0,05395	0,01267	-0,01113	0,01164
2011	0,02673	0,00596	0,00193	-0,00710	0,02490
2012	-0,01878	0,01692	0,00209	0,02086	-0,02180
2013	0,01320	0,03237	0,00590	-0,01073	-0,00848
2014	-0,01314	-0,05083	-0,00816	-0,00831	-0,01593

Fonte: Elaboração própria a partir dos dados coletados e analisados.

As empresas listadas na África do Sul apresentaram um maior nível de resíduos no a partir dos eventos da crise do *subprime*, ou seja, exatamente nos momentos de recessão, mantendo elevados níveis até o último ano de análise do estudo, no qual atingiu o maior nível em seus resíduos (-0,02986).

As empresas sauditas apresentaram o maior nível de *accruals* discricionários médios no ano de abertura da bolsa de valores em 2003, com menor nível no ano 2013 (-0,00017).

As empresas argentinas apresentaram maiores níveis de *accruals* discricionários após os anos que originaram as crises financeiras, o que pode ser observado nos resíduos médios no período 2002-2003 e 2009, sendo que o menor nível de resíduos médios (-0,00058) ocorreu no ano de início da crise argentina em 2001.

No Brasil as empresas demonstraram maiores níveis de resíduos nos anos imediatamente posteriores ao início do evento de crise financeiro, observado nos níveis de resíduos médios nos anos 2002 e 2008.

As empresas chinesas apresentaram menores indicações da *proxie* de gerenciamento de resultados nos anos de recessão econômica originados pelas crises financeiras mundiais.

Cabe ressaltar que as empresas indianas demonstraram os maiores níveis de resíduos dentre os países em análise, o menor nível de *accruals* discricionários ocorreu durante o ano 2010 (-0,00052).

As empresas listadas na Indonésia apresentaram o menor nível de gerenciamento de resultados nos anos 2004 e 2011, com os maiores níveis de resíduos entre os períodos 2001-2003 e 2007-2010, indicando uma maior ocorrência de práticas de gerenciamento de resultados durante os anos impactados pelas crises financeiras.

As empresas mexicanas apresentaram baixos níveis de resíduos a partir de 2006, com o maior nível de gerenciamento de resultados no ano 2012 (0,01267).

Os resíduos da regressão dos dados russos retornaram o menor nível de *accruals* discricionários no ano 2006 (0,00273), ou seja, no ano anterior ao que desencadeou os eventos da crise financeira de 2007. Por sua vez, os dados das empresas russas apresentaram elevados níveis de *accruals* discricionários nos próprios anos em que se iniciaram as crises financeiras do período em estudo, em 2001 e 2007.

Na Turquia as empresas apresentaram o menor nível de *accruals* discricionários no ano de início da crise do *subprime* em 2007, com o aumento dos níveis de gerenciamento de resultados nos períodos posteriores ao início da crise, entre 2008-2012.

5 CONSIDERAÇÕES

As análises foram realizadas com base nas metodologias desenvolvidas por estudos anteriores no que se refere à identificação de gerenciamento de resultados, destacando-se o trabalho de Dechow et al. (2012) ao analisar o impacto da reversão dos *accruals* em períodos subsequentes sobre a estimação dos modelos de regressão que identificam práticas de gerenciamento de resultados a partir do cálculo dos resíduos.

Considerou-se que os impactos de uma crise financeira sobre os indicadores macroeconômicos discriminados no Quadro 6 podem estar diretamente vinculados às motivações de um gestor para gerenciar resultados. Como exemplo, um período de recessão econômica pode ter relação direta na redução das receitas de uma empresa, nessa situação um gestor pode se ver motivado a melhorar os resultados de sua empresa através do gerenciamento de resultados para cumprir o estabelecido na relação contratual definida com os acionistas. Outra situação semelhante ocorre na formação de uma bolha de preços que terá impacto sobre as ações de uma companhia, uma vez que os bônus contratuais sobre a remuneração dos gestores podem estar relacionados ao nível de preços de uma ação.

