

**ESTRESSE FINANCEIRO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO COM
COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3**

ALEX DIEGO DE SOUZA QUEIROZ
UNIVERSIDADE FEDERAL DA BAHIA (UFBA)

JOSÉ MARIA DIAS FILHO

ESTRESSE FINANCEIRO E GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: UM ESTUDO COM COMPANHIAS BRASILEIRAS LISTADAS NA B3

1 INTRODUÇÃO

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 B3 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.

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 contábeis 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 B3, 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 Painel.

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 resultado das empresas listadas na B3, 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 B3 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 painel 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.

A principal contribuição desta pesquisa é o estudo do gerenciamento de resultados em empresas brasileiras listadas na B3 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.

2 REVISÃO DA LITERATURA

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.

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 companhias 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. 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.

Analisando um caso português, os resultados de Oliveira (2011) permitiram confirmar que as empresas em dificuldades financeiras manipulam (gerenciam) os resultados de modo mais incisivo dois anos antes da entrada com pedidos de recuperação judicial e falência. Examinando um contexto econômico familiar na Itália, Bisogno e De Luca (2015) constataram que as empresas que passam por dificuldades financeiras tendem a gerenciar suas demonstrações contábeis a fim de retratar um melhor desempenho financeiro.

Watts e Zimmerman (1986) afirmam que as companhias mais endividadas e em dificuldades financeiras estão mais propensas ao gerenciamento de resultados a fim de aumentarem seus lucros. 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).

García Lara, Osma e Neophytou (2009) analisaram a qualidade dos ganhos em firmas falidas no Reino Unido, e constataram que o gerenciamento de resultado nessas empresas foi feito principalmente por meio do uso dos *accruals* discricionários. 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. E atestou 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.

Franceschetti (2018), em direção contrária, 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 o estresse financeiro na empresa não pode ser visto como a causa do gerenciamento de resultados. Em um estudo realizado no Brasil, os resultados encontrados por Pereira (2014) não foram significativos estatisticamente para afirmar que o gerenciamento de resultados por *income smoothing* afeta o endividamento.

Já na pesquisa desenvolvida por Coelho et al. (2015), 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.

Este artigo se propõe a investigar se as empresas brasileiras em dificuldades financeiras tendem a gerenciar seus resultados, e para isso utiliza como *proxy* para o gerenciamento de resultados os *accruals* discricionários mensurados a partir do modelo modificado de Jones (1995) e 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.

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.

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. 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.

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 (B3) 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 B3 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 B3 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 B3.

Para análise do gerenciamento de resultado foram identificadas as empresas em dificuldades financeiras e o grupo de controle de companhias saudáveis, e aplicou-se o modelo de Jones Modificado (1995) sobre os dados contábeis destas. 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:

$$AND_{it} = \alpha_i \left(\frac{1}{AT_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REC_{it} - \Delta CR_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{IMOB_{it}}{AT_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Onde,

AND_{it} são os *accruals* não discricionários 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:

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

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 B3.

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:

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

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. (2015). 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.

Quadro 1 - 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	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Ativo Total}}$	Watts e Zimmerman (1986)

Fonte: Elaborado pelo autor (2017)

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 seguindo o modelo modificado de Jones (1995).

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

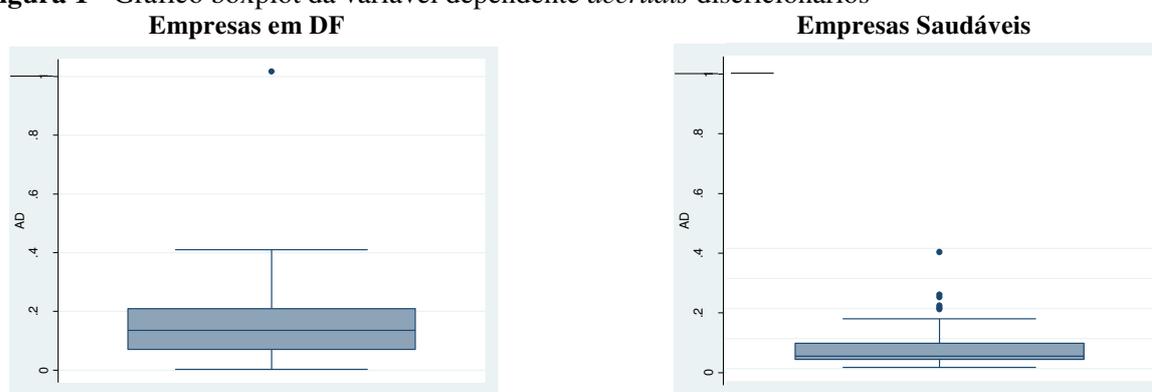
Fonte: Dados da Pesquisa (2017)

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 1) 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 discricionarieidade 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. (2015).

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 1), 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 1, 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 2, 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.

Houve 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. De forma similar, também foi constatado a existência de pequenas diferenças 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.

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		
LL	Freq.	Percent.	LL	Freq.	Percent.
Lucro Líquido Positivo (0)	23	33,82%	Lucro Líquido Positivo (0)	56	82,35%

Lucro Líquido		
Negativo (1)	45	66,18%
Total	68	100%

Lucro Líquido		
Negativo (1)	12	17,65%
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 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 gere 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***
Teste de Chow				0.000***
Breusch-Pagan				0.437
Hausman				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***
Teste de Chow				0.098*
Breusch-Pagan				0.424
Hausman				0.008***

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 B3 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. (2015). 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.

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 B3 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 B3, 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 se apresentaram publicamente em dificuldades financeiras na B3 entre os anos de 2012 e 2016. Este estudo identificou quais eram essas companhias e analisou se elas gerenciavam mais seus resultados em comparação com o grupo de controle de firmas saudáveis. 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.; 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.

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.

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.

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.

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.

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, Ilia 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.

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

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.

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.

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.

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.

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

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

MEDEIROS, Jislene Trindade; MOTA, Renato Henrique Gurgel. **Análise da Influência do Endividamento na Suavização de Resultados das Empresas Listadas na B3**. In: Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós Graduação em Ciências Contábeis, 10.,2016, **Anais**. Ribeirão Preto ANPCONT, 2016.

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.

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 Cotnabilidade, 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.

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.

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.

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

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.