



UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA – UFBA
FACULDADE DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
MESTRADO EM CONTABILIDADE

ALEX DIEGO DE SOUZA QUEIROZ

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR EMPRESAS
INSOLVENTES:
UM ESTUDO COM COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA

Salvador
2018

ALEX DIEGO DE SOUZA QUEIROZ

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR EMPRESAS
INSOLVENTES:
UM ESTUDO COM COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA
BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação (Stricto Sensu) em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito à obtenção do título de mestre em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade

Orientador: Prof. Dr. José Maria Dias Filho

Salvador
2018

Ficha catalográfica elaborada pelo Sistema Universitário de Bibliotecas (SIBI/UFBA), com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

Queiroz, Alex Diego de Souza
Gerenciamento de resultados por empresas insolventes: um estudo com companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa / Alex Diego de Souza Queiroz. -- Salvador, 2018.
84 f.

Orientador: José Maria Dias Filho.
Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-graduação em Contabilidade) -- Universidade Federal da Bahia, Faculdade de Ciências Contábeis, 2018.

1. Gerenciamento de Resultados. 2. Dificuldades Financeiras.. 3. Insolvência. . 4. Empresas Solventes.. I. Dias Filho, José Maria. II. Título.

Alex Diego de Souza Queiroz

GERENCIAMENTO DE RESULTADOS POR EMPRESAS INSOLVENTES: UM ESTUDO COM COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Faculdade de Ciências Contábeis da Universidade Federal da Bahia, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Aprovada em 16 de fevereiro de 2018.

BANCA EXAMINADORA:


Prof. Dr. José Maria Dias Filho - Orientador (a)
UFBA - ECC


Prof. Dr. Adriano Leal Bruni


Profa. Dra. Miguel Ángel Rivera Castro

À minha mãe, esposa e filha.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, a Deus, por ter me dado forças e fé durante toda minha caminhada até aqui. Ele que me sustentou e me guiou nos momentos mais difíceis e também nos momentos mais felizes dessa jornada acadêmica.

À minha mãe, Maria, por ser sempre uma voz de consolo, amor e ternura na minha vida. Ao meu pai, Gildasio, por me ajudar a superar as adversidades que se apresentam ao longo da vida.

De forma muito especial à minha esposa Rejane, pelo incentivo, companheirismo e compreensão durante todo o período do mestrado. E à minha filha Maria Julia, que é a luz que ilumina meus olhos, o maior presente que Deus me deu nessa vida e fonte de forças para superar meus desafios.

Ao meu orientador, professor Dr. José Maria Dias Filho, que aceitou com muita presteza esse desafio e a quem sou muito grato pelos ensinamentos e dedicação para com o desenvolvimento dessa dissertação.

Ao professor Dr. Joseilton Silveira da Rocha, que sempre me deu muito apoio e força neste mestrado, e nos momentos mais difíceis desta caminhada acreditou em mim mais até do que eu mesmo, meu muito obrigado.

Aos professores Dr. Adriano Leal Bruni e Dr. Miguel Angel Rivera Castro, que se disponibilizaram prontamente a participar das bancas de qualificação e defesa e a quem também agradeço pelas valiosas críticas e sugestões que contribuíram grandemente para o desenvolvimento desta pesquisa.

A todo corpo docente do Mestrado em Contabilidade da Universidade Federal da Bahia que contribuiu com minha formação: Dr. Antonio Carlos Ribeiro da Silva, Dra. Sonia Maria da Silva Gomes e Dr. Ronaldo Pesente. E também ao servidor João Simões por toda ajuda e atenção prestada ao corpo discente deste programa.

Por fim, aos meus amigos que estiveram presentes comigo em todos os momentos deste mestrado, seja nos bons ou ruins, me dando o suporte necessário nesta difícil

missão acadêmica. Meu muito obrigado a Abel Carneiro, Roberto Santos, Caio Vinícius, Anderson, Diego Emanuel, Raimundo, Carol, Mario, Leoni e Vicente.

“Ainda que eu conhecesse todos os mistérios e toda a ciência, sem amor, nada
seria”

Bíblia Sagrada

QUEIROZ, Alex Diego de Souza. Gerenciamento de resultados por empresas insolventes: um estudo com companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. 84 f. il. 2018. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2018.

RESUMO

O objetivo geral deste trabalho consiste em verificar se as empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa que se apresentam em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes) tendem a gerenciar seus resultados em comparação com seus homólogos considerados solventes. Os dados das empresas foram coletados no banco de dados da Economática®. A amostra final foi composta por 68 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, sendo 34 companhias que se encontram em situação pública de dificuldades financeiras e um grupo de controle formado também por 34 companhias saudáveis que apresentam características similares ao primeiro grupo de empresas, durante o período de 2012 a 2016. Foram analisados o gerenciamento de resultados nos dois últimos anos que antecederam a entrada da empresa em insolvência, que chamados neste estudo de t_{-1} e t_{-2} . Para detecção do gerenciamento de resultados este trabalho utilizou-se do modelo Jones Modificado (1995). A fim de verificar a existência ou não de associação entre a dificuldade financeira e o gerenciamento resultados foi utilizada a regressão por meio da análise de dados em painel. Os resultados encontrados foram significativos estatisticamente para afirmar que as empresas em dificuldades financeiras da BM&FBovespa tendem a gerenciar seus resultados, e não foram significativos para grupo de controle de firmas saudáveis, indicando que as empresas que se encontram em algum tipo de dificuldades financeiras estão mais propícias ao gerenciamento de resultados de modo a melhorar sua situação financeira. Sugere-se para pesquisas futuras aumentar o número da amostra a fim de se confirmar ou não os resultados encontrados neste trabalho e a utilização de diferentes *proxies* de mensuração do gerenciamento de resultados, como por exemplo o modelo proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995).

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Dificuldades Financeiras. Insolvência. Empresas Solventes.

QUEIROZ, Alex Diego de Souza. Management of results by insolvent companies: a study with Brazilian companies listed on BM&FBovespa. 84 f. il. 2018. Master Dissertation – Faculdade de Ciências Contábeis, Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2018.

ABSTRACT

The general objective of this paper is to verify if Brazilian companies listed on BM&FBovespa that are included in a public situation of financial difficulties (insolvent) tend to manage their results in comparison with their counterparts considered solvent. Company data were collected in the Economática® database. The final sample consisted of 68 non-financial companies listed on the BM&FBovespa, of which 34 companies are in a public situation of financial difficulties and a control group composed of 34 healthy companies with similar characteristics to the first group of companies during the period of 2012 to 2016. We analyzed the earnings management in the last two years that preceded the company's entry into the insolvency stage, which this study calls t-1 and t-2. For the earnings management, this work was based on the Jones Modified model (1995). In order to verify whether or not there was an association between financial difficulty and earnings management, regression was used through panel data analysis. The results were statistically significant to affirm that there is an association between BM&FBovespa's insolvent companies and results management and were not significant in the control group of healthy firms. Indicating that companies that are in some type of insolvency stage tend to manage their results in order to improve their financial situation. It is suggested for future research to increase the number of the sample in order to confirm or not the results found in this work and the use of different results management measurement proxies, such as the model proposed by Kang and Sivaramakrishnan (1995).

Keywords: Results Management. Financial Difficulties. Insolvency. Solvents Companies.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Gráfico boxplot da variável dependente <i>accruals</i> discricionários.....	56
Figura 2 - Gráfico boxplot da variável endividamento	57
Figura 3 - Gráfico boxplot da variável crescimento	58
Figura 4 - Gráfico boxplot da variável tamanho.....	59
Figura 5 - Testes para escolha entre os modelos de dados em painel	79

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - “Gerenciamento” dos resultados Contábeis x Contabilidade Fraudulenta ou Práticas impróprias.....	24
Quadro 2 - Pesquisas brasileiras sobre Gerenciamento de Resultados sob o enfoque das motivações contratuais e da hipótese do endividamento	26
Quadro 3 - Etapas para estimação dos <i>accruals</i> discricionários.....	49
Quadro 4 - Variáveis de controle.....	53
Quadro 5 - Resumo dos testes para definição do modelo de dados em painel a ser utilizado: empresas em dificuldades financeiras (insolventes)	82
Quadro 6 - Resumo dos testes para definição do modelo de dados em painel a ser utilizado: empresas saudáveis	82

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Coeficientes estimados pelo modelo modificado de Jones (1995).....	55
Tabela 2 - Tabela de frequência da variável Estresse Financeiro.....	59
Tabela 3 - Resultado da regressão com dados em painel: empresas em dificuldades Financeiras.....	60
Tabela 4 - Resultado da regressão com dados em painel: empresas saudáveis.....	61
Tabela 5 - Teste de Chow: empresas em dificuldades financeiras	79
Tabela 6 - Teste de Chow: empresas saudáveis	80
Tabela 7 - Teste de Breush-Pagan: empresas dificuldades financeiras.....	80
Tabela 8 - Teste de Breush-Pagan: empresas saudáveis.....	80
Tabela 9 - Teste de Hausman: empresas dificuldades financeiras	81
Tabela 10 - Teste de Hausman: empresas saudáveis	81

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	14
1.1	CONTEXTO	14
1.2	Problema.....	17
1.3	Objetivos da Pesquisa	17
1.3.1	Objetivo Geral	17
1.3.2	Objetivos Específicos	17
1.4	Justificativas.....	18
1.5	Estrutura da Dissertação	19
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	20
2.1	Protocolo da Revisão de Literatura.....	20
2.2	Gerenciamento de Resultados	21
2.2.1	Conceitos	22
2.2.2	Fraude versus Gerenciamento de Resultados	23
2.2.3	Motivação para o Gerenciamento de Resultados	25
2.2.4	Accruals	29
2.2.5	Modelo Modificado de Jones (1995) para Estimação dos Accruals Discricionários	31
2.2.6	Tipos de Gerenciamento de Resultados	32
2.3	DIFICULDADES FINANCEIRAS	34
2.3.1	Dificuldades Financeiras versus Insolvência	34
2.3.2	Debts Covenants	35
2.3.3	Entrada em Insolvência	37
2.4	Estudos Anteriores: Dificuldades Financeiras versus Gerenciamento de Resultados 39	
3	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	44
3.1	População e Amostra	45
3.2	MÉTODO	47
3.3	Hipóteses de Pesquisa.....	50
3.4	Modelo	51
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO	55
4.1	Estimação dos Accruals Discricionários	55
4.2	Estatísticas Descritivas.....	56
4.3	Análise de Dados em Painel.....	60

4.4	Análise dos Resultados	61
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	64
	REFERÊNCIAS	66
	APÊNDICE A - Lista de empresas em estágio de Renegociação de suas Dívidas	75
	APÊNDICE B - Lista de empresas em estágio de Recuperação Judicial	76
	APÊNDICE C - Lista de empresas em Dificuldades Financeira (DF) e Saudáveis	77
	APÊNDICE D - Testes para definição do modelo de dados em painel	79

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO

Um dos principais incentivos para o gerenciamento de resultados é a dificuldade financeira existente nas organizações, conforme indicado por Habib et al. (2013). Entende-se, assim, que existe a possibilidade de as empresas utilizarem métodos contábeis para aumentar seus resultados e diminuir o risco de insolvência. O objetivo geral deste trabalho consiste, portanto, em verificar se as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que se apresentam em dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados.

As relações existentes nas organizações – sejam entre sócio e acionista, empresa e credor, empresa e governo, dentre outras – são pautadas por contratos que podem ser implícitos (expectativas não contempladas em lei) ou explícitos (exigências ou restrições impostas pelos mecanismos legais). De todo modo, cada uma das partes oferece algo para a empresa em troca de algum benefício futuro. Por exemplo: credores emprestam dinheiro para a firma esperando receber juros; fornecedores vendem seus produtos na expectativa de obter seus lucros. Entretanto, quando a organização não cumpre com sua obrigação há uma quebra de contrato, conhecida na literatura contábil como *failure*, e dependendo da situação, a empresa pode ficar insolvente, pedir recuperação judicial ou mesmo decretar falência.

A fim de evitar que a empresa entre em estado de insolvência, os gestores podem utilizar práticas contábeis que possam melhorar seus resultados perante os *stakeholders*. Tais práticas são conhecidas na literatura como Gerenciamento de Resultados, que segundo Healy e Wahlen (1999), consiste numa sequência de ações discricionárias dos administradores para manipular as informações contábeis sobre o desempenho da empresa. Ainda segundo esses autores, o gerenciamento de resultados ocorre quando os administradores usam julgamento sobre a informação financeira e sobre as atividades operacionais para alterar informações financeiras ou iludir alguns investidores a respeito do desempenho econômico da companhia, ou mesmo para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis informados. Assim, pode-se entender gerenciamento de resultados como o uso das

atividades operacionais e dos métodos contábeis discricionários para ajustar os números para um resultado desejado.

A partir do conceito citado anteriormente é possível inferir que os gestores das companhias que se encontram em dificuldades financeiras e que buscam alternativas para sair desse contexto, tendem a gerenciar suas informações contábeis a fim de influenciar o desempenho econômico e financeiro da empresa com o intuito de melhorar sua situação. Para Oliveira (2011), um dos principais incentivos para o gerenciamento de resultados das informações contábeis é originado da necessidade de cumprir exigências dos contratos de dívidas, devido a dificuldades financeiras existentes nas organizações. Desta forma, considera-se que existe a possibilidade de que as empresas utilizem métodos contábeis por meio das práticas discricionárias para tentar aumentar seus resultados, com o objetivo de diminuir o risco de violação das cláusulas dos contratos de dívidas (*debt covenants*) e, conseqüentemente, o risco de insolvência.

A realização da pesquisa surgiu da necessidade de investigar se as empresas em situação de dificuldades financeiras tendem a praticar o gerenciamento de resultados a partir dos números contábeis, com a finalidade de iludir o mercado financeiro sobre o seu desempenho econômico. Para tanto foi pesquisado um universo de 68 empresas não financeiras listadas na BM&FBovespa, sendo 34 companhias que se encontram em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes) e um grupo de controle formado também por 34 companhias saudáveis que apresentam características similares ao primeiro grupo de empresas. O intervalo temporal compreendeu os anos de 2012 a 2016, e teve como objetivo principal mensurar o gerenciamento de resultado das companhias em dificuldades financeiras e compará-lo com seus homólogos solventes.

Como empresas em situação pública de dificuldades financeiras, esse estudo entende as companhias em processo de renegociação de dívida, em situação de recuperação de crédito e aquelas que decretaram falência, conforme metodologia aplicada no estudo de Jesus (2016). Para detecção do gerenciamento de resultados este trabalho utilizará o modelo Jones Modificado (1995), uma vez que ele é um dos modelos mais populares encontrados na literatura brasileira segundo Martinez (2013). No intuito de verificar a associação entre dificuldades financeiras e o gerenciamento

de resultados sob o contexto da teoria da agência, foi utilizada a técnica de análise de Dados em Paineis.

A partir desta perspectiva, este trabalho foi desenvolvido em três etapas, com a finalidade de buscar evidências que possam explicar a associação ou não entre a dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados das empresas listadas na BM&FBovespa, segregadas apenas aquelas companhias que se encontram em algum tipo de situação pública de dificuldades financeiras (segundo as diretrizes desta pesquisa) em comparação com o grupo de controle de empresas que apresentam boa situação financeira.

Na primeira etapa, seguindo a metodologia utilizada por Jesus (2016), foram identificadas as empresas listadas na BM&FBovespa que se encontram situação pública de dificuldades financeiras. Para tanto foi realizado um levantamento nos principais jornais, periódicos e mídias em geral, especializados no setor financeiro e empresarial. Foi realizado também um apanhado daquelas companhias que solicitaram renegociação de suas dívidas, que pediram recuperação de crédito e que decretaram falência.

Após esse levantamento foram analisados seus demonstrativos contábeis, a fim de verificar as possíveis contas contábeis que possam ter relação com o estresse financeiro das firmas. Em especial, foi observado o índice de endividamento das companhias consideradas em dificuldades financeiras nesta pesquisa. Em seguida foram identificadas as empresas saudáveis com características semelhantes às do grupo principal de companhias insolventes, com o intuito de criar um grupo de controle que permitisse a comparação do gerenciamento de resultados entre as empresas saudáveis e não-saudáveis.

Na segunda etapa, utilizando-se do modelo de Jones Modificado (1995) e de posse das empresas que se encontram em dificuldades financeiras e seu grupo de controle de firmas saudáveis, foi mensurado o gerenciamento de resultados de ambos os grupos de companhias. Na terceira etapa, empregou-se a análise de dados em painéis para mensurar a existência ou não de associação entre a dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados, utilizando-se também variáveis de controle, tais como Crescimento, Lucro Líquido e Tamanho das empresas. O intuito foi demonstrar que, quando as empresas estão em dificuldades financeiras e encontram-se em

estágios de insolvência ou próximo deles, elas tendem a gerenciar resultados contábeis.

1.2 PROBLEMA

As empresas que se apresentam em situação pública de dificuldades financeiras tendem a gerenciar mais seus resultados do que as empresas consideradas saudáveis?

O presente trabalho analisou a dificuldade financeira, não apenas de empresas que já tenham sido declaradas insolventes, mas também daquelas que, publicamente, apresentam situações de estresse financeiro, contextualizado pela renegociação de suas dívidas, conforme metodologia utilizada por Jesus (2016). Os demais estágios de insolvência observados neste trabalho foram a recuperação judicial e a falência.