Para o estudo optou-se pela utilização do modelo de McNichols (2002) que incorpora um vasto conjunto de variáveis explicativas. O mesmo pode ser considerado uma evolução entre o modelo Jones (1991), que relaciona a variação das receitas líquidas $\Delta REV_{i,t}$ e os saldos das contas do ativo imobilizado e ativo diferido (bruto) PPE ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$ $A_{i,t-1}$, e o modelo Dechow e Dichev (2002), que inclui os fluxos de caixa operacional FCO passado, presente e futuro.

Sobre o modelo de McNichols (2002) foi desenvolvida uma abordagem, a partir de uma adaptação da análise de reversão dos *accruals* de Dechow et al. (2012), que considera eventos de crise financeira como potenciais incentivos para aumento/redução de práticas de gerenciamento de resultados, o que foi sinalizado pelas variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$. De tal maneira que se é possível identificar o momento de início do gerenciamento de resultados também é possível apontar o momento de reversão dos *accruals*, uma vez que os *accruals* baseados no capital de giro ($WC_ACC_{i,t}$), realizam os seus fluxos de caixa dentro do período de um ano (DECHOW; DICHEV, 2002), o que torna a teoria maleável para a aplicação do estudo.

A definição das variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$ surgiu como uma limitação para a pesquisa, visto que há dificuldades relacionadas à aplicação do momento em que as empresas possuem incentivos para a prática de gerenciamento de resultados e o momento em que as

distorções dos *accruals* serão revertidas. A definição desses momentos é apontada por Dechow et al. (2012) como a maior limitação de sua abordagem, uma vez que há inúmeras variáveis que podem influenciar nas práticas de gerenciamento de resultados e em sua reversão.

Além dessa limitação, torna-se impraticável determinar como cada empresa e cada país se comportou em face das crises financeiras ocorridas entre 2000 e 2014 sem definir um critério objetivo, pois cada país teve uma reação distinta no que se refere aos eventos de crise financeira existentes no período da amostra. Para esclarecer as diversas reações de cada um dos países da amostra seria necessário um estudo abrangente que avaliasse os impactos sobre os indicadores macroeconômicos sintetizados no Quadro 6, o qual poderia resultar em uma melhor definição das variáveis $CRISE_{i,t}$ e $CRISER_{i,t}$.

Com relação à análise agregada do G20, percebe-se que o nível de *accruals* discricionários, considerados *proxies* de gerenciamento de resultados, foi menor entre os anos 2004-2006 e 2010-2013, enquanto que durante os eventos de crises financeiras, entre 2001-2003 e 2007-2009, o nível dos *accruals* discricionários aumentou. A partir desse resultado infere-se que os países do G20, quando analisados em conjunto, aumentaram os seus níveis de gerenciamento de resultado durante períodos de crise, fator refletido também na significância estatística da variável $CRISE_{i,t}$. De tal maneira que a significância dessa variável pode ser um indicativo de que ao longo dos 15 anos analisados as crises financeiras incentivaram as práticas de gerenciamento de resultados, apesar de não ser possível afirmar que esse foi o principal motivo para gerenciar resultados.

No que se refere ao gerenciamento de resultados após o evento de crise financeira, percebe-se que o resultado encontrado está em concordância ao estudo empregado por Cimini (2015), que validou a hipótese de que o gerenciamento de resultados na contabilização dos *accruals* reduzem após o estouro da crise financeira de 2008, uma vez que devido a crise as empresas buscaram atrair potenciais investidores através da divulgação de relatórios financeiros de alta qualidade.

Isso está em acordo ao resultado analisado da variável *IFRS*, que apresentou um comportamento inversamente proporcional ao dos *working capital accruals*, a partir desse resultado é possível inferir que a aplicação de melhores padrões contábeis pode resultar em menores níveis de *accruals* totais.

Por sua vez os dados das empresas dos países de economia avançada apresentaram um comportamento relacionado ao gerenciamento de resultados divergente ao do conjunto dos países do G20 quando regredidos em conjunto. Essas empresas apresentaram em média maiores

níveis de gerenciamento de resultados durante o período de crise financeira verificado entre 2001-2002, com uma substancial redução no nível de *accruals* discricionários a partir de 2003, com menor nível em 2010 (-0,00070).

