



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
FACULDADE DE GESTÃO DE NEGÓCIOS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM  
GESTÃO ORGANIZACIONAL**

**DIFICULDADES FINANCEIRAS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: Evidências  
para empresas brasileiras**

**GUSTAVO SOUSA RIBEIRO**

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Luciana Carvalho

**UBERLÂNDIA  
2023**

**GUSTAVO SOUSA RIBEIRO**

**DIFICULDADES FINANCEIRAS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS:  
Evidências para empresas brasileiras**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Gestão Organizacional da Faculdade de Gestão e Negócios da Universidade Federal de Uberlândia como requisito para a obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Gestão  
Organizacional

Linha de Pesquisa: Finanças

Orientadora: Prof.<sup>a</sup> Dra. Luciana Carvalho

**UBERLÂNDIA  
2023**

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

R484  
2023 Ribeiro, Gustavo Sousa, 1991-  
DIFICULDADES FINANCEIRAS E O GERENCIAMENTO DE  
RESULTADOS [recurso eletrônico] : Evidências para  
empresas brasileiras / Gustavo Sousa Ribeiro. - 2023.

Orientador: Luciana Carvalho.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de  
Uberlândia, Pós-graduação em Gestão Organizacional.

Modo de acesso: Internet.

Disponível em: <http://doi.org/10.14393/ufu.di.2023.48>

Inclui bibliografia.

1. Administração. I. Carvalho, Luciana, 1980-,  
(Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-  
graduação em Gestão Organizacional. III. Título.

CDU: 658

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:  
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091  
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074



## ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Programa de Pós-Graduação em:	Gestão Organizacional				
Defesa de:	Dissertação de Mestrado Profissional, 88, PPGGO				
Data:	Vinte e sete de janeiro de dois mil e vinte e três	Hora de início:	14:00	Hora de encerramento:	16:00
Matrícula do Discente:	12112GOM004				
Nome do Discente:	Gustavo Sousa Ribeiro				
Título do Trabalho:	DIFICULDADES FINANCEIRAS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: Evidências para empresas brasileiras				
Área de concentração:	Gestão Organizacional				
Linha de pesquisa:	Gestão Empresarial				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	-				

Reuniu-se, por meio de webconferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Gestão Organizacional, assim composta: Professores Doutores: José Eduardo Ferreira Lopes - FAGEN/UFU; André Barra Neto - UFCAT; e Luciana Carvalho - FAGEN/UFU, orientadora do candidato.

Iniciando os trabalhos a presidente da mesa, Dr<sup>a</sup>. Luciana Carvalho, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao Discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do Discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir a senhora presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos examinadores, que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato:

Aprovado.

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre.

O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Luciana Carvalho, Professor(a) do Magistério Superior**, em 27/01/2023, às 15:07, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **José Eduardo Ferreira Lopes, Professor(a) do Magistério Superior**, em 27/01/2023, às 15:08, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **André Barra neto, Usuário Externo**, em 30/01/2023, às 12:27, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [https://www.sei.ufu.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **4184837** e o código CRC **0B1A6842**.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus pela extraordinária oportunidade e experiências adquiridas através dos dois anos de Mestrado Profissional em Gestão Organizacional, na Universidade Federal de Uberlândia. Foram anos que construíram uma jornada repleta de desafios, alegrias e novas experiências na esfera acadêmica. O crescimento concernente a jornada descrita, consolidou mais um passo rumo ao sonho de ser um bom Professor.

Gostaria de agradecer a minha esposa, Samara Reis Ribeiro, por todo apoio externalizado em momentos desafiadores e críticos na jornada descrita anteriormente. O apoio mencionado e a paciência em momentos difíceis, foram cruciais em todas as etapas da jornada, tornando-se assim, diferenciais em prol da finalização do Mestrado.

Aos meus pais e irmã por todo apoio e contribuições nos dois anos de Mestrado. Agradeço a todos os Professores do PPGGO e colegas de turma que fizeram parte desta jornada. Todas as contribuições nestes dois anos, foram de suma importância para a construção da presente dissertação em questão e a finalização do mestrado.

De forma especial, gostaria de agradecer a minha orientadora, Profa. Dra. Lucina Carvalho por todo apoio e paciência nestes dois anos de Mestrado Profissional. O agradecimento refere-se as inúmeras vezes que precisei de apoio e direcionamentos nesta jornada.

Aos professores Dr. José Eduardo Ferreira Lopes e Dr. André Barra Neto, por aceitarem o convite para participarem da banca de qualificação e Defesa. Em adição, por todos os feedback e contribuições para a confecção da presente dissertação.

“O mundo está nas mãos daqueles que têm a coragem de sonhar e de correr o risco de viver seus sonhos”.