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho consiste em verificar se as empresas que se apresentam em situação pública de dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados com maior intensidade em comparação com o grupo de controle formado por empresas consideradas saudáveis.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para consecução do objetivo geral desta pesquisa, têm-se os seguintes objetivos específicos:

- a) verificar a existência de associação entre o gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA que se apresentam em situação pública de dificuldades financeiras;

- b) comparar o gerenciamento de resultados das empresas em situação pública de dificuldades financeiras e do grupo de controle formado por empresas saudáveis.

1.4 JUSTIFICATIVAS

Baseado na abordagem oportunística da Teoria Positiva da Contabilidade descrita por Watts e Zimmerman (1986), é possível considerar que os indivíduos atuam buscando a maximização de seu bem-estar. Sob essa perspectiva, o gerenciamento de resultados é motivado pelas possibilidades de transferência de riqueza entre a companhia e a sociedade (custos políticos), entre a companhia e suas fontes de recursos (grau de endividamento), ou entre os próprios administradores e a empresa (planos de compensação).

Desta forma, pode-se afirmar que um dos principais incentivos para o gerenciamento de resultados das informações contábeis é originado dos contratos de dívidas, visando o cumprimento de exigências contratuais em função das dificuldades financeiras existentes nas organizações (OLIVEIRA, 2011). Dessa forma, essa pesquisa se justifica pela possibilidade de analisar empiricamente, dentro do mercado das companhias abertas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA, as práticas de gerenciamento de resultados das empresas em dificuldades financeiras, a fim de contribuir com o fornecimento de informações para melhor tomada de decisões pelos *stakeholders*.

A principal contribuição desta pesquisa é o estudo do gerenciamento de resultados em empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA que se encontram em situação pública de dificuldades financeiras, visto que em estudos anteriores feitos no Brasil sobre o tema (BARROS et al., 2014; COELHO et al., 2015a; COELHO et al.; 2015b; GRAVATÁ, 2013; GRECCO, 2013; LEONE, 2016; MEDEIROS; MOTA; 2016; NARDI; NAKAO, 2009; PEREIRA, 2014; SANTOS; CARVALHO, 2010; SINCERRE et al., 2016) as empresas em dificuldades financeiras não foram destacadas.

1.5 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

O presente estudo está estruturado em cinco capítulos, com subdivisões adequadas a cada tópico explorado. Este primeiro capítulo apresenta o contexto inicial sobre o tema proposto, o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, a justificativa, além da estrutura da dissertação.

O Capítulo 2 corresponde ao Referencial Teórico, no qual são apresentadas as principais referências discutidas no curso da pesquisa, abordando as teorias e demais estudos que formam a base conceitual deste trabalho, sendo que, Dificuldades Financeiras e Gerenciamento de Resultados sob a perspectiva da teoria da Agência foram os principais temas abordados.

O Capítulo 3 refere-se aos Procedimentos Metodológicos adotados para esta pesquisa, sendo apresentada a caracterização da mesma, a população e composição da amostra estudada, as hipóteses propostas, o modelo operacional do estudo, bem como o processo de coleta, tratamento e análise de dados utilizados nesta pesquisa.

O Capítulo 4 corresponde à Análise dos Resultados, compreendendo a apresentação e discussão dos resultados obtidos a partir da aplicação da metodologia proposta anteriormente.

O Capítulo 5 apresenta a Conclusão do trabalho com as considerações finais, além de considerações sobre as limitações encontradas na pesquisa e sugestões para possíveis estudos futuros.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 PROTOCOLO DA REVISÃO DE LITERATURA

Para a revisão da literatura em âmbito nacional, realizou-se uma varredura nos principais periódicos e anais de congressos ligados à Contabilidade, além de uma busca no Portal de Periódicos CAPES, abrangendo o período entre 2007 e 2017. O levantamento foi realizado com foco nos temas Dificuldades Financeiras e Gerenciamento de Resultados. Para tanto, foram utilizadas as seguintes palavras-chave: insolvência; dívida; endividamento; dificuldades financeiras, além de gerenciamento de resultados.

Foram selecionados os periódicos nacionais com Qualis maior ou igual a B2, a fim de encontrar artigos com maior qualidade técnica. Foram eles: BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos; BBR – *Brazilian Business Review*; Contabilidade Vista & Revista; Revista Contabilidade & Finanças; Revista Contemporânea de Contabilidade; Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC); Revista Brasileira de Gestão de Negócios; Revista de Contabilidade e Organizações; Revista Universo Contábil; Contabilidade, Gestão e Governança; Enfoque: Reflexão Contábil. O periódico *Advances in Scientific and Applied Accounting*, apesar de apresentar Qualis B1, não pôde ser incluído na pesquisa, uma vez que não foi possível acessar seu banco de dados devido a problemas técnicos encontrados diversas vezes em seu portal. Foram consultados também os anais do Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração (EnANPAD), do Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (Anpcont), dos Seminários em Administração (SEMEAD) e do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, uma vez que estes são os principais eventos nacionais das áreas de Administração, Contabilidade e Finanças.

Com base no levantamento descrito anteriormente, a pesquisa buscou, inicialmente, por trabalhos que continham no resumo ou dentre as palavras-chave o termo “gerenciamento de resultados”. A partir dos resultados iniciais a busca foi refinada utilizando os termos “dificuldade financeira”, “endividamento”, “dívida” e “insolvência”.

A literatura internacional de referência foi identificada através das bibliografias mais citadas no levantamento feito nas pesquisas nacionais sobre o tema, destacando os trabalhos mais referenciados e também aqueles que serviram de plataforma teórica para o desenvolvimento das discussões. Dessa forma, foi utilizada a técnica de *snowball* como forma de agregar outros estudos, tanto nacionais quanto internacionais, que pudessem contribuir para a revisão da literatura.

2.2 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Um dos temas mais discutidos na literatura internacional tem sido a utilização dos relatórios contábeis nas companhias a fim de distorcer intencionalmente a realidade econômica e financeira das empresas. Os principais autores da área de finanças chamam essas distorções de *earnings management*, que pode ser entendido no Brasil por gerenciamento de resultados (SCHIPPER, 1989; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; HEALY; WAHLEN, 1999; DEGEORGE et al., 1999; DECHOW; SKINNER, 2000; MARTINEZ, 2001; SCOTT, 2003).

Para Healy e Whalen (1999), o gerenciamento de resultados ocorre quando os gestores usam o julgamento em relatórios financeiros e na estruturação de transações para alterar os relatórios contábeis, a fim de enganar os *stakeholders* sobre o desempenho econômico da empresa ou influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contábeis relatados. Watts e Zimmerman (1978) afirmam que a firma é, em sua essência, um agregado de contratos entre as diversas partes, e que o principal papel da contabilidade nesse contexto seria o de fornecer subsídios para um melhor desempenho desses contratos.

Contudo, essas relações contratuais deixam margens para conflitos de interesse entre o principal e o agente, fomentados muitas vezes pela assimetria informacional existente entre as partes. Nesse sentido, os administradores das empresas tendem a ter objetivos diversos dos seus *stakeholders*. Dessa forma, o presente estudo, amparado na Teoria da Agência proposta por Jensen e Meckling (1976), assume que as companhias em dificuldades financeiras tentarão maximizar sua utilidade perante os seus credores e demais partes relacionadas, utilizando-se de procedimentos contábeis a fim de melhorar sua situação financeira e evitar o risco de falência.

Os executivos financeiros, analistas, diretores e investidores acreditam que o resultado contábil é a principal métrica utilizada para avaliação do desempenho pelos agentes econômicos externos à empresa. Contudo, somente os executivos têm o poder para conseguir manejar os resultados econômicos da companhia (SCHIPPER, 1989; DEGEORGE et al., 1999; GRAHAM et al., 2005).

A questão principal sobre o gerenciamento dos resultados surge a partir do conflito de interesses entre as partes relacionadas da empresa (agente e principal), no qual todos os envolvidos no processo têm o interesse na informação contábil. Entretanto, dada a assimetria informacional existente entre as partes, o agente geralmente detém mais conhecimento do que o principal nos assuntos da companhia, o que gera margem para que aquele gerencie os resultados contábeis expropriando a riqueza deste.

Nesse contexto, Healy e Wahlen (1999) afirmam que o gerenciamento de resultados é praticado com o intuito de confundir os acionistas, uma vez que os gestores não acreditam que acionistas possam “desfazer” o gerenciamento de resultados. Isso pode ocorrer porque gestores possuem mais informações sobre o desempenho da empresa, o que torna o gerenciamento de resultados não transparente para investidores externos.

2.2.1 Conceitos

O gerenciamento de resultados é entendido por Schipper (1989) como “uma intervenção proposital no processo de elaboração das demonstrações financeiras externas, com a intenção de obter algum benefício particular”. De forma similar Scott (2003) afirma que o “gerenciamento de resultados é a escolha por um administrador da política contábil de forma que atinja alguns objetivos específicos”.

Healy e Wahlen (1999) destacam que os gestores usam julgamento sobre a informação contábil para alterar as demonstrações financeiras com dois propósitos: “a) para iludir alguns investidores sobre o desempenho econômico da companhia; b) ou para influenciar resultados contratuais que dependam dos números contábeis informados”. Healy e Wahlen (1999) ainda consideram que o gerenciamento de

resultados é uma consequência das ações discricionárias dos administradores para manipular as informações contábeis sobre o desempenho da empresa.

Assim, é possível inferir que os gestores se utilizam da faculdade concedida pela norma na realização de suas escolhas contábeis a fim de maximizarem sua utilidade e, conseqüentemente, tendem a reportar um resultado distinto nos demonstrativos financeiros. De forma corroborativa, Dechow e Skinner (2000) afirmam que o gerenciamento de resultado corresponde a manipulações financeiras que precisam estar dentro dos limites estabelecidos pelos princípios geralmente aceitos. Caso não os respeite é considerado fraude.

2.2.2 Fraude *versus* Gerenciamento de Resultados

Fraude é definida como um ou mais atos intencionais para enganar os *stakeholders* (investidores, credores, governo, dentre outros) e causar a eles perdas financeiras. Em geral, são ações que estão fora das normas contábeis aceitas. No gerenciamento de resultados a escolha das práticas adotadas está de acordo com as normas contábeis vigentes, opera-se dentro dos limites do que prescreve a legislação contábil, nos pontos em que a normas contábeis facultam certa discricionariedade para os gerentes (MARTINEZ, 2001).

Watts e Zimmerman (1986) afirmam que, mantido tudo o mais constante, quanto maior o nível de endividamento da companhia, maior a probabilidade de o gestor da empresa utilizar métodos contábeis que transferem resultados de períodos futuros para o período atual. Este trabalho considera a utilização dos “métodos contábeis”, sugerido por Watts e Zimmerman (1986) como sendo escolha de práticas de contabilidade de acordo com as normas contábeis vigentes, sendo considerada como gerenciamento de resultados e não como fraude.

Com o intuito de diferenciar as práticas contábeis fraudulentas e aquelas que correspondem a gerenciamento de resultados, Martinez (2001) elaborou um quadro exemplificativo adaptado de Dechow e Skinner (2000), apresentado a seguir (Quadro 01):

Quadro 1 - “Gerenciamento” dos resultados Contábeis x Contabilidade Fraudulenta ou Práticas impróprias.

Decisões contábeis "puras"	Decisões com impacto no fluxo de caixa
Gerenciamento dos resultados contábeis	
De acordo com as normas/ princípios contábeis	Práticas aceitáveis
<p style="text-align: center;">Contabilidade "conservadora"</p> <p>a) Reconhecimento muito elevado de provisões; b) Aceleração das despesas de depreciação; c) Reconhecimento de receitas apenas quando da cobrança.</p>	<p style="text-align: center;">Visando reduzir fluxo de caixa líquido</p> <p>a) Retardar vendas; b) Acelerar gastos associados à propaganda e publicidade e P & D; c) Aumentar despesas de natureza não-operacional (banquetes, bingos, doações).</p>
<p style="text-align: center;">Contabilidade "agressiva"</p> <p>a) Evitar ou reduzir o reconhecimento de provisões; b) Reduzir as cotas de depreciação e amortização; c) Reconhecimento de receitas durante a Produção.</p>	<p style="text-align: center;">Visando aumentar fluxo de caixa líquido</p> <p>a) Antecipar ou acelerar as vendas; b) Adiar a realização de despesas necessárias de propaganda & publicidade, treinamento ou P&D; c) Aumentar receitas não-operacionais pela venda de ativos da empresa.</p>
Contabilidade fraudulenta e práticas Inaceitáveis	
Que violam as normas/ princípios contábeis	Práticas inaceitáveis
<p>a) Registrar vendas fictícias; b) Antecipar (documentalmente) a data da realização das vendas; c) Superestimar o estoque pelo registro de inventário fictício.</p>	<p>a) Receber e não efetuar a entrega do produto; b) Não cumprir com os compromissos financeiros; c) Não pagar tributos lançados.</p>

Fonte: Adaptado por Martinez (2001, p. 14).

A partir da análise do Quadro 01, observa-se que pode existir uma discricionariedade no manejo das práticas contábeis por parte dos gestores, contudo, suas escolhas é que determinarão se a empresa está cometendo fraude ou gerenciamento de resultados. Nesse contexto, Martinez (2013) afirma que o

gerenciamento de resultados realizado dentro dos limites das normas contábeis não é considerado fraude.

Diante do eminente risco de cometer ou não fraude contábil, o que leva os executivos ou a própria empresa a gerenciar resultados são os prováveis incentivos que estão inerentes a eles, que acarretariam benefícios próprios ou benefícios para a companhia. Em decorrência disto, este estudo assume que as companhias mais endividadas e em dificuldades financeiras irão gerenciar mais seus resultados a fim de gerar benefícios para empresa, reduzindo o risco de insolvência.

2.2.3 Motivação para o Gerenciamento de Resultados

Segundo Paulo (2007), “os incentivos para a manipulação das informações contábeis são originados da regulamentação, contratos de dívidas, remuneração dos altos executivos, e emissão e negociação de títulos mobiliários”. Healy e Wahlen (1999) destacam três prováveis motivos que incentivam os gestores a gerenciar resultados:

- a) motivações vinculadas ao Mercado de Capitais: o uso generalizado de informações contábeis por investidores e analistas financeiros na avaliação de ações pode criar um incentivo para que os gestores gerenciem os lucros numa tentativa de influenciar o desempenho dos preços das ações em curto prazo;
- b) motivações contratuais: os dados contábeis são usados para ajudar a monitorar e regular as relações contratuais entre as muitas partes interessadas na empresa (*stakeholders*). Exemplos: contratos de remuneração dos gestores utilizados para alinhar os incentivos com os *stakeholders* e contratos de empréstimos com cláusulas restritivas, para limitar as ações dos gestores que beneficiam os *stakeholders* em detrimento dos credores;
- c) motivações regulamentares: os reguladores de contabilidade demonstraram interesse no gerenciamento de resultados para contornar a regulamentação que nela está inserida e lhes gerar benefícios.

Segundo a visão de Stolowy e Breton (2004), o gerenciamento de resultados é motivado pelas possibilidades de transferência de riqueza entre a companhia e a sociedade (custos políticos), fontes de recursos (custo de capital) ou para os próprios

administradores (planos de compensação), sendo que as duas primeiras situações tentam beneficiar a empresa e seus proprietários e a terceira tenta favorecer os próprios gestores.

O presente estudo aborda diretamente o gerenciamento de resultados por meio das motivações contratuais, sob a ótica da hipótese do endividamento na perspectiva oportunística presente da Teoria Positiva da Contabilidade, preconizada por Watts e Zimmerman (1986). A hipótese do endividamento diz que empresas em dificuldades financeiras e com coeficientes de endividamento mais elevados escolhem procedimentos contábeis, de modo a transferir os ganhos de períodos futuros para o período atual. Dessa forma, quanto maior a relação de endividamento, mais suscetível está a empresa às restrições do convênio da dívida (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

No Quadro 2 estão relacionados, de forma não exaustiva, estudos nacionais acerca do gerenciamento de resultados sob o enfoque das motivações contratuais e da hipótese do endividamento da Teoria Positiva da Contabilidade.