Conforme apontado por estudos anteriores (CHIA et al., 2007; LAFOND, WATTS, 2008; FRANCIS et al., 2013), isso pode ser consequência de um aumento no nível de conservadorismo e de monitoramento nos países de economia avançada após o evento de crise financeira ocorrido no início dos anos 2000, o que resulta em uma melhor qualidade da informação financeira divulgada e no enfraquecimento de práticas de gerenciamento de resultados, de tal forma que a crise ocorrida a partir de 2007 não se mostrou um incentivo para práticas de gerenciamento de resultados nesses países.

Considerando apenas a crise do *subprime*, os dados dos países emergentes apresentaram um comportamento oposto ao observado para os países de economia avançada. Os resíduos da regressão dos dados das empresas dos países emergentes revelaram um elevado nível de *accruals* discricionários durante os dois períodos de crises financeiras identificados pelo estudo, o que pode ser observado nos níveis de resíduos da Tabela 20 entre os períodos de 2001-2003 e 2007-2010. Logo, evidenciando a existência de um maior nível de gerenciamento de resultados durante eventos de crise financeira para os países de economia emergente.

Ou seja, ao se observar os resultados encontrados para os dados agrupados do G20, dos países de economia avançada e dos países de economia emergente percebe-se que há divergência em relação ao resultado de outros pesquisadores no que se refere a práticas de gerenciamento de resultados durante o período de crise financeira. Pesquisas anteriores como a de Francis et al. (2013), Kousenidis et al. (2013), Filip e Raffournier (2014) e Cimini (2015) encontraram uma redução nas práticas de gerenciamento de resultados durante os períodos de crise.

Ao se analisar individualmente cada país, os dados das empresas australianas e canadenses apresentaram o maior nível de resíduos em suas regressões, expressos pelo erro padrão calculado. Por sua vez, Argentina, México, União Europeia e Itália apresentaram os menores níveis. Dentre os países emergentes analisados, Índia e Indonésia apresentaram os maiores valores em seus erros-padrão, evidenciando um maior nível de gerenciamento de resultados nesses países quando em comparação ao restante.

A análise individual dos resíduos demonstra que Austrália, Estados Unidos, Indonésia e Rússia possuíam um maior volume de *accruals* discricionários no período em que ocorreram os dois eventos de crise em estudo. Sobre os Estados Unidos, a apresentação de baixos níveis

de resíduos em períodos de expansão e recessão econômica pode ser resultado de maiores fiscalizações dos órgãos reguladores e das auditorias independentes durante esses períodos, uma vez que os eventos de crise financeira em estudo tiveram sua origem nesse país. França e Itália apresentaram o mesmo comportamento durante a crise do *subprime*. Por outro lado, Alemanha, Argentina, Brasil, Coréia do Sul e Turquia demonstraram um maior volume de *accruals* discricionários no período imediatamente posterior à origem dos eventos de crise, iniciados em 2001 e 2007.

As empresas listadas no Japão, no Reino Unido e na União Europeia apresentaram, de modo geral, baixos níveis de *accruals*, até mesmo em períodos considerados de expansão econômica. Observa-se que os dados da União Europeia apresentaram o maior nível de *accruals* discricionários, representados pelos resíduos, no ano 2005, período em que se iniciou-se a adoção das normas IFRS para os países integrantes do bloco econômico europeu.

Quanto à sugestão para trabalhos futuros, pode-se investigar outras variáveis de controle que possam ser incluídas nos modelos operacionais de forma a capturar de forma mais adequada os fatores relevantes ao processo de mensuração e evidência contábil das práticas de gerenciamento de resultados. Uma vez que para o estudo do gerenciamento de resultados ainda não há um modelo que seja considerado o mais adequado para a melhor estimativa dos *accruals* discricionários, conforme descrito por Dechow, Ge e Schrand (2010), o que deve ser considerada como uma das limitações do estudo.