Paulo Coelho

## **LISTA DE FIGURAS – CAPÍTULO 01**

Figura 1 – Estrutura da Dissertação.....	15
--	----

## **LISTA DE TABELAS – CAPÍTULO 02**

Tabela 1 – Status das Empresas.....	22
Tabela 2 – Estatística Descritiva .....	25
Tabela 3 – Correlação de Person .....	26
Tabela 4 – Modelos Estimados.....	27

## **LISTA DE QUADROS – CAPÍTULO 02**

Tabela 1 – Variáveis Utilizadas.....	24
--------------------------------------	----

## **LISTA DE TABELAS – CAPÍTULO 03**

Figura 1 - Empresas e seus subsequentes Setores .....	38
Figura 2 - Status das Empresas.....	39
Figura 3 - Estatística Descritiva.....	42
Figura 4 – Análise de Correlação .....	44
Figura 1 - Estrutura da Dissertação .....	15

## **LISTA DE QUADROS – CAPÍTULO 03**

Quadro 1 - Variáveis Utilizadas .....	41
---------------------------------------	----



## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1	Contextualização do tema de pesquisa.....	12
1.2	Objetivo Geral.....	13
1.3	Relevância do Estudo.....	13
1.4	Estrutura do Trabalho.....	14
<b>2</b>	<b>CAPÍTULO 2. DIFICULDADES FINANCEIRAS ENFRENTADAS PELAS EMPRESAS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: Evidencias para empresas Brasileiras.....</b>	<b>16</b>
<b>2.1</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>17</b>
<b>2.2</b>	<b>Referencial Teórico .....</b>	<b>18</b>
2.2.1	Financial Distress .....	<b>Erro! Indicador não definido.</b>
<b>2.3</b>	<b>Procedimentos metodológicos .....</b>	<b>21</b>
2.3.1	Composição da Amostra .....	22
2.3.2	Variáveis de Pesquisa.....	22
<b>2.4</b>	<b>Resultados da Pesquisa .....</b>	<b>25</b>
<b>2.5</b>	<b>Considerações Finais.....</b>	<b>29</b>
<b>3</b>	<b>CAPÍTULO 3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RECUPERAÇÃO JUDICIAL: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS. ....</b>	<b>31</b>
<b>3.1</b>	<b>Introdução.....</b>	<b>32</b>
<b>3.2</b>	<b>Referencial Teórico .....</b>	<b>33</b>
3.2.1	Gerenciamento de Resultados .....	33
3.2.2	Recuperação Judicial.....	35
<b>3.3</b>	<b>Aspectos Metodológicos .....</b>	<b>38</b>
3.3.1	Classificação da pesquisa e composição da amostra.....	38
<b>3.4</b>	<b>Variáveis de Pesquisa.....</b>	<b>39</b>
<b>3.5</b>	<b>Resultados da Pesquisa .....</b>	<b>42</b>
3.5.1	Estatística Descritiva .....	42
3.5.2	Análise de Correlação .....	43
3.5.3	Modelos Estimados .....	44
<b>3.6</b>	<b>Considerações Finais.....</b>	<b>46</b>
<b>4</b>	<b>CAPÍTULO 4. PRODUTO TECNOLÓGICO DESENVOLVIDO .....</b>	<b>48</b>
<b>5</b>	<b>CAPÍTULO 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>51</b>
	<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>54</b>

## RESUMO

Tendo em vista, a pluralidade mercadológica existente no Brasil e os desafios impostos aos gestores e empreendedores no que tange a esfera gerencial e os fatores institucionais, faz-se necessário o entendimento de que as empresas podem enfrentar dificuldades financeiras e conseqüentemente a insolvência. As empresas que estão passando por dificuldades financeiras e a insolvência podem recorrer a mecanismos de recuperação judicial, caso enquadrem-se nos devidos pré-requisitos exigidos pela Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 (Lei de Recuperação de Empresas e Falência, a LREF). Na busca por mecanismos que mitiguem as dificuldades financeiras, o *Real Earnings Management* (REM), pode ser utilizado com o direcionamento de modificar propositalmente os demonstrativos financeiros da empresa, a fim de direcioná-los para benefícios próprios. A temática concernente ao Real Earnings Management (REM), destaca-se na literatura contábil financeira, devido as ações gerenciais que influenciam fatores operacionais em questões financeiras e demonstrações de Resultados. Com o objetivo de encontrar uma possível relação entre o *Financial Distress* e o *Real Earnings Management* (REM), e uma possível relação entre a dificuldade financeira medida pela recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM), criou-se modelos de regressão em painel desbalanceado. Para a criação dos modelos descritos anteriormente, foram coletados os dados de 723 empresas Brasileiras de Capital aberto não financeiras no período de 2016-2020. O presente trabalho, avança em seus resultados obtidos e corrobora com os resultados previamente obtidos na literatura concernente ao tema. Com os resultados obtidos pela pesquisa, faz-se possível a geração de insights para gestores e empreendedores tomarem melhores decisões em suas empresas. Como produto tecnológico, o trabalho proporcionou o desenvolvimento de um minicurso, com a temática de “Dificuldades Financeiras e o Gerenciamento de Resultados: Evidências para empresas brasileiras”.