Quadro 2 - Pesquisas brasileiras sobre Gerenciamento de Resultados sob o enfoque das motivações contratuais e da hipótese do endividamento

Autor (es)	Principais conclusões
Coelho e Lopes (2007)	Indicou a existência de gerenciamento dos resultados contábeis nas firmas examinadas; contudo não confirmou com significância estatística que tal prática estivesse associada aos níveis de endividamento.
Silva (2008)	Apesar da existência de <i>covenants</i> contábeis nos títulos de dívida emitidos por empresas brasileiras, não existem evidências de significativas mudanças de práticas voluntárias oportunistas para evitar a violação dos <i>covenants</i> contábeis.
Baptista (2008)	Verificou que maiores níveis de <i>accruals</i> podem ser associados a empresas com maior expectativa de crescimento, maior exposição ao risco e menor concentração acionária. Para as

	variáveis: rentabilidade patrimonial, operacional, endividamento e rentabilidade do acionista maiores valores de <i>accruals</i> foram associados tanto a menores como a maiores níveis destas variáveis.
Nardi e Nakao (2009)	Os resultados estatísticos indicaram que há uma relação positiva, na qual quanto maior o gerenciamento de resultados, maior o custo da dívida, ou seja, este é influenciado por aquele.
Santos e Carvalho (2010)	Foram encontrados indícios de que as empresas manipularam seus ganhos aproximadamente dois anos antes de seu fechamento.
Gravatá (2013)	Confirmou que existe impacto do gerenciamento de resultados sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto.
Grecco (2013)	Foram encontradas evidências de que empresas brasileiras maiores e mais endividadas apresentam menor gerenciamento de resultados.
Barros et al. (2014)	Os resultados encontrados dão indícios de que à medida que aumenta a participação de capital de terceiros por decorrência de financiamentos, diminui-se a inclinação da gestão da empresa em praticar o gerenciamento de resultados.
Pereira (2014)	Os resultados não foram significativos estatisticamente para afirmar que o gerenciamento de resultados afeta o endividamento.
Coelho et al. (2015b)	Os resultados evidenciaram relação significativa entre gerenciamento de resultados e maturidade da dívida, apontando que dívidas de curto prazo estão significativa e positivamente relacionadas ao gerenciamento de resultados, e dívidas de

	longo prazo estão significativa e negativamente relacionadas à utilização de <i>accruals</i> discricionários.
Coelho, Barros, Scherer e Colauto (2015a)	Os resultados da correlação e do teste de média corroboram a hipótese de que as empresas em estágios de insolvência possuem maiores incentivos a se envolverem em práticas de gerenciamento de resultados.
Leone (2016)	Foi encontrada relação positiva entre as dívidas financeiras de curto prazo e o gerenciamento de resultados, sugerindo que empresas que possuem maiores níveis de endividamento próximos ao vencimento teriam maior preocupação com os custos de captação.
Medeiros e Mota (2016)	Os resultados encontrados rejeitaram a hipótese de que as companhias abertas brasileiras gerenciam os seus resultados contábeis para reduzir sua a variabilidade quanto maior for seu grau de endividamento.
Sincerre et al. (2016)	Constatou-se que empresas com maiores índices de endividamento, rentabilidade e crescimento de vendas apresentam maiores níveis de gerenciamento de resultados.

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

As contribuições incrementais deste estudo em relação às pesquisas constantes no Quadro 2 estão presentes na segregação das empresas que se apresentaram publicamente em situação de dificuldades financeiras (insolventes) e também na formação de um grupo de controle de empresas saudáveis, uma vez que nos estudos citados no quadro 2 as empresas insolventes e solventes não foram segregadas. Ou seja, este estudo identificou as empresas brasileiras em dificuldades financeiras listadas na BM&FBOVESPA e analisou se elas gerenciavam mais seus resultados em comparação com o grupo de controle formado por empresas saudáveis. Considerou-

se em situação pública de dificuldades financeiras as companhias que renegociaram suas dívidas, pediram recuperação judicial ou decretaram falência.

2.2.4 *Accruals*

Para Martinez (2001), a grande ênfase no gerenciamento dos resultados contábeis dentro das pesquisas pode ser explicada pela importância dada ao lucro do período pelos diversos usuários da Contabilidade e, frequentemente, utilizado como variável essencial no modelo decisório para alocação de recursos pelos investidores.

As principais formas de gerenciamento de resultado abrangem o comportamento discricionário do lucro por meio do uso dos *accruals*. Estes correspondem à diferença entre o lucro contábil de uma empresa e o seu respectivo fluxo de caixa (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995; HEALY, 1985; JONES, 1991; SCHIPPER, 1989; XIONG, 2006).

Este estudo utiliza como *proxy* para o gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários mensurados a partir do modelo modificado de Jones por Dechow et al. (1995). Os *accruals* seriam todas aquelas contas de resultados que entraram no cômputo do lucro, mas não implicam necessariamente movimentação de disponibilidades (MARTINEZ, 2001). Ou seja, correspondem às transações contábeis que não afetaram o fluxo operacional líquido de caixa, mas que compõem o lucro contábil da empresa.

De forma algébrica os *accruals* podem ser representados a partir da seguinte equação:

$$\text{Accruals} = \text{Lucro Contábil} - \text{Fluxo de Caixa Líquido} \quad (1)$$

Essa interferência sobre os números contábeis através dos *accruals* pode ocorrer na escolha do momento do reconhecimento ou na escolha do critério de mensuração contábil (CARDOSO, 2005). Para Paulo (2007), nas pesquisas sobre gerenciamento de resultados os modelos necessitam identificar adequadamente os

accruals discricionários (*discretionary accruals*), que supostamente seriam artificiais e teriam como único objetivo somente manipular o resultado contábil.

Conforme Healy (1985) e DeAngelo (1986), os *accruals* podem ser *non discretionary accruals* (*accruals* não discricionários), que é a parte do lucro que não é gerenciado, e *discretionary accruals* (*accruals* discricionários), que é a parte do lucro que pode ser gerenciado, conforme pode ser observado na equação 2:

$$\text{Accruals totais (TA)} = \text{Accruals não discricionários (NA)} + \text{Accruals discricionários (DA)} \quad (2)$$

Dessa forma, o gestor de uma companhia pode tomar a decisão de aumentar ou diminuir os *accruals* discricionários por motivos alheios à realidade do negócio em benefício próprio ou da empresa. Logo, esses *accruals* discricionários são as *proxies* ou equivalentes do Gerenciamento de Resultado (MARTINEZ, 2008).

A dificuldade na separação dos *accruals* não discricionários e dos *accruals* discricionários deve-se ao fato de nenhum deles ser diretamente observável e, portanto, muitas *proxies* e técnicas de estimação são sugeridas. De forma geral, na literatura sobre gerenciamento de resultados a identificação da parte discricionária e não discricionária dos *accruals* segue o modelo de Jones (1991) ou alguma variante (CUPERTINO, 2010).

Os estudos relacionados ao gerenciamento de resultados normalmente utilizam como *proxy* de gerenciamento os *accruals* discricionários. E os modelos mais utilizados na estimação do gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários são os de Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Kang e Sivaramakrishnan (1995), Dechow, Sloan e Sweeney (1995), Sloan (1996), Ball e Shivakumar (2006).

Também são comuns modelos que utilizam outras metodologias para estimar o gerenciamento de resultados, tais como modelos de distribuição de frequência de resultados, os de estimação de *accruals* não-discricionários específicos e também aqueles que mensuram o alisamento de resultado (*income smoothing*), como por exemplo o modelo de Eckel (1981) e o de Leuz, Nanda e Wisocky (2003).

2.2.5 Modelo Modificado de Jones (1995) para Estimação dos *Accruals* Discricionários

No modelo de Jones Modificado (1995), os *accruals* discricionários são a *proxy* para a estimativa do gerenciamento de resultados, e segundo Dechow et al. (1995), quanto mais distante do zero estiver o resíduo, maior o nível de gerenciamento por parte da empresa. O modelo Modificado de Jones (1995) foi proposto inicialmente por Jones (1991) e posteriormente modificado Dechow, Sloan e Sweeney (1995), o qual estes autores deram o nome de modelo Modificado de Jones por se tratar de uma variação do modelo original feito em 1991 por Jones. No estudo de Dechow et al. (1995), foram testados e comparados cinco modelos diferentes a fim de descobrir qual seria o modelo mais eficaz na detecção do gerenciamento de resultados através dos *accruals* discricionários. Estes autores concluíram que a versão modificada do modelo de Jones foi a que apresentou os melhores resultados na apuração do gerenciamento de resultados nas empresas.

Dechow et al. (1995) modificaram o modelo original de Jones (1991) afirmando que o princípio de que as receitas não podem ser gerenciadas por vezes não é verdadeiro. Uma das justificativas para essa constatação é o fato de que o reconhecimento das receitas é dado pelo regime de competência, e isso cria margem para que os gestores possam exercer certa discricionariedade nos demonstrativos contábeis das empresas, contudo a rubrica 'contas a receber' não apresenta essa discricionariedade aos gestores. Dessa forma, Dechow et al. (1995) deduziram a variação das contas a receber da variação das receitas no modelo modificado de Jones (1995).

Para Paulo (2007), o modelo de Jones Modificado (1995) busca reduzir o incremento nas contas a receber pelas variações das vendas, levando em consideração a possibilidade de manipulação das vendas a prazo. Paulo (2007) afirma ainda, que na maioria dos trabalhos empíricos são utilizados os modelos de Jones Modificado (1995) e Kang e Sivaramakrishnan (1995) – também chamado de modelo KS – para detecção dos *accruals* discricionários, sendo que o modelo de Jones Modificado (1995) tem maior frequência na literatura internacional.

De forma corroborativa, Martinez (2013) afirma que o modelo Jones Modificado juntamente com o modelo KS são os mais populares na estimativa do gerenciamento de resultados por *accruals*. Segundo este autor, o modelo Jones Modificado (1995) busca medir o total dos *accruals* discricionários (correntes e não correntes). Segundo Martinez (2008), o modelo de Jones supõe que os *accruals* não discricionários (NAD) tenham relação de dependência com a variação nos níveis de receitas e nos valores dos ativos imobilizados. Assim, os volumes dos *accruals* correntes necessários dependem da receita, e os *accruals* não correntes (depreciação) dependem do montante do ativo imobilizado. Martinez (2008) ainda detalha em seu trabalho que o modelo deve ser executado por meio de uma regressão múltipla (por séries temporais ou entrecruzadas – *crosssectional*), e posteriormente deve-se utilizar os coeficientes estimados para calcular os *accruals* não-discricionários (NAD), a partir da diferença em relação aos *accruals* totais se computarão os *accruals* discricionários (AD) – *proxy* para o gerenciamento de resultados.

2.2.6 Tipos de Gerenciamento de Resultados

Em relação às práticas de gerenciamento de resultados, Scott (2003) destaca os seguintes padrões que podem ser adotados pelas empresas:

- a) *taking a bath*: esse padrão consiste na diminuição dos resultados correntes ou na divulgação de prejuízos contábeis, normalmente, em períodos de reorganização da empresa ou mudança da cúpula administrativa. A intenção é de que, no primeiro momento, a gestão da empresa reconheça o maior volume de possíveis perdas ainda não evidenciadas, 'limpando' nas demonstrações contábeis para aumentar as probabilidades de divulgação de lucros contábeis no futuro. No segundo momento, a administração começa a evidenciar melhorias no desempenho da empresa, fazendo com que os usuários da informação avaliem a atual gestão como de boa qualidade.
- b) *income minimization* (diminuição dos resultados): semelhante ao *taking a bath*, mas menos extrema. Essa prática é escolhida pelas firmas que são mais politicamente monitoradas, em períodos de alta lucratividade ou mesmo por motivações tributárias.
- c) *income maximization* (maximização dos resultados): busca atingir resultados elevados conforme os interesses dos gestores da empresa, e estão relacionados, normalmente, ao plano de remuneração dos administradores, *debt covenants*, etc.
- d) *income smoothing* (suavização dos resultados): essa forma reduz a volatilidade dos resultados reportados, pois os investidores avessos

ao risco preferem que os lucros sejam estáveis. Além disso, a *income smoothing* pode ser utilizada para apresentar uma persistência de elevação dos lucros (SCOTT, 2003, p. 383).

Martinez (2001) classifica em três tipos as práticas de gerenciamento de resultados: a) *big bath accounting* ou *taking a bath*; b) *income smoothing* e c) *target earnings*. Este último seria a junção do *Income minimization* e do *Income maximization* proposto por Scott (2003), senão vejamos:

Target earnings: gerenciamento dos resultados contábeis para aumentar ou reduzir os lucros. Os resultados são gerenciados de modo a atingir determinadas metas de referência que podem ser acima ou abaixo do resultado do período (MARTINEZ, 2001, p. 43).

Este estudo irá tratar em especial do gerenciamento de resultados por *income maximization* sugerido por Scott (2003) ou *target earnings* conforme evidencia Martinez (2001). Uma vez que, segundo a hipótese do endividamento, as companhias mais endividadas e em dificuldades financeiras estão mais propensas ao gerenciamento de resultados a fim de aumentarem seus lucros. A ideia é que “quanto maior o grau de endividamento, mais sufocada a empresa estará pelas restrições e condições impostas pelos credores” (*debt covenants*). (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

De acordo com a hipótese do grau de endividamento, as empresas com maiores dificuldades financeiras tendem a utilizar práticas contábeis que aumentem seus resultados, com o intuito de cumprirem com os *covenants* (cláusulas contratuais restritivas impostas pelos credores) e minimizar o risco de insolvência. Isso acontece porque tais *covenants* são expressos em termos dos números contábeis.

Para Pereira (2014), as práticas de gerenciamento de resultados podem ser utilizadas pelos gestores na busca da maximização da sua própria utilidade, bem como pode ter a intenção de influenciar a percepção de terceiros interessados no desempenho da empresa, tais como órgãos reguladores, credores, etc. Stolowy e Breton (2004) afirmam que o gerenciamento pode ser feito não apenas para maximizar a utilidade do gestor, mas também para maximizar a riqueza da empresa, restringindo assim o conceito a uma perspectiva puramente oportunista.

2.3 DIFICULDADES FINANCEIRAS

As relações existentes nas organizações – sejam entre sócio e acionista, empresa e credor, empresa e governo, dentre outras – são pautadas por contratos, que podem ser implícitos ou explícitos. De todo modo, cada uma das partes oferece algo para a empresa em troca de algum benefício futuro. Por exemplo: credores emprestam dinheiro para a firma esperando receber juros; fornecedores vendem seus produtos na expectativa de obter seus lucros. Entretanto, quando a organização não cumpre com sua obrigação há uma quebra de contrato, conhecida na literatura contábil como *failure*, e dependendo da situação, a empresa pode ficar insolvente, pedir recuperação judicial ou mesmo decretar falência.

O presente estudo aborda os contratos existentes entre as firmas e os credores, além das demais partes interessadas na solvência da empresa, no intuito de investigar o gerenciamento de resultados nas empresas em dificuldades financeiras. Segundo Armstrong et al. (2010), várias são as partes que têm interesse no valor da firma, dentre elas os credores, que irão se utilizar da informação contábil como forma de garantir o recebimento do seu pagamento além tentar manter a viabilidade das garantias dos empréstimos concedidos, e também os acionistas, que irão buscar informações contábeis sobre a rentabilidade da companhia e sua saúde financeira.

2.3.1 Dificuldades Financeiras *versus* Insolvência

A insolvência ocorre quando uma empresa em dificuldades financeiras se torna incapaz de honrar suas obrigações, seja por falta de fluxo de caixa – quando os recursos operacionais não são suficientes para cobrir as obrigações correntes – quanto contábil – quando o valor dos passivos de uma empresa é superior ao valor dos seus ativos, o que é refletido também no Patrimônio Líquido negativo da companhia (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011). De forma corroborativa, Lev (1978) afirma que o estado de insolvência em empresas em dificuldades financeiras ocorrerá quando a companhia estiver impossibilitada de honrar com seus compromissos financeiros na data de seu vencimento, e também quando o valor de seus ativos for inferior ao dos seus passivos.

Beaver (1966) afirma que existirá insolvência na firma em dificuldades financeiras no momento da existência de contas bancárias descobertas e na decisão por parte da empresa do não pagamento aos seus credores. Também na não realização de distribuição de dividendos aos acionistas preferenciais e, por fim, na decisão pela decretação de falência. Para Kabir (2005), quanto maior a relação de endividamento nas empresas em dificuldades financeiras, mais próxima a empresa estará das restrições do convênio da dívida (*debts covenants*), conseqüentemente, maior é a possibilidade do uso de padrões técnicos, e estes são caros. Assim, as empresas escolhem procedimentos contábeis para tentar minimizar as restrições do convênio ou contrato de dívida.

Este estudo investiga se as empresas em dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados, e para isso utiliza como utiliza como *proxy* de dificuldades financeiras o índice de endividamento, visto que segundo Watts e Zimmerman (1986), as companhias mais endividadas, e conseqüentemente em dificuldades financeiras, estão mais propensas ao gerenciamento de resultados a fim de aumentarem seus lucros, com o intuito de cumprirem com os *covenants* e minimizar o risco de insolvência.

Nas pesquisas sobre insolvência e falência, Mário e Aquino (2004) utilizam os termos *insolvency*, *failure* e *bankruptcy* como sinônimos, destacando apenas pequenas diferenças que são importantes para a correta compreensão e estabelecimento desse fenômeno. Eles afirmam que, enquanto *insolvency* tem significado de estado, *failure* possui significado de ato e *bankruptcy* significado legal, no sentido de um processo jurídico. Insolvência está relacionada como o estado no qual a empresa em dificuldades financeiras encontra-se impossibilitada de cumprir determinado compromisso. No momento em que o ato da quebra de um pagamento ocorre, a empresa incorre em uma quebra contratual (*failure*). A partir de então o credor pode, a seu critério, acionar juridicamente a empresa em um processo de falência (*bankruptcy*) (MÁRIO; AQUINO, 2004).