REFERÊNCIAS

- AHMAD-ZALUKI, N. A.; CAMPBELL, K.; GOODACRE, A. *Earnings management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control, and post-IPO performance*. *The International Journal of Accounting*, Vol. 46, n. 2, p. 111-137, 2011.
- AMAT, O.; GOWTHORPE, C. *Creative Accounting: Nature, Incidence and Ethical Issues*. *Journal of Economic Literature*, 2004.
- BALTAGI, B. H. *Econometric Analysis of Panel Data*. 4 ed. West Sussex, UK: John Wiley, 2008.
- BEIDLEMAN, C. R. *Income Smoothing: The Role of Management*. *The Accounting Review*, Vol. 48, n. 4, p. 653-667, 1973.
- BERGER, A. N.; BOUWMAN, C. H.S. *How does capital affect bank performance during financial crises?* *Journal of Financial Economics*, 2013.
- BERNANKE, B. S.; GERTLER, M. *Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*. *Journal of Economic Perspectives*, n. 9, p. 27-48, 1995.
- CANO-RODRÍGUEZ, M. *Big auditors, private firms and accounting conservatism: Spanish evidence*, *European Accounting Review*, Vol. 19, p. 131–59, 2010.
- CHANG, H-J; PARK, H-J; YOO, C. G. *Interpreting the Korean Crisis: Financial Liberalization, Industrial Policy and Corporate Finance*. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 22, p. 735-746, 1998.
- CHAROENWONG, C.; JIRAPORN, P. *Earnings management to exceed thresholds: evidence from Singapore and Thailand*, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 19, p. 221–236, 2009.
- CHIA, Y. M.; LAPSLEY, I.; LEE, H. *Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis*, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22, p. 177-196, 2007.
- CIMINI, R. *How has the financial crisis affected earnings management? A European study*. *Applied Economics*, Vol. 47, n. 3, p. 302-317, 2015.

COPELAND, R. M.; LICASTRO, R. D. *A Note on Income Smoothing*. *The Accounting Review*. p. 540-46, 1968.

CROUHY, M. G.; JARROW, R. A. e TURNBULL, S. M. *The Subprime Credit Crisis of 07*. Working paper. Cornell Univesity. 2008.

DANTAS, J. A. **Auditoria em Instituições Financeiras: Determinantes de Qualidade no Mercado Brasileiro**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Brasília: UnB, 2012.

DECHOW. P. M.; DICHEV. I. D. *The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors*. *The Accounting Review*. Vol. 77. n. 4, p. 35-59, 2002.

DECHOW. P.; GE. W.; SCHRAND. C. *Understanding earnings quality: a review of the proxies. their determinants and their consequences*. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 50. p. 344–401, 2010.

DECHOW, P. M.; HUTTON, A. P.; KIM, J. H.; SLOAN, R. G. *Detecting Earnings Management: A New Approach*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 50(2).

DYE, R. A. *Earnings management in an overlapping generation model*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26(2), p. 195-235, 1988.

EL SOOD, H.A. *Loan loss provisioning and income smoothing in US banks pre and post the financial crisis*. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 25, p. 64-72, 2012.

FILIP, A.; RAFFOURNIER, B. *Financial crisis and earnings management: The European evidence*. *The International Journal of Accounting*, Vol. 49, n. 4, p. 455-478, 2014.

FISHER, I. *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*. *Econometrica*, Vol. 1, N. 4, p. 337-357, 1933.

FOLKERTS-LANDAU, D.; SCHINASI, G. J.; CASSARD, M.; NG, V. K.; REINHART, C. M.; M. G., S. *Effects of capital flows on the domestic sectors in APEC countries*. *Capital Flows in the APEC Region, Occasional Paper*, n. 122, 1995.

FRANCIS, B.; HASAN, I.; WU, Q. *The benefits of conservative accounting to shareholders: evidence from the financial crisis*, *Accounting Horizons*, Vol. 27, p. 319–346, 2013.

GONTIJO, C. **Raízes da crise financeira dos derivativos subprime**. Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2008.

GREENE, W. H. *Econometric Analysis*. 5th ed. New Jersey: Prentice Hall, 2003.

GUJARATI, D. N. **Econometria Básica**. 4 ed. São Paulo: Campus, 2006.

HEALY, P. M. *The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p. 85-107, 1985.

_____.; WAHLEN, J. M. *A review of earnings management literature and its implications for standard setting*. *Accounting Horizons*. Sarasota, Vol. 13, p. 365-383, 1999.