2.3.2 *Debts Covenants*

Holthausen e Leftwich (1983) afirmam que os convênios de dívida, de modo geral, impõem certas restrições (*covenants*) às atividades das empresas devedoras e também exigem que essas cláusulas restritivas normalmente sejam baseadas em números contábeis. Segundo Christensen e Nikolaev (2012), as cláusulas contratuais restritivas são elementos-chave nos contratos de dívida, uma vez que a partir desses *covenants* é possível reduzir o conflito de agência entre as partes relacionadas. De forma similar, Jensen e Meckling (1976) afirmam que os *covenants* são utilizados pelos credores como forma de restringir o comportamento oportunístico das companhias em dificuldades financeiras.

As restrições dos contratos de dívidas (*covenants*) geralmente estão representadas por uma obrigação, imposta pelo credor, de fazer ou deixar de fazer algo. Dessa forma, os fornecedores de capital monitoram o desempenho das empresas através da informação contábil, estabelecendo cláusulas restritivas nos contratos, que impõem que as companhias sigam uma determinada linha de decisões de investimento e também de financiamento.

De acordo com Watts e Zimmerman (1986), os principais *covenants* contratuais baseadas em informações contábeis são:

- a) Restrições no pagamento de dividendos;
- b) Restrições na emissão de novas ações;
- c) Manutenção do capital de giro;
- d) Restrições sobre investimentos em outras empresas;
- e) Restrições sobre a alienação de ativos; e
- f) Restrições sobre a contratação de novas dívidas.

Watts e Zimmerman (1986) afirmam que na iminência de uma violação de contrato de dívida, pode-se esperar que os gestores das firmas em dificuldades financeiras alterem os procedimentos contábeis a fim de evitá-la. Eles darão preferência a métodos contábeis que aumentam os ativos, reduzem o passivo, aumentam as receitas e diminuem as despesas. Os referidos autores justificam essa afirmação alegando que uma violação técnica de um contrato de dívida é onerosa, e assim os contratos que definem uma violação em termos de números contábeis fornecem aos gestores incentivos para a escolha de práticas contábeis que reduzem a probabilidade de uma violação contratual.

Pode-se observar, então, que quando as empresas estão com maiores dificuldades financeiras, mais endividadas e mais próximas de se tornarem insolventes com a quebra do contrato de dívida, mais elas tendem a gerenciar seus resultados contábeis a fim de não violar as cláusulas contratuais da dívida e se manterem saudáveis. Assim, a partir do modelo econométrico deste estudo tentou-se averiguar se empresas em dificuldades financeiras gerenciam mais seus resultados do que o grupo de controle formado por firmas saudáveis.

Christie (1990), em seus estudos sobre as pesquisas que abordavam a hipótese do grau de endividamento, publicados entre 1978 e 1988, reuniu os resultados de 17 investigações a respeito desse tema. Ele concluiu que quanto maior a alavancagem financeira das empresas, maior a probabilidade de o gestor utilizar de práticas contábeis que aumentem os resultados das companhias.

2.3.3 Entrada em Insolvência

De acordo com Mario e Aquino (2004), a razão pela qual a empresa em dificuldades financeiras entra em estágio de insolvência está quase sempre relacionada à falta de novos fluxos de caixa ou redução de concessão de crédito, que seriam fatores anteriores à identificação da situação problema. A redução do fluxo de caixa futuro da empresa para seus acionistas e demais *stakeholders* justifica a preocupação com a identificação de um ponto no tempo em que venha a ocorrer essa mudança de status.

Este estudo considerou como empresas em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes) aquelas que pediram publicamente a renegociação de suas dívidas, solicitaram recuperação de crédito ou decretaram falência, a fim de analisar se elas gerenciaram seus resultados nos anos que antecederam a entrada em insolvência.

Beaver (1966) conseguiu identificar que é possível com até cinco anos de antecedência prever se uma empresa corre o risco de se tornar insolvente. O referido autor utilizou três índices principais para tentar prever a falência, foram eles: o fluxo de caixa; o retorno dos ativos; e a relação entre o passivo exigível e os ativos totais. Dessa forma, é possível observar que uma empresa em dificuldades financeiras pode

ser considerada como insolvente quando ela não consegue mais quitar seus compromissos à medida que eles ocorrem.

Contudo, os achados de Altman (1968) dizem que as maiores mudanças nos índices contábeis na previsão da insolvência em empresas em dificuldades financeiras ocorrem entre dois e três anos antes da falência. Este autor desenvolveu um dos modelos mais estudados na literatura contábil sobre previsão de insolvência das empresas, conhecido como modelo Z-Score. A equação ou função discriminante final é composta por cinco índices e tem como ponto crítico o zero. Após a aplicação do modelo em sua pesquisa, Altman (1968) chegou à conclusão que os índices mostram maior deterioração quando estão mais próximos do ano da falência. Dessa forma, este estudo utilizou-se dos números contábeis nos dois anos anteriores à entrada da empresa em insolvência, seguindo os achados de Altman (1968).

Kanitz (1978) destaca que “os primeiros sintomas de uma insolvência surgem muito antes que ela se concretize”. Ou seja, é possível observar, até mesmo pelo balanço patrimonial de uma empresa, indícios de que a saúde financeira dela esteja decaindo ano após ano. Conseqüentemente, em um futuro próximo a companhia poderá apresentar sinais de insolvência nas suas demonstrações financeiras.

A partir de então, os dados contábeis se tornam instrumentos úteis na previsão de insolvência, uma vez que os contratos de *bond* e acordos de empréstimos frequentemente usam índices contábeis para restringir as ações dos gestores, conforme afirmam Watts e Zimmerman (1986). A previsão de insolvência irá ajudar os *stakeholders* na garantia de manutenção do seu capital, servindo principalmente aos credores das empresas em dificuldades financeiras na contenção de expropriação de sua riqueza.

Segundo Kanitz (1978), existe a real possibilidade de prever a falência de uma empresa a partir de suas demonstrações financeiras. O referido autor ressalta, porém, que se faz necessário uma correta leitura dos indicadores para que seja possível evidenciar uma provável insolvência da companhia. Um desses indicadores seria o lucro contábil, o qual Watts e Zimmerman (1986) indicam que pode ser um substituto ideal para os fluxos de caixa. Daí então, a informação sobre a extensão da variabilidade dos lucros contábeis com a flutuação nas atividades do negócio poderia suprir a informação sobre o risco da empresa.

Assim, este estudo utiliza a variável de controle Lucro Líquido (LL), que indica se a empresa teve lucro ou prejuízo no exercício, como forma de indicar uma possível insolvência das companhias que apresentem prejuízo e analisar sua influência no gerenciamento de resultados das empresas em dificuldades financeiras.

Beaver, em 1966, já havia testado os índices que melhor conseguiriam prever a insolvência de uma companhia. As evidências apontaram que, nos anos imediatamente anteriores à falência as medidas dos ativos não líquidos (ativos não circulantes) predizem melhor a falência do que as dos ativos líquidos (ativos não circulantes) nas empresas estudadas.

Segundo Kassai e Kassai (1998), a análise de balanços com uso de indicadores contábeis tem se desenvolvido no meio acadêmico graças à integração com a comunidade empresarial. Para os referidos autores, tais análises estão dispostas em grupos que procuram analisar a situação da empresa, e dividem-se em: a) tradicionais, que se preocupam em identificar situação de liquidez, endividamento, rentabilidade e alavancagem, entre outros; e b) preditiva, que é estruturada a partir de uma gama de informações e ponderada de acordo com critérios estatísticos, a exemplo dos modelos de previsão de insolvência.

Este estudo utiliza do grupo de análises tradicionais a partir da variável endividamento (END) para analisar a situação de dificuldade financeira das empresas, conforme metodologia apresentada por Kassai e Kassai (1998), além das variáveis dependentes Lucro Líquido (LL) e Crescimento (CRE).

2.4 Estudos Anteriores: Dificuldades Financeiras *versus* Gerenciamento de Resultados

Este estudo espera encontrar em seus resultados uma associação significativa entre as empresas em dificuldades financeiras e o gerenciamento de resultados. Dessa forma, o presente tópico apresenta algumas evidências empíricas em que gestores de empresas em dificuldades financeiras e pressionadas pela falência tendem a gerenciar seus resultados contábeis com o intuito de influenciar a percepção do mercado acerca da situação econômica da firma.

Estudos internacionais apontam que, apesar da dificuldade financeira das empresas ter sido um tema de interesse de pesquisa por muitos anos, o gerenciamento de resultados por parte de empresas nesse estado tem recebido relativamente pouca atenção (HABIB; BHUIYAN; ISLAM, 2013). Nesse estudo em particular, Habib et al. (2013) desenvolveram sua pesquisa com o objetivo de analisar empiricamente as práticas de gerenciamento de resultados de empresas em dificuldades financeiras, e considerar se essas práticas se alteraram durante a recente crise financeira global. Os autores utilizaram três medidas de dificuldade financeira e acumulações discricionárias para investigar o impacto da dificuldade financeira sobre o gerenciamento de resultados. O estudo concluiu que os gestores das empresas em dificuldades se envolvem mais em práticas de gerenciamento de resultados em comparação com os seus homólogos de firmas saudáveis. O estudo também descobriu algumas evidências do efeito da crise financeira mundial sobre a associação entre dificuldades financeiras e gerenciamento de resultados. Por fim, o artigo mostra evidências de preço de mercado positivo de acumulações discricionárias no período de não crise e uma redução substancial nos coeficientes de preços durante o período de crise financeira global.

Analisando um caso português, Oliveira (2011) realizou sua tese de mestrado verificando a manipulação dos resultados por empresas em dificuldades financeiras. O objetivo do seu trabalho consistiu em investigar se os gestores das empresas portuguesas que enfrentam dificuldades financeiras realizam escolhas contábeis ou adotam outras soluções com o intuito de divulgarem uma imagem da empresa melhor do que a efetivamente existente. Para tanto, o referido trabalho considerou que as empresas com pedidos de recuperação e falência são uma amostra representativa de empresas com dificuldades financeiras. Ademais, nos procedimentos metodológicos utilizou-se uma amostra de controle e comparou-se a informação recolhida através da análise de variáveis e pela estimação de modelos *probit*. Os resultados permitem confirmar que as empresas em dificuldades financeiras manipulam (gerenciam) os resultados de modo mais incisivo dois anos antes da entrada do processo em tribunal com pedidos de recuperação e falência.

Rosner (2003) examinou se as demonstrações financeiras de empresas que estão pressionadas pela falência têm mais probabilidade de apresentar sinais de ganhos substanciais aumentados pelo gerenciamento de resultados do que as de

firmas em situação financeira saudável. Ele supõe, e posteriormente atesta, que nas empresas falidas (*ex post*), diferentemente das saudáveis, as demonstrações financeiras refletem uma grande quantidade de aumento de renda substancial, aumentando as magnitudes dos *accruals* em anos que antecederam a falência em comparação com o que ocorreu com as empresas saudáveis do grupo de controle. A referida autora averiguou 293 firmas já falidas, representando aproximadamente 2.500 observações, utilizando-se de diversos testes paramétricos e não paramétricos para várias combinações de sub amostras. Os resultados apresentaram que em situações de dificuldade financeira e pressionadas pela falência, os gestores praticam o gerenciamento de resultados com a finalidade de aumentar o resultado da empresa.

Rosner (2003) detectou ainda, que as firmas falidas apresentam aumento (material) significativamente maior nas seguintes contas contábeis: recebíveis; inventário; capital próprio, planta e equipamento; vendas; capital de giro líquido; e acréscimos atuais e discricionários nos anos que antecederam a falência. A autora ainda ressalta que as empresas falidas também exibem significativamente mais mudanças negativas nos fluxos de caixa das operações e do caixa líquido e uma maior disparidade entre o lucro líquido baseado no exercício e os fluxos de caixa operacionais do que as empresas de controle.

García Lara, Osma e Neophytou (2009) analisaram a qualidade dos ganhos em firmas falidas no Reino Unido. A amostra foi composta de 268 empresas que decretaram falência no Reino Unido no período de 1998 a 2004. Os autores constataram que o gerenciamento de resultado foi feito de duas maneiras nas empresas: a) por meio dos *accruals*; e b) por decisões operacionais reais que se desviam da prática normal da empresa. Eles demonstram que esses dois tipos de manipulação levam a uma menor confiabilidade de ganhos. Como procedimento de pesquisa utilizam o conservadorismo condicional como *proxy* da confiabilidade, uma vez que a literatura anterior relaciona o conservadorismo contábil condicional para uma melhor governança e resultados econômicos positivos. Os resultados mostram que o conservadorismo condicional diminui substancialmente nos anos anteriores à falha. Para detecção do gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários, o procedimento utilizado foi modelo modificado de Jones (1995). A pesquisa concluiu que as empresas que decretaram falência gerenciaram os seus resultados para cima nos quatro anos anteriores à data da falência. Os autores concluem, ainda, que o

gerenciamento de resultados por *accruals* foi mais utilizado nas empresas que já estavam em situação de falência e com baixa probabilidade de recuperação.

Examinando um contexto econômico familiar na Itália, com foco em entidades pequenas e médias (PME) não listadas na Bolsa de Valores, Bisogno e De Luca (2015) estudaram a relação entre dificuldades financeiras e práticas de gerenciamento de resultados. Eles observaram os demonstrativos contábeis das empresas nos cinco anos que antecederam a falência com o objetivo de analisar se há gerenciamento de resultados por parte da administração quando uma empresa enfrenta dificuldades financeiras. Os autores analisaram as demonstrações contábeis das PME italianas que faliram em 2011, coletando a informação sobre as empresas falidas nas bases de dados oficiais dos principais tribunais italianos (Milão, Roma e Nápoles), além da Câmara de Comércio local. Também foi investigada uma amostra de controle de empresas não falidas dentro da mesma área geográfica e mesmo tipo de indústria. Na metodologia do trabalho foi utilizada uma versão ajustada do modelo Jones Modificado com o objetivo de medir a qualidade dos ganhos e avaliar se as empresas falidas se engajam em práticas de gerenciamento de resultados mais do que suas contrapartes financeiramente mais saudáveis. Os autores constataram que as empresas que passam por dificuldades financeiras dentro do período de cinco anos tendem a manipular suas demonstrações contábeis a fim de retratar um melhor desempenho financeiro. Os autores constataram ainda, que o gerenciamento de resultados costuma ocorrer por meio de receita “inflada” a partir das vendas e ajuda a empresa a manter o financiamento bancário. Os resultados da pesquisa indicam que uma razão importante para o gerenciamento de resultados em empresas não cotadas na Bolsa de Valores é garantir financiamento externo, o que, para empresas italianas, mais comumente representa empréstimos bancários.

Franceschetti (2018), em direção contrária, parte do pressuposto que as pesquisas anteriores sobre como crises financeiras afetam o comportamento do gerenciamento de resultados, disseminaram-se em diferentes cenários com resultados não conclusivos. O referido autor apresenta uma abordagem realista positivista e crítica da questão de pesquisa. Para abordar a ambiguidade nas descobertas na literatura, Franceschetti (2018) utilizou uma abordagem *mainstream*, com os resultados não mostrando suporte estatístico para a hipótese de que a uma crise financeira influencie o gerenciamento de resultados. Os resultados do estudo

indicam que o gerenciamento de resultados não é diferente da pré-crise para os períodos de crise. O estudo argumenta contra a existência de uma lei causal baseada em um modelo de conjunção constante (ou seja, sempre que ocorre uma crise financeira, ocorre a gerência de ganhos) e conclui que a crise financeira não pode ser vista como a causa do gerenciamento de resultados.

Em um estudo realizado no Brasil, Pereira (2014) desenvolveu sua tese de doutoramento fazendo uma análise da prática de gerenciamento de resultados por *income smoothing* sobre o endividamento das empresas abertas. A tese teve como objetivo geral analisar se os gestores praticam o gerenciamento de resultados, quando exercem o poder de julgar e escolher as práticas contábeis, objetivando um determinado endividamento. A amostra foi composta 273 companhias abertas brasileiras não financeiras listadas na BM&FBOVESPA, no período entre 2008 e 2013. Inicialmente foram identificadas as empresas alisadoras e as não alisadoras, conforme a metodologia proposta por Eckel (1981). Em seguida foi calculado o grau de gerenciamento das empresas alisadoras conforme o modelo de Leuz, Nanda e Wisocky (2003). Por fim, procedeu-se a aplicação do modelo de regressão com dados em painel balanceado com efeitos fixos após o teste de Hausman. Os resultados não foram significativos estatisticamente para afirmar que o gerenciamento de resultados por *income smoothing* afeta o endividamento.

Já a pesquisa desenvolvida por Coelho et al. (2015a) teve como objetivo analisar a relação entre gerenciamento de resultados contábeis e os estágios de insolvência em empresas de capital aberto que integram o BRICS no período de 2009-2013. A amostra final consistiu num total de 1.866 empresas. O estudo utilizou o modelo Jones Modificado (1995) para cálculo dos *accruals* discricionários e o modelo de Altman (1993) para classificar a variável insolvência pelas métricas de insolvência por Fluxo e Saldo. Como tratamento estatístico a pesquisa utilizou-se da correlação de Spearman, do teste U de Mann-Whitney e da Regressão com Dados em Painéis para uma amostra balanceada de 9.330 observações. Os resultados da correlação e do teste de média corroboraram a hipótese de que as empresas em estágios de insolvência possuem maiores incentivos a se envolverem em práticas discricionárias. Contudo, a regressão indicou que apenas a insolvência por insuficiência de Fluxo exerce influência estatisticamente significativa no nível de gerenciamento de resultado.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo são apresentados os procedimentos metodológicos adotados para a realização desta pesquisa, que tem como objetivo verificar se as empresas que se apresentam em dificuldades financeiras tendem a gerenciar mais seus resultados contábeis em comparação com o grupo de controle de companhias consideradas saudáveis. Para atender o objetivo proposto, utilizou-se um delineamento descritivo com abordagem quantitativa do problema. Trata-se, por fim, de um estudo empírico-analítico, pois busca medir o impacto do gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras não financeiras em dificuldades financeiras.