IATRIDIS, G.; DIMITRAS, A. I. *Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries*, *Advances in Accounting*, Vol. 29, p. 154–160, 2013.

JONES, J. J. *Earnings management during import relief investigations*. *Journal of accounting research*, Vol. 29, n. 2, p. 193-228, 1991.

INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS. *Analysis of the G20 IFRS Profiles*. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Analysis-of-the-G20-IFRS-profiles.aspx>>. Acesso em: 06 de Out. 2016.

_____. *Jurisdiction Profiles*. Disponível em: <<http://www.ifrs.org/Use-around-the-world/Pages/Jurisdiction-profiles.aspx>>. Acesso em: 06 de Out. 2016.

INTERNATIONAL MONETARY FUND. *IMF Advanced Economies List. World Economic Outlook, April 2016*. Disponível em: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/pdf/text.pdf>>. Acesso em: 29 de Set. 2016.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. *Securities Markets Risk Outlook 2014-2015*. Disponível em: <https://www.iosco.org/research/?subSection=securities_market_risk_outlook> Acesso em: 09 de Jan. 2016.

JENKINS, D. S.; KANE, G. D.; VELURY, U. *Earnings conservatism and value relevance across the business cycle*. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 36, p. 1041–1058, 2009.

JOHNSON, M. F.. *Business cycles and the relation between security returns and earnings*. *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, p. 93–117, 1999.

KAMINSKY, G. L. *Varieties of currency crises*. *National Bureau of Economic Research*, 2003.

KAMINSKY, G.; REINHART, C. *Financial crises in Asia and Latin America: then and now*. *American Economic Review*, v. 88, n. 2, 1998.

KENNEDY, P. A *Guide to Econometrics*. 4 ed. Cambridge: Mass, 1998.

KINNUNEN, J.; KOSKELA, M. *Who is Miss World in cosmetic earnings management? A cross-national comparison of small upward rounding of net income numbers among eighteen countries*. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 2, p. 39–68, 2003.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. *Performance matched discretionary accrual measures*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, p. 163–197, 2005.

KOUSENIDIS, D. V.; LADAS, A. C.; NEGAKIS, C. I. *The effects of the European debt crisis on earnings quality*, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, p. 351–362, 2013.

LAFOND, R.; WATTS, R. L. *The information role of conservatism*, *The Accounting Review*, Vol. 83, p. 447– 478, 2008.

MARTINEZ, A. L. **Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MCNICHOLS, M. F. *Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors*. *The Accounting Review* Vol. 77, p. 61–69, 2002.

MCNICHOLS, M.; WILSON, G. P. *Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts*. *Journal of Accounting Research*, Vol. 26, p. 1–31, 1988.

MISHKIN, F. S. *International capital movements, financial volatility and financial instability*. Cambridge, 1999. (NBER Working Paper, n. 6390).

_____. *Financial policies and the prevention of financial crises in emerging market countries*. In: FELDSTEIN, Martin (Ed.). *Economic and financial crises in emerging market countries*. Chicago: The University of Chicago Press, 2001.

_____. *Global financial instability: framework, event, issues*. *Journal of Economic Perspectives*, v. 13, n. 4, p. 3-20, Fall 1999.

_____; EAKINS, S. G. *Financial Markets and Institutions*. Pearson Education, 7ª Edição, 2012.

MIZEN, Paul. *The credit crunch of 2007-2008: A discussion of the background, market reactions, and policy responses*. *Federal Reserve bank of St Louis Review*, p. 531-67, out. 2008.

MOHANRAN, P. S. *How to Manage Earnings Management?*. *Accounting World - Institute of Chartered Financial Analysts of India*. 2003.

MOORE, M.L. *Management Changes and Discretionary Accounting Decisions*. *Journal of Accounting Research (Spring)*, p. 100-107, 1973.

NOORD, P. *Are house prices nearing a peak? A probit analysis for 17 OECD countries*. *OCDE Economics Department Working Paper* n. 488, jun. 2006.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Financial Market Trends*, Maio 2008, 94(1), p. 9-28. Disponível em: <<http://www.oecd.org/daf/fin/financial-markets/40850026.pdf>>. Acesso em: 22 de Out. 2016.