Para identificação das empresas em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes) foi aplicada a metodologia adotada no estudo de Jesus (2016), que identificou 61 empresas em três diferentes níveis de insolvência dos anos 2008 a 2016, a saber: 31 empresas em estágio de renegociação de dívida; 25 em estágio de recuperação de crédito; e 6 em falência. Já o presente estudo identificou uma amostra preliminar de 49 empresas em situação pública de dificuldades financeiras entre os anos de 2012 e 2016, sendo: 26 empresas em estágio de renegociação de dívida; 20 em estágio de recuperação de crédito; e 3 em falência.

Foi analisado o gerenciamento de resultados nos dois últimos anos que antecederam a entrada da empresa em situação pública de dificuldades financeiras, chamados neste estudo de $t-1$ e $t-2$. Tal procedimento foi adotado com base em Altman (1968), que considera que as maiores mudanças nos índices que indicam a insolvência ocorrem entre dois e três anos antes. Metodologia similar também foi utilizada por Oliveira (2011), que analisou o gerenciamento de resultados das empresas insolventes em Portugal dois anos antes da entrada no processo de insolvência.

Para a detecção do gerenciamento de resultado nas empresas em dificuldades financeiras foram utilizadas as variáveis do modelo Jones Modificado (1995) através dos *accruals* discricionários. A verificação da existência ou não de uma associação entre gerenciamento de resultado e a dificuldade financeira das empresas foi realizada por meio da análise da regressão de dados em painel, visando à obtenção de repostas sobre a relação entre as variáveis.

3.1 POPULAÇÃO E AMOSTRA

Foram coletados dados contábeis disponíveis no Sistema de Análises de Investimentos Econômica no ano de 2017. Esses dados correspondem ao último ano de divulgação das demonstrações contábeis pelas companhias selecionadas, a fim de prever o gerenciamento de resultados com mais acurácia. Espera-se que as conclusões dessa pesquisa indiquem que os índices de gerenciamento de resultados revelem uma “manipulação” maior dos números contábeis nos dois últimos anos antes da entrada pública em dificuldades financeiras das empresas.

A população deste estudo corresponde às empresas não financeiras de capital aberto com sede no Brasil e com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) durante o período de 2012 a 2016. O ano de 2011 foi utilizado apenas como ponto de partida para obtenção dos resultados dos cálculos do modelo de Jones Modificado (1995), já que esse modelo utiliza dados do ano anterior para obter o resultado do ano que se deseja. Foram excluídas da amostra inicial as empresas pertencentes aos ramos financeiros e de seguros, considerando que suas características peculiares de balanços e a sua regulamentação diferente das demais poderiam distorcer os resultados desta pesquisa. Também foram excluídas da amostra inicial aquelas companhias que continham dados incompletos nos períodos observados, resultando em uma amostra final de 34 empresas em situação pública de dificuldades financeiras, além de um grupo de controle de mais 34 empresas consideradas saudáveis com características de tamanho e setor similares ao grupo principal, conforme critérios indicados por Mar Molinero e Ezzamel (1991).

A definição de eventos de insolvência pode variar de acordo com a inclinação do pesquisador ou de suas condições locais, conforme afirmam Altman e Narayanan (1997). Para composição da amostra desta pesquisa foram consideradas como empresas em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes): a) as companhias que apresentaram eventos de renegociação de suas dívidas junto a credores; b) as companhias que realizaram pedidos recuperação judicial; e c) as companhias que passaram por processos de decretação de falência, propriamente dita, conforme metodologia aplicada no estudo de Jesus (2016).

A partir dessa classificação, foram identificadas as empresas listadas na BM&FBOVESPA que apresentaram algum dos estágios de dificuldades financeiras indicados no parágrafo anterior. Para formação da amostra foi realizado um levantamento nos principais jornais e periódicos especializados no setor financeiro e empresarial que encontram-se em circulação no mercado brasileiro (Diário Comércio, Indústrias e Serviços, Fusões e Aquisições, folha de São Paulo, etc.) , e em sites especializados em dados de dívidas negociadas por meio de debêntures (Valor Econômico, Debêntures, etc.), a fim de identificar as empresas que apresentam eventos de renegociação de suas dívidas (JESUS, 2016). Além disso, consultou-se o sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com o intuito de identificar as empresas em recuperação judicial e que decretaram falência. Por meio deste processo foram identificadas 20 empresas que se encontram em situações públicas de renegociação de suas dívidas nos anos compreendidos entre 2012 e 2016.

Para identificar as demais companhias em dificuldades financeiras, este trabalho considerou as empresas que protocolaram pedido de recuperação judicial e de falência no período compreendido entre os anos de 2012 e 2016. Foram identificadas 14 companhias em situação de recuperação judicial, contudo não foram identificadas empresas falidas. Assim, a amostra final foi composta de 68 empresas, sendo 34 companhias em situação pública de dificuldades financeiras (renegociação de dívidas, recuperação judicial e falência) e um grupo de controle de mais 34 companhias consideradas solventes.

Na composição da amostra foi estabelecido um grupo de controle, com o intuito de permitir comparações entre as empresas em dificuldades financeiras e as saudáveis. As empresas foram pareadas uma a uma respeitando o setor ao qual pertenciam e o seu tamanho, este mensurado pelo valor do ativo total, conforme indica os critérios propostos por Mar Molinero e Ezzamel (1991). Durante o processo de pareamento das empresas em dificuldades financeiras e as consideradas saudáveis, três companhias necessitaram ser pareadas com outras de porte similar, mas de diferentes setores devido à ausência de empresas de porte comparáveis dentro do seu setor, conforme metodologia proposta por Mar Molinero e Ezzamel (1991). São elas: (OSX; OGX e Bombril).

3.2 MÉTODO

Para atingir o objetivo deste trabalho, foram mensurados os resultados por meio da análise de dados em painel, utilizando-se das *proxies* de dificuldades financeiras e gerenciamento de resultados. Esse procedimento foi feito a fim de verificar a associação existente entre as empresas da BM&FBOVESPA que se apresentam em dificuldades financeiras e o gerenciamento de resultados, a partir do modelo de Jones Modificado (1995), e comparar os resultados com o grupo de controle da pesquisa. Assim, esperava-se encontrar associação positiva e significativa entre o gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

Para análise do gerenciamento de resultado foram identificadas as empresas em dificuldades financeiras e suas homólogas solventes, e aplicou-se o modelo de Jones Modificado (1995) sobre os dados contábeis destas. Esse modelo foi proposto inicialmente por Jones (1991) e modificado por Dechow, Sloan e Sweeney (1995). A escolha por este modelo se deu pelo fato dele ser um dos modelos mais populares para detectar o gerenciamento de resultados por *accruals* encontrado na literatura brasileira, sendo um dos mais utilizados nas pesquisas brasileiras sobre gerenciamento de resultados, segundo Martinez (2013). Ademais, este modelo também foi escolhido por apresentar praticidade para organização das variáveis e ser um dos mais utilizados nas pesquisas internacionais, conforme afirma Paulo (2007).

Assim, o modelo de Jones Modificado é descrito por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) da seguinte forma:

$$ACT_{it} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta 1_i \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta 2_i \left(\frac{IMOB_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde,

ACT_{it} são os *accruals* totais da empresa i no ano t ;

AT_{it} é o ativo total da firma i no ano $t-1$;

ΔREC_{it} é a variação da receita bruta da empresa i entre os anos t e $t-1$, ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

ΔCR_{it} é a variação das contas a receber (clientes) da firma i entre os anos t e $t-1$;

$IMOB_{it}$ é o imobilizado da firma i no ano t ;

ε_{it} é o resíduo da regressão para a firma i no ano t .

Na versão modificada do modelo de Jones (1995), tem-se:

$$AD_{it} = \varepsilon_{it} \quad (\text{proxy do gerenciamento de resultados}) \quad (4)$$

No modelo Jones Modificado (1995) os *accruals* totais (ACT) são definidos como a diferença entre o lucro líquido (LL) e fluxo de caixa operacional (FCO). Posteriormente são utilizados os coeficientes estimados na regressão (α_i, β_{1i} e β_{2i}), gerados pelo modelo, para calcular os *accruals* não discricionários (AND), conforme segue:

$$AND_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} [\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}] + \beta_{2i} PPE_{it} \quad (5)$$

Em seguida, o resultado da diferença entre os *accruals* totais (ACT) e os *accruals* não discricionários (AND) resultará na estimativa do valor dos *accruals* discricionários (AD). Dessa forma, para o cálculo dos *accruals* discricionários (AD), são deduzidos os *accruals* não discricionários (AND) dos *accruals* totais (ACT), como segue:

$$\frac{AD_{it}}{AT_{it-1}} = \frac{ACT_{it}}{AT_{it-1}} - \frac{AND_{it}}{AT_{it-1}} \quad (6)$$

Assim, o cálculo dos *accruals* discricionários foi realizado a partir de quatro etapas, conforme o Quadro 5.

Quadro 3 - Etapas para estimação dos *accruals* discricionários

Etapas	Descrições	Equações
1	Encontrar os valores dos <i>accruals</i> totais por meio da abordagem de Balanço Patrimonial. Os <i>accruals</i> totais serão utilizados como variável dependente para a Etapa 2.	$ACT_{it} = \frac{(\Delta ACt - \Delta Dispt) - (\Delta PCt - \Delta Divt) - Deprt}{A_{it} - 1}$
2	Encontrar as estimativas dos coeficientes α , β_1 e β_2 , obtidas por meio do modelo modificado de Jones (DECHOW et al., 1995).	$ACT_{it} = \alpha \left(\frac{1}{A_{it} - 1} \right) + \beta_1 (\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$
3	Combinar os coeficientes estimados na etapa 2 com os parâmetros do modelo Jones Modificado (1995) para estimar os <i>accruals</i> não-discricionários.	$AND_{it} = \alpha \frac{1}{A_{it} - 1} + \beta_1 (\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}) + \beta_2 PPE_{it}$
4	Deduzir os <i>accruals</i> totais encontrados na etapa 1, pelos <i>accruals</i> não-discricionários auferidos na etapa 3, e a diferença são os <i>accruals</i> discricionários pelo modelo Jones Modificado (1995).	$AD_{it} = ACT_{it} - AND_{it}$
<p>Em que</p> <p>ACT_{it} = <i>accruals</i> totais da empresa no período t;</p> <p>AND_{it} = <i>accruals</i> não-discricionários da empresa i no período t;</p> <p>AD_{it} = <i>accruals</i> discricionários da empresa i no período t;</p> <p>ΔACt = variação do ativo corrente (circulante) da empresa no final do período t para o final do período t-1;</p>		

$\Delta Dispt$ = variação das disponibilidades da empresa no final do período t para o final do período t-1;

ΔPCt = variação do passivo corrente (circulante) da empresa no final do período t para o final do período t-1;

$\Delta Divt$ = variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo da empresa no final do período t para o final do período t-1;

$Deprt$ = montante das despesas com depreciação e amortização da empresa durante o período t;

$Ait-1$ = ativos totais da empresa no final do período t-1.

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

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

$PPEit$ = saldos das contas do Ativo Imobilizado empresa i no final do período t, ponderados pelos ativos totais no final do período t-1;

α , β_1 e β_2 = são os coeficientes a serem estimados.

ε_{it} = erro da regressão (resíduos).

Fonte: Adaptado de Munhoz (2015)

As etapas 1, 3 e 4 apresentadas no Quadro 5 foram executadas por meio da substituição de valores nas próprias equações, conforme estudo de Munhoz (2015). Em relação à etapa 2, foi rodada uma regressão linear a fim de encontrar as estimativas dos coeficientes α , β_1 e β_2 . Foi utilizado o valor absoluto dos *accruals* discricionários (DA) a partir do modelo de Jones Modificado para estimar o gerenciamento de resultados. Os dados foram levantados do banco de dados do Economática.

3.3 HIPÓTESES DE PESQUISA

A partir do delineamento apresentado na introdução deste trabalho, com base na Hipótese do Grau de Endividamento da Teoria Positiva da Contabilidade e no modelo de Jones Modificado (1995), e com o intuito de ampliar ambas as discussões

sobre dificuldades financeiras e o gerenciamento de resultados, foi formulada a seguinte hipótese:

H1: Existe associação positiva e significativa entre o gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

3.4 MODELO

Para corroborar ou não com a hipóteses de pesquisa do presente estudo, foi utilizada a técnica de análise de dados em painel, a fim de analisar as associações entre as variáveis de pesquisa. A hipótese foi confrontada com os resultados dos coeficientes angulares estimados a partir do modelo que se segue:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 END_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 CRE_{it} + \beta_4 LL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Em que:

AD_{it} são os *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

END_{it} é o Índice de Endividamento da empresa i no período t .

TAM_{it} é o Tamanho da empresa i no período t ;

CRE_{it} é o grau de Crescimento da empresa i no período t ;

LL_{it} representa o Lucro Líquido da empresa i no período t ;

As variáveis do Modelo, utilizadas nos procedimentos econométricos, foram definidas com base nas evidências encontradas na literatura do referencial teórico desta pesquisa. A variável dependente que se refere ao gerenciamento de resultado das empresas foi representada pelo *accruals* discricionário, a ser mensurado através do modelo de Jones Modificado (1995).

Em relação à hipótese 1 desta pesquisa, foi utilizada a variável do Índice de Endividamento (END), obtida a partir da razão entre o passivo circulante mais o

passivo não circulante sobre o ativo total, como *proxy* para a dificuldade financeira das empresas. Tendo em vista que quanto maior a relação de endividamento das companhias, mais as empresas estarão em dificuldades financeiras e conseqüentemente mais próxima da insolvência (KABIR, 2005; WATTS e ZIMMERMAN, 1986). De forma similar essa *proxy* também fora utilizada para o grupo de controle de firmas saudáveis, tendo em vista que quanto menor a relação de endividamento mais saudável será a empresa e menos precisará gerenciar seus resultados. Assim, espera-se que à medida que as empresas em dificuldades financeiras aumentem a proporção de endividamento, ela também gerencie mais os seus resultados em comparação com seus homólogos solventes.

As demais variáveis utilizadas nesta pesquisa (Tamanho, Crescimento e Lucro Líquido) representam outros fatores que são potenciais determinantes do gerenciamento de resultados, conforme afirma Coelho et al. (2015a). Entretanto, como a principal variável a ser estudada foi o gerenciamento de resultados por meio dos *accruals* discricionários, aquelas variáveis serão inseridas no modelo como variáveis de controle, a fim de verificar a influência dessas no gerenciamento de resultados das empresas.

Conforme Watts e Zimmerman (1990), o tamanho da empresa é utilizado como *proxy* para mensurar os custos políticos. Esses autores demonstram que as grandes empresas têm uma tendência maior para utilizar de procedimentos contábeis para minimizar os seus resultados quando comparado as pequenas empresas. Nesse mesmo sentido o estudo de Richardson (2000), confirma que o tamanho da empresa pode ter uma relação positiva com o gerenciamento de resultados, visto que as empresas maiores tende a ter mais incentivo para reduzir os custos políticos, incentivando dessa maneira o gerenciamento de resultados. Outros autores também testaram a relação entre o tamanho da empresa e o gerenciamento de resultados, dentre eles pode-se citar: Cormier, Houle e Ledoux (2013); Habib, Bhuiyan e Islam (2013), entre outros.

Em relação a variável de controle crescimento (CRE), Hochberg (2012) afirma que as empresas que apresentam maiores índices de crescimento estão mais propensas a terem maiores níveis de *accruals* discricionários e conseqüentemente uma maior margem para o gerenciamento de resultados. Gu, Lee e Rosett (2005) afirmam que uma empresa em crescimento tende a ter maior variabilidade nos

accruals, visto que crescimento virá por meio de financiamento externo ou por resultados operacionais internos da companhia. Esses autores testaram o crescimento como variável de controle para o gerenciamento de resultados e encontraram uma relação positiva entre ambos, ou seja, quanto maior o crescimento mais a empresa tende a gerenciar seus resultados.

Sobre a variável de controle Lucro Líquido (LL), Nardi e Nakao (2009) afirmam que existe uma real necessidade em separar resultados divulgados negativos e positivos, visto que os resultados negativos podem conter mais componentes transitórios do que os lucros, devido ao conservadorismo contábil, sendo que parte desses componentes se deve aos *accruals*. Essa ideia pode estar referenciada na teoria do “*Big Bath Accounting*, que consiste na diminuição dos resultados correntes ou na divulgação de prejuízos contábeis, a fim de aumentar o lucro futuro (Martinez, 2001; Dechow e Dichev, 2002; Scott, 2003). Outros estudos, como os de Habib, Bhuiyan e Islam (2013) e Gu, Lee e Rosett (2005) também encontraram associação significativa entre o gerenciamento de resultados e a variável lucro líquido.