PARK, Y. W.; SHIN H-H. *Board composition and Earnings Management in Canada*. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, p. 431-457, 2004.

PAULO. E. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. São Paulo. 2007. 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. 2007. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/>>. Acesso em: 25 de Jan. 2016.

PORTES, R. *Ratings Agency Reform*. VOX CEPR's Policy Portal. Jan. 2008. Disponível em: www.voxeu.org/index.php?q=node/887 Acesso em: 22 de Out. 2016.

RADELET, S.; SACHS, J. *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Harvard Institute for International Development, Harvard University, 1998.

RODRIGUES, J. M. **Convergência Contábil Internacional: Uma Análise Da Qualidade Da Informação Contábil Em Razão Da Adoção Dos Padrões Internacionais De Contabilidade Editados Pelo IASB**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Brasília: UnB, 2012.

RONEN, J.; SADAN, S. *Smoothing Income Numbers, Objectives, Means, and Implications*. Reading, MA, Addison Wesley, 1981.

SANTOS, J. O.; HOMENKO, A.; GARRE, C.; CIOFFI, P. L. M.; SAYKOVITCH, S. L. **Análise do desempenho do retorno das ações ordinárias de empresas do setor de transporte aéreo dos EUA nos períodos pré e pós-atentado às torres gêmeas de 11 de setembro de 2001**. Revista de Gestão USP, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 53-64, abril/junho 2008.

SAVOC, S. *Earnings Management, Investment, and Dividend Payments*. Working paper series, 2006.

SCHIFFERES, S. *Financial crises: Lessons from history*. In Economics reporter BBC News, 03/09/2007. Disponível em: <<http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/6958091.stm>>. Acesso em: 26 out. 2016.

SCHIPPER, K. *Commentary on earnings management*. Accounting Horizons. Sarasota, Vol. 3, p. 91-102, 1989.

STIGLITZ, J. E. *Sound Finance and Sustainable Development in Asia*. Asia Development Forum, p. 10-13, 1998.

STIGLITZ, J. E.; WEISS, A. *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*. American Economic Review, Vol. 71, p. 393-410, 1981.

STOLOWY, H.; BRETON, G. *Accounts Manipulation: A Literature Review and Proposed Conceptual Framework*. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 3., n. 1, p. 5-66, 2004.

TAYLOR, J. B. *Housing construction and monetary policy*. In: *FEDERAL RESERVE BANK OF KANSAS CITY SYMPOSIUM, HOUSING, HOUSING FINANCE, AND MONETARY POLICY*, 2007, Jackson Hole. Kansas: Federal Reserve Bank of Kansas, 2007.

TECHDIRT. *Nanotech Excitement Boosts Wrong Stock*. Disponível em: <<https://www.techdirt.com/articles/20031204/0824235.shtml>> Acesso em: 26 de Ago. 2016.

THE WORLD BANK. *GDP (current US\$)*. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicador/NY.GDP.MKTP.CD>>. Acesso em: 19 de Nov. 2015.

_____. *Land area (sq. km.)*. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/indicador/AG.LND.TOTL.K2>>. Acesso em: 19 de Nov. 2015.

UNITED NATIONS. *Composition of macro geographical (continental) regions, geographical sub-regions, and selected economic and other groupings*. Disponível em: <<http://unstats.un.org/unsd/methods/m49/m49regin.htm#ftnc>>. Acesso em: 29 de Set. 2016.

_____. *World Population Prospect: the 2015 Revision*. Disponível em: <<http://www.un.org/en/development/desa/population/theme/trends/index.shtml>>. Acesso em: 19 de Nov. 2015.

VELASCO, A. *Financial and Balance-of-Payments Crises*. *Journal of Development Economics*, Vol. 27, p. 263-283, 1987.

WADE, R. *The Asian debt-and-development crisis of 1997: causes and consequences*. *World Development*, vol. 26, n. 8, 1998.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. *Positive Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

WOOLDRIGDE, J. M. *Introductory econometric: A modern approach*. 2nd ed. Ohio: South-Western College Pub, 2002.