A variável *proxy* para mensurar a dificuldade financeira (END), bem como as demais variáveis de controle a serem utilizadas no presente estudo são apresentadas no Quadro 4.

Quadro 3 - Variáveis de controle

Variável	Sigla	Cálculo	Referências
Tamanho	TAM	Logaritmo do Ativo Total	Watts e Zimmerman (1990); Richardson (2000); Cormier, Houle e Ledoux (2013); Habib, Bhuiyan e Islam (2013); Nardi e Nakao (2009)
Crescimento	CRE	$\frac{\text{Ativo Total}_{it} - \text{Ativo Total}_{it-1}}{\text{Ativo Total}_{it-1}}$	Gu, Lee e Rosett (2005); Hochberg (2012)

Lucro Líquido	LL	Variável <i>dummy</i> codificada em 1 se o Lucro Líquido corrente no ano for negativo, zero caso contrário.	Dechow e Dichev (2002); Habib, Bhuiyan e Islam (2013); Gu, Lee e Rosett (2005); Nardi e Nakao (2009)
Índice de Endividamento	END	(Passivo Circulante + Passivo Não Circulante) / Ativo Total	Watts e Zimmerman (1986)

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

Na literatura encontram-se evidências que gestores de empresas em dificuldades financeiras e pressionados pelo risco de falência tendem a gerenciar resultados contábeis com o objetivo de influenciar a percepção do mercado acerca da viabilidade e credibilidade da empresa (GARCÍA LARA et al., 2009; ROSNER, 2003; SCHWARTZ, 1982; SHARMA; STEVENSON, 1997, apud COELHO et al., 2015a).

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Neste capítulo é apresentada a análise e discussão dos resultados encontrados através da pesquisa. Inicialmente são demonstrados os procedimentos dos cálculos para obter o valor dos *accruals* discricionários – *proxy* do gerenciamento de resultados – obtidas a partir do modelo modificado de Jones (DECHOW et al., 1995). Em seguida são apresentadas as estatísticas descritiva das variáveis presentes na pesquisa, e posteriormente é realizada a análise dos resultados das estatísticas da regressão em dados em painel, a fim de verificar a existência de relação entre gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas comparados com os resultados do grupo de controle.

4.1 ESTIMAÇÃO DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

Conforme Healy (1985) e DeAngelo (1986), os *accruals* totais são divididos em *accruals* não discricionários, que são a parte do lucro que não é gerenciado, e *accruals* discricionários, que são a parte do lucro que pode ser gerenciado, e dessa forma são utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados. O cálculo dos *accruals* discricionários foi realizado a partir de quatro etapas, conforme apresentado no Quadro 5.

A Tabela 1 apresenta os coeficientes estimados pelo modelo modificado de Jones (1995).

Tabela 1 - Coeficientes estimados pelo modelo modificado de Jones (1995)

ACT	Coef.	Std. Err.	T	P> t	[95% Conf. Interval]	
1/AT	5259.751	2134.581	2.46	0.014	1060.015	9459.487
REC	0.1336196	0.0226107	5.91	0.000	0.0891336	0.1781055
PPE	0.0264493	0.0134315	1.97	0.050	0.0000232	0.0528757
_Cons	0.0631192	0.008076	7.82	0.000	0.0472298	0.0790086

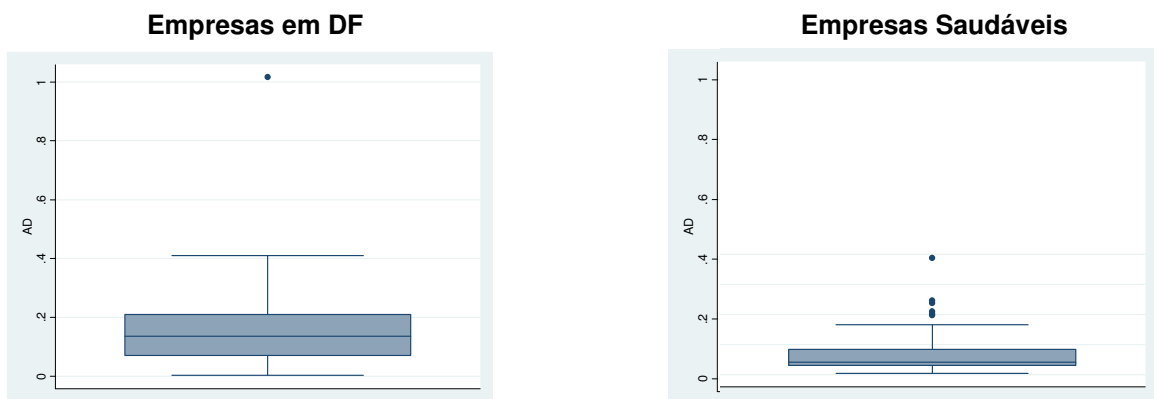
Fonte: Dados da Pesquisa

A partir da Tabela 1 é possível verificar que, em virtude de ser significativa aos níveis de 1% e 5%, constata-se que o modelo proposto está coerente e passível ser utilizado. As variáveis $1/AT_{t-1}$ e PPE_{it} apresentaram-se estatisticamente significantes ao nível de 5%, enquanto a variável ΔREC_{it} demonstrou significância estatística de 1% para explicar o comportamento dos *accruals*.

4.2 ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Nesta etapa são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis presentes na pesquisa para as amostras dos grupos de empresas pesquisadas, utilizando-se como ferramentas o gráfico *boxplot* e a tabela de frequência. Analisando-se inicialmente a variável dependente ‘*accruals* discricionários’, é possível observar (Figura 2) que a mesma apresenta valores exclusivamente positivos. Isto acontece pois foi realizada a conversão das estimações discricionárias em valores absolutos, com o objetivo de utilizar a magnitude dos *accruals* discricionários como indicativo para a extensão em que os gestores exercem a discricionariedade na divulgação dos lucros, visto que quanto maior é o valor dessas estimações, maior é o impacto do gerenciamento de resultado da empresa, conforme sugerem Pereira (2014) e Coelho et al. (2015a).

Figura 1 - Gráfico boxplot da variável dependente *accruals* discricionários

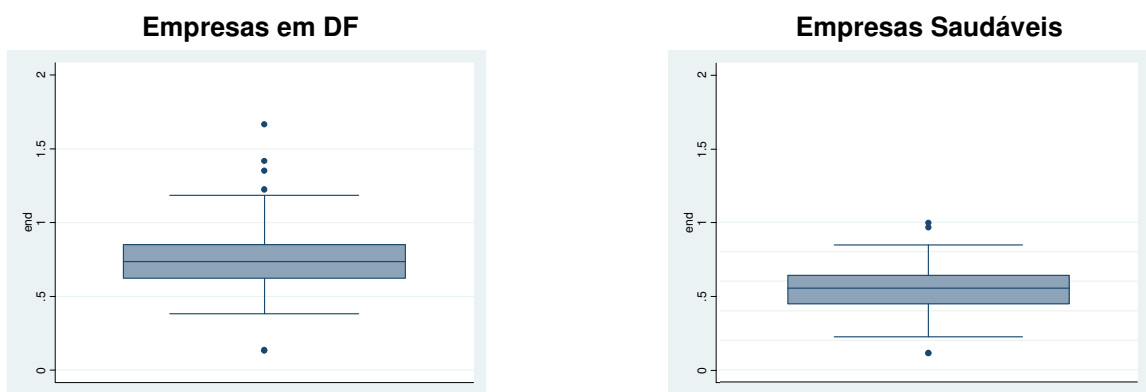


Fonte: Dados da pesquisa (2017)

A partir do gráfico *boxplot* da variável dependente ‘accruals discricionários’ para empresas em dificuldades financeiras (DF) (Figura 2), observa-se que os *accruals* discricionários nestas companhias tiveram uma concentração maior entre o 2º e 3º quartil, apresentando mediana próxima a 0,17. Enquanto nas empresas consideradas saudáveis é possível observar pela distribuição no *boxplot* que houve uma maior concentração também entre o 2º e 3º quartil, levando a mediana a ficar em torno de 0,05. É possível observar também, a partir da Figura 2, que a variável dependente AD, *proxy* do gerenciamento de resultados, apresentou uma maior dispersão em comparação com o grupo de controle de empresas consideradas solventes, demonstrando haver indícios de maior gerenciamento de resultados naquelas em relação a estas, visto que segundo Dechow et al. (1995), quanto mais distante do zero estiver o resíduo, maior o nível de gerenciamento por parte da empresa.

A partir do gráfico *boxplot* da variável ‘endividamento’ observa-se, na Figura 3, que as empresas em dificuldades financeiras (DF) apresentam maiores índices de endividamento em comparação a suas homólogas saudáveis. Observa-se que, no grupo das empresas em dificuldades financeiras, a maior parte delas mantém o endividamento em torno de 74% (mediana). 25% da amostra têm até 60% de endividamento, 50% entre 60 e 88% e 25% endividamento maior que 88%. É possível observar ainda, que a maior parte das empresas em dificuldades financeiras tem endividamento concentrado entre 0 e 1, contudo, parte relevante dessa amostra, cerca de 14%, possui Patrimônio Líquido negativo, indicando que o total de ativos é menor que o total de dívidas.

Figura 2 - Gráfico *boxplot* da variável endividamento

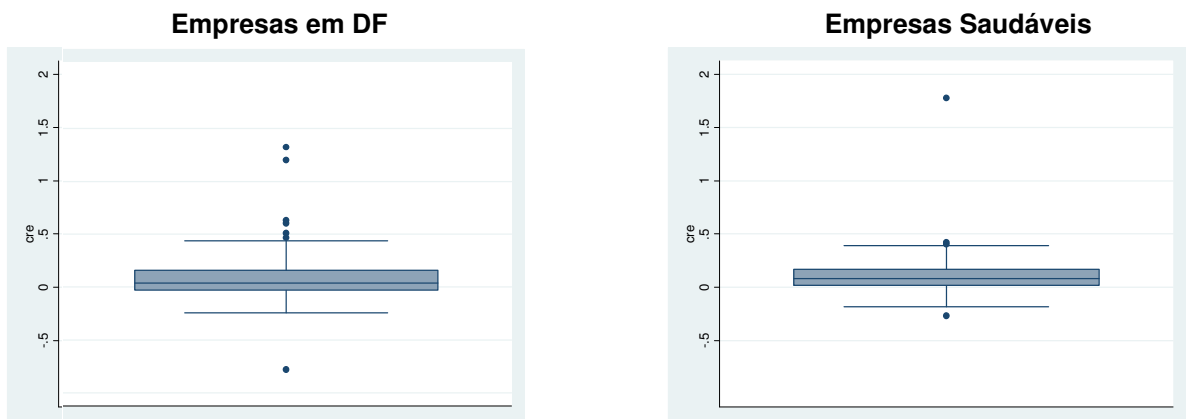


Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Já para o grupo de controle formado por empresas saudáveis, a maior parte tem o endividamento em torno de 58% (mediana). 25% dessas empresas têm até 42% de endividamento, 50% entre 42 e 61% de endividamento e 25% endividamento maior que 61%. E quase a totalidade de sua amostra tem o endividamento não superior a 82%, evidenciando que praticamente nenhuma empresa considerada saudável possui Patrimônio Líquido negativo.

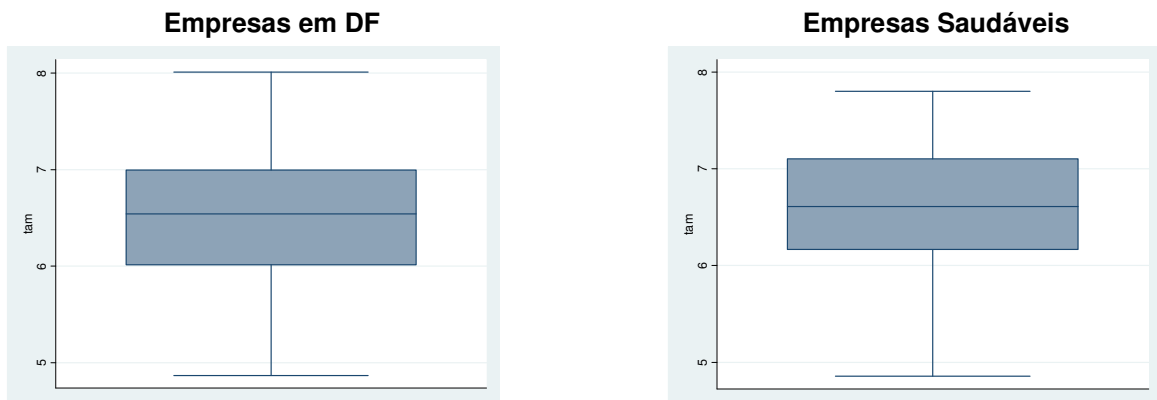
Como se pode verificar na Figura 4, há pouca diferença de variabilidade e do valor mediano da variação média absoluta na comparação da variável 'crescimento', tanto para empresas saudáveis como para empresas em dificuldades financeiras (DF), sendo pequenas as diferenças entre os valores medianos em ambas as amostras.

Figura 3 - Gráfico boxplot da variável crescimento



Fonte: Dados da pesquisa (2017)

De forma similar, na Figura 5 é possível observar por meio da representação gráfica dos dados obtidas pelo *boxplot*, que existem diferenças visualmente pequenas na variável 'tamanho' entre as amostras dos grupos das empresas em dificuldades financeiras (DF) e de seu grupo de controle de firmas saudáveis. Levando a considerar que o crescimento e o tamanho das empresas em dificuldades financeiras e das consideradas saudáveis não apresentam diferenças significativas.

Figura 4 - Gráfico boxplot da variável tamanho

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Segundo Nardi e Nakao (2009), a necessidade de separar resultados divulgados negativos e positivos é que os primeiros podem conter mais componentes transitórios do que os lucros, sendo que parte desses componentes se deve aos *accruals*. Assim, verifica-se a partir da Tabela 2, que cerca de 66,18% das empresas em dificuldades financeiras (DF) apresentou lucro líquido negativo para algum dos anos em análise. No grupo de controle formado pelas companhias saudáveis apenas 17,65% apresentou lucro líquido negativo, enquanto 82,35% apresentou resultado positivo ao final do exercício. Os dados evidenciam que, de modo geral, as empresas consideradas insolventes tendem a apresentar lucro líquido negativo em comparação com o grupo de controle formado por empresas solventes.

Tabela 2 - Tabela de frequência da variável Lucro Líquido

Empresas em DF			Empresas Saudáveis		
<u>Estr</u>	<u>Freq.</u>	<u>Percent.</u>	<u>Estr</u>	<u>Freq.</u>	<u>Percent.</u>
Lucro Líq.			Lucro Líq.		
Positivo (0)	23	33,82 %	Positivo (0)	56	82,35 %
Lucro Líq.			Lucro Líq.		
Negativo (1)	45	66,18%	Negativo (1)	12	17,65%
Total	68	100%	Total	68	100%

Fonte: Dados da Pesquisa (2017)

4.3 ANÁLISE DE DADOS EM PAINEL

Com o intuito de verificar a existência de relação entre gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas, utilizando-se do *software* Stata 12, foi definido o modelo de dados em painel e procedeu-se a etapa de associação das variáveis da pesquisa. As tabelas 3 e 4 apresentam a análise de dados em painel do modelo proposto a fim de mensurar a relação dos *accruals* discricionários, *proxy* para o gerenciamento de resultados, e as demais variáveis do modelo da pesquisa: Tamanho (TAM); Crescimento (CRE); Lucro Líquido (LL); e o Índice de Endividamento (END), este último utilizado como *proxy* para a dificuldade financeira das empresas, uma vez que, segundo Watts e Zimmerman (1986), as empresas mais endividadas e com maiores dificuldades financeiras tendem a utilizar práticas contábeis que aumentem seus resultados. De forma similar a *proxy* END também fora utilizada para o grupo de controle de firmas saudáveis, tendo em vista que quanto menor a relação de endividamento mais saudável será a empresa e menos precisará gerenciar seus resultados. Assim, espera-se que à medida que as empresas em dificuldades financeiras aumentem a proporção de endividamento, ela também gerencie mais os seus resultados em comparação com seus homólogos solventes.

Tabela 3 - Resultado da regressão com dados em painel: empresas em dificuldades financeiras

Empresas em Dificuldades Financeiras				
AD	Coef.	Std. Err.	t	P> t
END	8.734709	3.054978	2.86	0.008
CRE	0.4218366	0.2062529	2.05	0.050
TAM	-20.42105	3.341763	-6.11	0.000
LL	0.908803	0.9739569	0.93	0.358
_Cons	126.6083	22.25186	5.69	0.000

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

Tabela 4 - Resultado da regressão com dados em painel: empresas saudáveis

Empresas Saudáveis				
AD	Coef.	Std. Err.	T	P> t
END	-0.0711634	0.0451314	-1.58	0.120
CRE	0.0368215	0.0087264	4.22	0.000
TAM	-0.0365591	0.012605	-2.90	0.005
LL	-0.047222	0.0230642	-2.05	0.045
_Cons	0.0826446	22.25186	4.20	0.000

Fonte: Dados da pesquisa (2017)

O intuito deste trabalho foi verificar se as empresas em dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados a fim de melhorar sua situação financeira. Dessa maneira, espera-se que o coeficiente do índice de endividamento, *proxy* para a dificuldade financeira, seja estatisticamente significativo e positivo, visto que, segundo a literatura (WATTS; ZIMMERMAN, 1986), as empresas que se encontram em dificuldades financeiras tendem a utilizar de métodos contábeis que aumentem seus resultados.

4.4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir da análise de dados em painel presente na Tabela 2 é possível inferir que a variável END (Índice de Endividamento) apresenta coeficiente positivo e significativo ao nível de 1% para o grupo de empresas em dificuldades financeiras, denotando que o gerenciamento de resultados exerce influência nelas. Em comparação com o grupo de controle de empresas saudáveis, é possível observar a partir da Tabela 3, que a variável END não se apresenta estatisticamente significativa, denotando que o gerenciamento de resultados possa não exercer influência na solvência dessas companhias.

Dessa forma, os achados dessa pesquisa confirmam a hipótese 1 (H1), de que existe associação positiva e significativa entre as empresas da BM&FBovespa que estão em situação pública de dificuldades financeiras (insolventes) e o gerenciamento de resultados, indicando que as companhias que se encontram em algum tipo de dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados de modo a melhorar suas

finanças. Os resultados corroboram, assim, a hipótese do grau de endividamento proposta por Watts e Zimmerman (1986), que pressupõe que as companhias mais endividadas e com maiores dificuldades financeiras tendem a utilizar práticas contábeis que aumentem seus resultados, com o intuito de cumprirem com os *covenants* e minimizar o risco de insolvência.

Em relação às variáveis de controle no grupo de empresas em dificuldades financeiras, observa-se que o gerenciamento de resultados é afetado negativamente pela variável 'Tamanho' e positivamente pela variável 'Crescimento', demonstrando que as empresas consideradas de menor tamanho e as que tiveram maior crescimento tenderam a gerenciar mais seus resultados, conforme aponta as estatísticas significativas aos níveis de 1% e 5%, respectivamente. Tais resultados são consistentes e congruentes com os estudos de Watts e Zimmerman (1990); Cormier, Houle e Ledoux (2013); Habib, Bhuiyan e Islam (2013); Hochberg (2012); Gu, Lee e Rosett (2005); Richardson (2000) e Nardi e Nakao (2009). A variável Lucro Líquido, entretanto, não se mostrou significativa para esse estudo. No grupo de empresas saudáveis todas as variáveis de controle se mostraram estatisticamente significativas aos níveis de 1% e 5%, sugerindo que o gerenciamento de resultados é afetado pelo Tamanho, Crescimento e Lucro Líquido no grupo de controle de empresas financeiramente saudáveis.

Os achados deste trabalho confirmaram as evidências encontradas nos estudos de Habib et al (2013), Olivera (2011), García Lara, Osma e Neophytou (2009), Rosner (2003) e Bisogno e De Luca (2015). Habib et al (2013) analisaram empiricamente as práticas de gerenciamento de resultados de empresas em dificuldades financeiras, e consideraram também se essas práticas se alteraram durante a recente crise financeira global. Os resultados do estudo destes autores concluíram que os gerentes das empresas em dificuldades se envolvem mais em práticas de gerenciamento de resultados diminuindo de rendimento em comparação com os seus homólogos de firmas saudáveis.

Já os achados do trabalho de Oliveira (2011) permitem confirmar que as empresas em dificuldades financeiras manipulam os resultados de modo mais incisivo dois anos antes da entrada do processo em tribunal com pedidos de recuperação, falência ou insolvência. De forma similar, os resultados de Rosner (2003) apresentaram que, em situações de dificuldade financeira e pressionadas pela

falência, os gestores praticam o gerenciamento de resultados com a finalidade de aumentar o resultado da empresa. Esses autores concluíram que as empresas que estão pressionadas pela falência têm mais probabilidade de apresentar sinais de ganhos substanciais aumentados pelo gerenciamento de resultados do que as de firmas em situação financeira saudável.

Bisogno e De Luca (2015) analisaram a relação entre dificuldades financeiras e práticas de Gerenciamento de resultados nas pequenas e médias empresas (PME) italianas não listadas na Bolsa de Valores. Eles constataram que as empresas que passam por dificuldades financeiras dentro do período de cinco anos se engajam em práticas de gerenciamento de resultados mais do que suas contrapartes financeiramente saudáveis com a finalidade de retratar um melhor desempenho financeiro.

Os achados desta pesquisa também corroboraram em parte com o estudo de Coelho et al. (2015a). Esses autores concluíram que os resultados da correlação e do teste de média confirmam a hipótese de que as empresas em estágios de insolvência possuem maiores incentivos a se envolverem em práticas discricionárias. Contudo, a regressão indicou que apenas a insolvência por insuficiência de Fluxo exerce influência estatisticamente significativa no nível de gerenciamento de resultado, diferentemente do que ocorre com a insolvência por insuficiência de Saldo. Contudo, os achados deste trabalho não confirmaram as evidências encontradas no estudo de Pereira (2014) e Franceschetti (2018). Utilizando da aplicação do modelo de Eckel (1983), Pereira (2014) conclui que o gerenciamento de resultados por *income smoothing* não afeta o endividamento das empresas. Já Franceschetti (2018), utilizando uma abordagem *mainstream*, conclui que a crise financeira não pode ser vista como a causa do gerenciamento de resultados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo geral deste trabalho foi verificar se as empresas que se apresentam em dificuldades financeiras tendem a gerenciar mais seus resultados em comparação com o grupo de controle de firmas consideradas saudáveis. Especificamente os objetivos foram:

- a) verificar a existência de associação entre o gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas listadas na BM&FBOVESPA;
- b) comparar o gerenciamento de resultados das empresas em dificuldades financeiras e seu respectivo grupo de controle de empresas solventes.

O padrão de gerenciamento de resultados utilizado neste estudo foi através dos *accruals* discricionários, utilizando-se do modelo modificado de Jones proposto por Dechow et al. (1995), uma vez que as principais formas de gerenciamento de resultado abrangem o comportamento discricionário do lucro através do uso dos *accruals*, conforme afirmam Dechow et al. (1995).

Para se analisar o nível de dificuldade financeira das empresas utilizou-se como *proxy* o índice de endividamento, tendo como base a hipótese do grau de endividamento proposta por Watts e Zimmerman (1986). Para os referidos autores, quanto maior o nível de endividamento e maior a dificuldades financeiras enfrentada pela companhia, maior a probabilidade de o gestor da empresa utilizar métodos contábeis que transferem resultados de períodos futuros para o período atual a fim de minimizar o risco de insolvência.

Segundo Altman (2006), insolvência está relacionada a um desempenho negativo da empresa quando esta não consegue mais cumprir suas obrigações correntes, significando uma falta de liquidez que pode ser temporária ou permanente e que pode levar à falência. Assim, as empresas que se encontram nessa situação pública de em dificuldades financeiras (insolvência) podem utilizar-se de práticas contábeis para maximizar sua utilidade e tentar melhorar sua situação perante as partes interessadas nos resultados da empresa, como os acionistas, credores e governo, conforme prevê a teoria do agente.

Dessa forma, foram identificadas as empresas listadas na BM&FBovespa que se apresentaram em situação pública de dificuldades financeiras entre os anos de 2012 a 2016 e suas respectivas homólogas financeiramente saudáveis de mesmo porte e setor, conforme critérios indicados por Mar-Molinero e Ezzamel (1991), a fim de formar o grupo de controle. Por fim, verificou-se a existência de associação do gerenciamento de resultados das empresas em dificuldades financeiras em comparação com o grupo de controle desta pesquisa, utilizando-se da regressão por dados em painel.

Conforme esperado, a hipótese 1 deste trabalho foi confirmada, assumindo-se que existe associação positiva e significativa, ao nível de 1%, entre o gerenciamento de resultados e a dificuldade financeira das empresas listadas na BM&FBovespa, conforme os resultados apresentados na Tabela 8 e em comparação com o grupo de controle de empresas saudáveis que não apresentou significância para o mesmo caso, conforme Tabela 9. Reforçando assim, a Hipótese do Grau de Endividamento proposta por Watts e Zimmerman (1986) e confirmando as evidências encontradas nos trabalhos de Habib et al. (2013), Olivera (2011), García Lara, Osma e Neophytou (2009), Rosner (2003) e Bisogno e De Luca (2015).

A principal contribuição da presente pesquisa está no destaque que este trabalho faz em relação às empresas que estão publicamente em estado de dificuldades financeiras (insolventes). Este estudo identificou as companhias insolventes listadas na BM&FBovespa e analisou se elas gerenciavam seus resultados em comparação com o grupo de controle de firmas com situação financeira saudável. Uma das limitações deste estudo foi o tamanho da amostra da pesquisa: 68 companhias, sendo 34 empresas insolventes e 34 solventes. Sugere-se para pesquisas futuras a ampliação da amostra a fim de se confirmar ou não os resultados encontrados neste trabalho. Sugere-se também a utilização de diferentes *proxies* de mensuração do gerenciamento de resultados, como por exemplo o modelo proposto por Kang e Sivaramakrishnan (1995), ou até mesmo por outras modalidades, como o modelo de Eckel (1981) e o de Leuz, Nanda e Wisocky (2003), que mensuram o gerenciamento de resultados por *income smoothing*.

REFERÊNCIAS

ALTMAN, Edward I. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. **The journal of finance**. v.23, n.4, p.589-609, sept. 1968.

ALTMAN, Edward I. Why businesses fail. **Journal of Business Strategy**. v. 3, n. 4, p.15-21, 1983.

ALTMAN, Edward. I.; BAIDYA, Tara. K. N.; DIAS, Luiz Manoel R. Previsão de problemas financeiros em Eepresas. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 19, n. 1, p.17-28, jan-mar. 1979.

ALTMAN, Edward I.; NARAYANAN, Paul. Business failure classification models: Na International Survey. In: CHOI, Frederick. (Ed.), **International Accounting**, 2 ed. New York: Wiley, 1997.

ALTMAN, Edward I. Default recovery rates and LGD in credit risk modeling and practice: an updated review of the literature and empirical evidence. **New York University, Stern School of Business**, 2006.

ARMSTRONG, Christopher S. et al. Market reaction to the adoption of IFRS in Europe. **The accounting review**, v. 85, n. 1, p. 31-61, jan. 2010.

BAIRD, Douglas G. The uneasy case for corporate reorganizations. **The Journal of Legal Studies**, v. 15, n. 1, p. 127-147, jan. 1986.

BALL, Ray; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. The role of accruals in asymmetrically timely gain and loss recognition. **Journal of Accounting Research**, v. 44, n. 2, p. 207-242, feb. 2006.

BAPTISTA, Evelyn Maria Boia. **Análise do perfil das empresas brasileiras segundo o nível de gerenciamento de resultados**. 302 f. 2008. Tese (Doutorado) – Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2008.

BARROS, Marcelo Edwards et al. Gerenciamento de resultados e alavancagem financeira em empresas brasileiras de capital aberto. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 1, ago. 2014.

BEAVER, William H. Financial ratios as predictors of failure. **Journal of Accounting Research**, p. 71-111, 1966.

BISOGNO, Marco; DE LUCA, Roberto. Financial distress and earnings manipulation: evidence from Italian SMEs. **Journal of Accounting and Finance**. v. 4, n. 1, p. 42-51, apr. 2015.

CARDOSO, Ricardo Lopes. **Regulação econômica e escolhas de práticas contábeis**: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro. 162 f. 2005. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005

CHARAN, Ram; USEEM, Jerry; HARRINGTON, A. Why companies fail CEOs offer every excuse but the right one: their own errors. Here are ten mistakes to avoid. **Fortune-European Edition**, v.145, p.36-46, may. 2002.

CHRISTENSEN, Hans B.; NIKOLAEV, Valeri V. Capital versus performance covenants in debt contracts. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 1, p. 75-116, jan. 2012.

CHRISTIE, Andrew A. Aggregation of test statistics: an evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses. **Journal of accounting and economics**, v. 12, n. 1-3, p. 15-36, jan. 1990.

COELHO, Antonio Carlos Dias; LOPES, Alexandro Broedel. Avaliação da prática de gerenciamento de resultados na apuração de lucro por companhias abertas brasileiras conforme seu grau de alavancagem financeira. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. SPE2, p. 121-144, 2007.

COELHO, Everton Galhoti et al. Gerenciamento de resultados e insolvência: estudo em companhias abertas dos países BRICS. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 18.;2015. **Anais**. São Paulo, SEMEAD, 2015a.

COELHO, Everton Galhoti et al. Maturidade da dívida e a relação com o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto. In: Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, 29.;2015, **Anais**. Belo Horizonte, ENANPAD, 2015b.

CORMIER, Denis; HOULE, Sylvain; LEDOUX, Marie-Josée. The incidence of earnings management on information asymmetry in an uncertain environment: some Canadian evidence. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 22, n. 1, p. 26-38, 2013.

CUPERTINO, Cesar Medeiros. **Anomalia dos accruals no Mercado Brasileiro de Capitais**. 195 f. 2010. Tese (Doutorado) – Centro Tecnológico, Universidade Federal de Santa Catarina, 2010.

CVM - Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 11 jul. 2017.

DEANGELO, Linda Elizabeth. Accounting numbers as market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stockholders. **Accounting Review**, p. 400-420, 1986.

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Iliya D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The accounting review**, v. 77, n. s-1, p. 35-59, 2002.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v. 14, n. 2, p. 235-250, jun. 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Detecting earnings management. **Accounting Review**, p. 193-225, 1995.

DEGEORGE, Francois; PATEL, Jayendu; ZECKHAUSER, Richard. Earnings management to exceed thresholds. **The Journal of Business**, v. 72, n. 1, p. 1-33, jan.1999.

DIAS FILHO, José Maria; MACHADO, Luiz Henrique Baptista. Abordagens da pesquisa em contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coord.). **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, p. 15-69, 2004.

ECKEL, N. The income smoothing hypothesis revisited. **Abacus**, v.17 n.1, p. 28-40, jun.1981.

ELISABETSKY, Roberto. **Um modelo matemático para decisões de crédito no banco comercial**. 189 f. 1976. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1976.

FRANCESCHETTI, Bruno Maria. Does financial crisis cause Earnings management? In: **Financial Crises and Earnings Management Behavior**. Springer, Cham, 2018. p. 119-161.

GARCÍA LARA, Juan Manuel; OSMA, Beatriz García; NEOPHYTOU, Evi. Earnings quality in ex-post failed firms. **Accounting and Business Research**, v. 39, n. 2, p. 119-138, dec. 2009.

GIMENES, Régio Marcio Toesca; URIBE-OPAZO, Miguel A. Modelos multivariantes para a previsão de insolvência em cooperativas agropecuárias: uma comparação entre a análise discriminante e a análise de probabilidade condicional - LOGIT. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 08, n. 3, jul/set. 2001.

GRAHAM, John R.; et al. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**. New York: v. 40, n.1-3, p.3-73, dec. 2005.

GRAVATÁ, R. S. **Influência do gerenciamento de resultados no custo da dívida de empresas abertas brasileiras**. 41 f. 2013. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, 2013.

GRECCO, Marta Cristina Pelucio. O Efeito da convergência brasileira às IFRS no gerenciamento de resultados das empresas abertas brasileiras não financeiras. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 117-140, oct/dec. 2013.

GU, Zhaoyang; LEE, Chi-Wen Jevons; ROSETT, Joshua G. What determines the variability of accounting accruals? **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 24, n. 3, p. 313-334, may. 2005.

HABIB, Ahsan; UDDIN BHUIYAN, Borhan; ISLAM, Ainul. Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. **Managerial Finance**, v. 39, n. 2, p. 155-180, 2013.

HEALY, Paul M. WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**. Sarasota: v. 13, n.4, p.365-383, dec. 1999.

HEALY, Paul. M. The effect of bonus schemes of accounting decisions. **Journal of Accounting & Economics**. Rochester, 7, p. 85-107, 1985.

Hochberg, Yael V. Venture Capital and Corporate Governance in the Newly Public Firm. **Review of Finance**, v. 16, n. 2, 429-480. 2012.

HOLTHAUSEN, Robert W.; LEFTWICH, Richard W. The economic consequences of a counting choice implications of costly contracting and monitoring. **Journal of Accounting and Economics**. v. 5, p. 77-117, 1983.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, oct. 1976.

JESUS, Cassio Viana de. **Variáveis discriminantes para inferência da insolvência de empresas brasileiras: um estudo para o período de 2008 a 2016**. 117 f. 2016. (Dissertação) – Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, p. 193-228, 1991.

JUPETIPE, Fernanda Karoliny Nascimento. Custos de falência da legislação falimentar brasileira. 78 f. 2014. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

KABIR, Humayun. **Positive accounting theory, science and the controversies**. Department of Accounting & Information Systems. University of Dhaka. 2005.

KANG, Sok-Hyon; SIVARAMAKRISHNAN, K. Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. **Journal of accounting Research**, p. 353-367, 1995.

KANITZ, Stephen Charles. Como prever falências. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1978.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Silvia. Desvendando o termômetro de insolvência de Kanitz. In: Encontro da Associação Nacional de Pós Graduação e Pesquisa em Administração, 22.;1998, **Anais**. Foz do Iguaçu, ENANPAD, 1998

LARA, Juan Manuel García; OSMA, Beatriz García; NEOPHYTOU, Evi. Earnings quality in ex-post failed firms. **Accounting and Business Research**, v. 39, n. 2, p. 119-138, 2009.

LEONE, Fátima Penha. **O gerenciamento de resultados e sua relação com o endividamento de empresas brasileiras de capital aberto**. 86 f. 2016. Dissertação (Mestrado) – Universidade Metodista de São Paulo, São Bernardo do Campo, 2016.

LEUZ, Christian; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D. Earnings management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics**, v. 69, n. 3, p. 505-527, sep. 2003.

LEV, Baruch. **Análisis de estados financieros**: um nuevo enfoque. Madrid: ESIC, 1978.

LOPES, Alexandro Broedel. Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel. (Coord.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

MAR-MOLINERO, Clare; EZZAMEL, M. Mahmoud. Multidimensional scaling applied to company failure. **Omega**, v.19, n.4, p. 259-74, 1991.

MÁRIO, Poueri do Carmo. **O fenômeno da falência**: análise das causas. 2005. Tese (Doutorado). – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

MÁRIO, Poueri do Carmo; AQUINO, André Carlo B. de. Falências. In.: LOPES, Alexandro B; IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 187-232.

MARTINEZ, Antonio Lopo. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 166 f. 2001. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. **Revista Contabilidade e Finanças**, USP, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.

MARTINEZ, Antonio Lopo. Gerenciamento de resultados no Brasil: um *survey* da literatura. **BBR-Brazilian Business Review**, v. 10, n. 4, p. 1-31, out/dez. 2013.

MATIAS, Alberto Borges. **Contribuição às técnicas de análise financeira: um modelo de concessão de crédito**. 100 f. 1978. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo. 1978.

MEDEIROS, Jislene Trindade; MOTA, Renato Henrique Gurgel. **Análise da Influência do** Endividamento na Suavização de Resultados das Empresas Listadas na Bm&FBovespa. In: Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis, 10.,2016, **Anais**. Ribeirão Preto ANPCONT, 2016.

MUNHOZ, Tayrine Rodrigues. **Gerenciamento de resultados em cooperativas agropecuárias do estado Paraná**. 87 f. 2015. Dissertação (Mestrado). 2015. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2015.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; NAKAO, Silvio Hiroshi. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 77-100, dez. 2009.

OHLSON, James Arvid. Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. **Journal of Accounting Research**, v.18, p.109-31, 1980.

OLIVEIRA, Margarida Mora. **Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um Caso Português**. 104 f. 2011. Dissertação (Mestrado). Universidade do Porto, Portugal. 2011.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados**. 268 f. 2007. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEREIRA, Ana Cristina. **Análise da prática do alisamento de resultados sobre o endividamento das empresas abertas após o processo de convergência às IFRS**. 99 f. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2014.

RICHARDSON, Vernon J. Information asymmetry and earnings management: some evidence. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 15, p. 325-347, 2000.

ROSNER, Rebecca L. Earnings manipulation in failing firms. **Contemporary accounting research**, v. 20, n. 2, p. 361-408, jun. 2003.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira** – Corporate Finance, 2 ed, São Paulo: Atlas, 2011.

SANTOS, Isabela Travaglia; DE CARVALHO, Antonio Gledson. Gerenciamento de resultados em fechamento de capital. In: Meeting of the Brazilian Econometric Society. 32., 2010, **Anais**. Salvador, SBE, 2010.

SCHIPPER, Katherine. Commentary on earnings management. **Accounting horizons**, v. 3, n. 4, p. 91-102, 1989.

SCOTT, William R. **Financial accounting theory**. 3 ed. Toronto: Prentice Hall, 2003.

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. **Escolha de Práticas Contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos *covenants* contratuais**. 158 f. 2008. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

SILVA, José P. da. **Modelos para classificação de empresas com vistas à concessão de crédito**. 1982. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 1982.

SILVA, Júlio Orestes da. et al. Capacidade Preditiva de Modelos de Insolvência com Base em Números Contábeis e Dados Descritivos. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade. REPeC**, Brasília, v. 6, n. 3, art. 2, p. 246-261, jul./set. 2012.

SINCERRE, Bianca Piloto et al. Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 27, n. 72, p. 291-305, set-nov. 2016.

SLOAN, Richard. G. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings? **The Accounting Review**, v. 71, n 3, p. 289-315, jul. 1996.

STOLOWY, Herve; BRETON, Gaetan. Accounts manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. **Review of Accounting and Finance**. East Yorkshire, v. 3, n. 1, p. 5-66, 2004.

SUNDER, Shyam; CYERT, Richard M. **Theory of accounting and control**. South-Western College Pub., 1997.

WATTS, Ross L. Conservatism in accounting part I: Explanations and implications. **Accounting Horizons**, v. 17, n. 3, p. 207-221, 2003.

WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive Accounting Theory**. New Jersey: Englewood Cliffs, 1986.

WATTS, Ross L., ZIMMERMAN, Jerold L. Positive accounting theory: a ten-year perspective. **Accounting review**, 131-156, jan. 1990.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **Accounting Review**, p. 112-134, jan. 1978.

WAGENHOFER, Alfred. Accounting and economics: what we learn from analytical models in financial accounting and reporting. **The Economics and Politics of Accounting**, p. 5-31, 2004.

WRUCK, Karen Hopper. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. **Journal of Financial Economics**, v. 27, n. 2, p. 419-444, oct. 1990.

XIONG, Yan. Earnings management and its measurement: a theoretical perspective. **The Journal of American Academy of Business**, v. 9, n. 2, p. 214-219, 2006.

APÊNDICE A - Lista de empresas em estágio de Renegociação de suas Dívidas

Nº	Empresa	Subsetor	Setor
1	Bombril	Farmacêutico e Higiene	Consumo
2	BR Pharma	Farmacêutico e Higiene	Consumo
3	Celulose Irani Cia	Papel e Celulose	Utilidade, Energia e Extração
4	Siderúrgica Nacional	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia
5	Contax	Telecomunicações	Consumo
6	General Shopping	Comércio (Atacado e Varejo)	Consumo
7	Gol	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
8	INVEPAR	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
9	lochpe- Maxion	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Industrial e Metalurgia
10	JSL LOG	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
11	Light	Energia Elétrica	Utilidade, Energia e Extração
12	Log in	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
13	OI	Telecomunicações	Consumo
14	PDG	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Industrial e Metalurgia
15	Plascar	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Industrial e Metalurgia
16	Prumo Logística	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
17	Renova	Energia Elétrica	Utilidade, Energia e Extração
18	Rossi	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Industrial e Metalurgia
19	Rumo Logística	Serviços Transporte e Logística	Utilidade, Energia e Extração
20	Usiminas	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia

Fonte: Adaptado de Jesus, 2016.

APÊNDICE B - Lista de empresas em estágio de Recuperação Judicial

Nº	Empresa	Subsetor	Setor
1	Celipa	Energia Elétrica	Utilidade, Energia e Extração
2	Clarion	Agricultura (Açúcar, Álcool e Cana)	Utilidade, Energia e Extração
3	Eneva	Energia Elétrica	Utilidade, Energia e Extração
4	Fibam	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia
5	GPC Participações	Petroquímicos e Borracha	Utilidade, Energia e Extração
6	Inepar	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Industrial e Metalurgia
7	Mangels	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia
8	Metalúrgica Duque	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia
9	OGX	Petróleo e Gás	Utilidade, Energia e Extração
10	OSX	Petróleo e Gás	Utilidade, Energia e Extração
11	Rede Energia	Energia Elétrica	Utilidade, Energia e Extração
12	Sultepa	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Industrial e Metalurgia
13	Tecnosolo	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Industrial e Metalurgia
14	Wetzel	Metalurgia e Siderurgia	Industrial e Metalurgia

Fonte: Adaptado de Jesus, 2016.

APÊNDICE C - Lista de empresas em Dificuldades Financeira (DF) e Saudáveis

Empresas em DF	Setor	Empresas Saudáveis	Setor
General Shopping	Comércio (Atacado e Varejo)	Aliansce Shopping	Comércio (Atacado e Varejo)
Eneva	Energia Elétrica	Alupar	Energia Elétrica
INVEPAR	Serviços Transporte e Logística	CCR	Serviços Transporte e Logística
Light	Energia Elétrica	Cemig Distribuição	Energia Elétrica
Usiminas	Metalurgia e Siderurgia	Cosan Ind e Com	Agricultura (Açúcar, Alcool e Cana)
Rumo Logística	Serviços Transporte e Logística	Cosan Logística	Serviços Transporte e Logística
Renova	Energia Elétrica	CPFL renováveis	Energia Elétrica
Log in	Serviços Transporte e Logística	CVC Brasil	Serviços Transporte e Logística
PDG	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Cyrela	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração
Gol	Serviços Transporte e Logística	Ecorodovias	Serviços Transporte e Logística
Bombril	Farmacêutico e Higiene	Elekeiroz	Químicos
OGX	Petróleo e Gás	Embraer	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças
Celipa	Energia Elétrica	Equatorial	Energia Elétrica
Plascar Cia	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Fras-le S.A.	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças
Siderúrgica Nacional	Metalurgia e Siderurgia	Gerdau	Metalurgia e Siderurgia
Rossi	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Helbor	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração
Inepar	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Marcopolo	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças
Celulose Irani	Papel e Celulose	Melhor SP	Papel e Celulose
Fibam	Metalurgia e Siderurgia	Metal Iguaçu	Metalurgia e Siderurgia
Metalúrgica Duque	Metalurgia e Siderurgia	Metal Riosulense	Metalurgia e Siderurgia

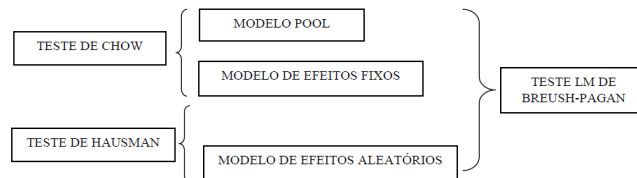
Sultepa	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Mills Engenharia	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração
JSL LOG	Serviços Transporte e Logística	MRSLog	Serviços Transporte e Logística
Rede Energia	Energia Elétrica	Neoenergia	Energia Elétrica
BR Pharma	Farmacêutico e Higiene	Raia Drogasil	Farmacêutico e Higiene
Mangels	Metalurgia e Siderurgia	Schulz	Metalurgia e Siderurgia
Tecnosolo	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração	Springer	Construção Civil, Mat. Constr. e Decoração
Wetzel	Metalurgia e Siderurgia	Tekno	Metalurgia e Siderurgia
OI	Telecomunicações	Tim Part	Telecomunicações
Contax	Telecomunicações	Totvs	Telecomunicações
GPC			
Participações	Petroquímicos e Borracha	Unipar	Petroquímicos e Borracha
Clarion	Agricultura (Açúcar, Álcool e Cana)	Usina Costa Pinto	Agricultura (Açúcar, Álcool e Cana)
OSX	Petróleo e Gás	WEG	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças
lochpe- Maxion	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças	Whirlpool	Máquinas, Equipamentos, Veículos e Peças
Prumo Logística	Serviços Transporte e Logística	Wilson Sons	Serviços Transporte e Logística

Fonte: Adaptado de Jesus, 2016.

APÊNDICE D – Testes para definição do modelo de dados em painel

Por fim, são apresentados os testes utilizados na definição do modelo de dados em painel. Para tanto, foi rodado a regressão com dados em painel para o modelo de efeitos fixos, para o modelo de efeitos aleatórios e para o *pooled*. A fim de analisar qual dentre os modelos citados seria o mais apropriado para este estudo, foi aplicado o teste de Chow, de Hausman e de Bruesch Pagan. Conforme pode ser observado na Figura 5.

Figura 5 - Testes para escolha entre os modelos de dados em painel



Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

O teste Chow foi aplicado no grupo de empresas em dificuldades financeiras (insolventes) para verificar se era preferível H_0 : modelo restrito (*pooled*) ou H_1 : modelo irrestrito (efeitos fixos). É possível observar na Tabela 5, a partir da estatística da indicação do teste F da estimativa de efeitos fixos, bem como seu respectivo p-valor, que o modelo de efeitos fixos é melhor que o de *pooled*, uma vez que a hipótese nula não foi confirmada neste teste.

Tabela 5 - Teste de Chow: empresas em dificuldades financeiras

Teste de Chow	
F (33,30) = 3.83	Prob > F = 0.0002

Fonte: Dados da Pesquisa

O mesmo procedimento foi realizado para o grupo de controle de firmas saudáveis. Os resultados do teste de Chow apontaram que o modelo *pooled* é melhor que o de efeitos fixos, uma vez que a hipótese nula foi confirmada neste teste, conforme pode ser observado na Tabela 6.

Tabela 6– Teste de Chow: empresas saudáveis

Teste de Chow	
F (33,30) = 1.60	Prob > F = 0.0988

Fonte: Dados da Pesquisa

Em seguida foi aplicado o teste de Breush-Pagan no grupo de empresas em dificuldades financeiras (insolventes) para verificar se era preferível o modelo de efeitos aleatórios ou *pooled*. O resultado do teste indica que o modelo *pooled* é preferível ao modelo de efeitos aleatórios, conforme indica o resultado da estatística presente na Tabela 7.

O mesmo procedimento foi realizado para o grupo de controle de firmas saudáveis. O resultado do teste de Breush-Pagan foi o mesmo do primeiro grupo de dados, ou seja, de que o modelo *pooled* é preferível ao modelo de efeitos aleatórios, conforme que pode ser observado na Tabela 8.

Tabela 7 - Teste de Breush-Pagan: empresas em dificuldades financeiras

Estimated results		
	Var	Sd = sqrt (Var)
ad	10.18454	3.191322
e	3.891595	1.972713
u	3.334152	1.825966
Test: Var (u) = 0		
	Chibar2 (01) =	0.03
	Prob > Chibar2 =	0.4371

Fonte: Dados da Pesquisa

Tabela 8 - Teste de Breush-Pagan: empresas saudáveis

Estimated results		
	Var	Sd = sqrt (Var)
ad	0.0049408	0.0702907
e	0.0028258	0.053158
u	0.0004922	0.022185

Test: Var (u) = 0

Chibar2 (01) =	0.04
Prob > Chibar2 =	0.4243

Fonte: Dados da Pesquisa

Por fim, foi aplicado o teste de Hausman para verificar se era preferível o modelo de efeitos aleatórios ou o modelo de efeitos fixos. O referido teste indicou que o modelo mais adequado para este conjunto de dados é o de efeitos fixos, pois a hipótese nula, de que o modelo de efeitos aleatórios oferece estimativas dos parâmetros mais consistentes, não pode ser confirmada, conforme pode ser observado na Tabela 9.

O mesmo procedimento foi realizado para o grupo de controle de firmas saudáveis. O resultado do teste de Hausman, que pode ser observado na Tabela 10, foi o mesmo do grupo de empresas em dificuldades financeiras, ou seja, de que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado.

Tabela 9 - Teste de Hausman: empresas em dificuldades financeiras

	Coefficients			
	(b) fe	(B) Re	(b-B) Difference	Sqrt (diag (V_b-V_B)) S.E.
END	8.734709	4.504142	4.230567	2.359899
CRE	0.4218366	0.3416463	0.081903	.
TAM	-20.42105	-0.08754537	-19.5456	3.265293
EST	0.908803	0.4382262	0.4705769	0.3330396
	Chi2 (4) =	48.46		
	Prob>chi2 =	0.0000		

Fonte: Dados da Pesquisa

Tabela 10 - Teste de Hausman: empresas saudáveis

	Coefficients			
	(b)	(B)	(b-B)	Sqrt (diag (V_b-V_B))

	fe	Re	Difference	S.E.
END	0.0609493	-0.0669845	0.1279338	0.2090702
CRE	0.0280725	0.0368289	-0.0087564	0.0320715
TAM	0.074756	-0.0391501	0.113907	0.2360959
EST	-0.1637358	-0.0564749	-0.1072609	0.0349463
	Chi2 (4) =	13.58		
	Prob>chi2 =	0.0088		

Fonte: Dados da Pesquisa

Os testes realizados indicam que os modelos mais adequados para o conjunto de dados das empresas em dificuldades financeiras (insolventes) e do grupo de controle foram, respectivamente, o modelo de efeitos fixo e o *pooled*, conforme pode ser observado nos Quadros 6 e 7.

Quadro 5 - Resumo dos testes para definição do modelo de dados em painel a ser utilizado: empresas em dificuldades financeiras (insolventes)

Teste	Resultado
Teste de Chow (modelo <i>pooled</i> x modelo de efeitos fixos)	Modelo de efeitos fixo
Teste de Breush-Pagan (modelo <i>pooled</i> x modelo de efeitos aleatórios)	Modelo <i>pooled</i>
Teste de Hausman (modelo de efeitos fixos x modelo de efeitos aleatórios)	Modelo de efeitos fixo

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

Quadro 6 - Resumo dos testes para definição do modelo de dados em painel a ser utilizado: empresas saudáveis

Teste	Resultado
Teste de Chow (modelo <i>pooled</i> x modelo de efeitos fixos)	Modelo <i>pooled</i>

Teste de Breush-Pagan (modelo <i>pooled</i> x modelo de efeitos aleatórios)	Modelo <i>pooled</i>
Teste de Hausman (modelo de efeitos fixos x modelo de efeitos aleatórios)	Modelo de efeitos fixo

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)