**Palavras-chave:** Finanças, Gerenciamento de resultados, Dificuldades financeiras, Recuperação judicial.

## ABSTRACT

In view of the existing market plurality in Brazil and the challenges imposed on managers and entrepreneurs in terms of the managerial sphere and institutional factors, it is necessary to understand that companies may face financial difficulties and consequently insolvency. Companies that are experiencing financial difficulties and insolvency may resort to judicial recovery mechanisms, if they fit the due prerequisites required by Law No. the LREF). In the search for mechanisms that mitigate financial difficulties, Real Earnings Management (REM) can be used with the aim of purposefully modifying the company's financial statements, in order to direct them to its own benefits. The theme concerning Real Earnings Management (REM) stands out in the financial accounting literature, due to managerial actions that influence operational factors in financial matters and income statements. In order to find a possible relationship between Financial Distress and Real Earnings Management (REM), and a possible relationship between financial distress measured by judicial recovery and insolvency at the Real Earnings Management (REM) level, models were created. unbalanced panel regression. To create the models described above, data were collected from 723 non-financial publicly traded Brazilian companies in the period 2016-2020. The present work, advances in its obtained results and corroborates with the results previously obtained

in the literature concerning the subject. With the results obtained by the research, it is possible to generate insights for managers and entrepreneurs to make better decisions in their companies. As a technological product, the work provided the development of a short course, with the theme of “Financial Difficulties and Earnings Management: Evidences for Brazilian companies”.

**Keywords:** Finance, Earnings management, Financial difficulties, Judicial recovery.

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização do tema de pesquisa

Estudos teóricos e empíricos sobre recuperação e falência têm sido uma fonte de debate consistente sobre os atritos e condições que podem influenciar as decisões de investimentos e financiamento de empresas durante dificuldades financeiras (Altman & Hotchkiss, 2006; Silva & Saito, 2020).

Platt e Platt (2006) relatam que as dificuldades financeiras antecedem a maioria dos pedidos de falências, exceto aquelas que dizem respeito a eventos repentinos e inesperados, tais como desastres naturais, decisões judiciais ou mudanças de regulamentação pelo governo. Portanto, compreender as práticas das empresas em dificuldade financeira podem auxiliar na previsão das falências.

No caso do Brasil, a Lei 11.101/2005 entrou em vigor com o objetivo de proporcionar melhores condições para os credores recuperarem ou liquidarem empresas que enfrentam dificuldades financeiras. A nova Lei de Falências pretendeu gerar melhores condições para que as empresas possam reestruturar sua dívida sob a supervisão da vara de falências ou tentar reestruturar a dívida extrajudicialmente.

Uma das práticas a que as empresas podem recorrer no estado de dificuldade financeira ou em um possível pedido de falência é o gerenciamento de resultados (*earnings management*) (Fiirst et al., 2020; Silva & Saito, 2020). De acordo com Schipper (1989), o gerenciamento de resultados tem como objetivo o lucro ou o ganho financeiro em diferentes vertentes por meio da manipulação proposital dos relatórios financeiros. Para Martinez (2008), o gerenciamento de resultados pode interferir na percepção dos stakeholders ou interessados pelas informações contábeis geradas, ocasionando, assim, uma interpretação distorcida acerca da saúde financeira e da rentabilidade da empresa.

Devido à modificação proposital dos resultados financeiros, ocasionando uma percepção distinta da realidade alusiva à “saúde” financeira e à rentabilidade da empresa, o estudo da prática de gerenciamento de resultados torna-se relevante no auxílio para tomada de decisão dos gestores responsáveis pelas empresas (Martinez, 2008).

Destaca-se que os estudos empíricos sobre dificuldade financeira e recuperação judicial no Brasil concentram-se, em sua maioria, na reestruturação da dívida, concessão de crédito, resolução de conflitos, dificuldades econômicas e governança corporativa. Nesse sentido, o trabalho busca contribuir ao associar a dificuldade financeira e a recuperação judicial com as

práticas de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras para, com isso, compreender como esse instrumento é utilizado por gestores financeiros. Assim, o trabalho busca responder a seguinte pergunta de pesquisa:

Qual a relação entre o nível de gerenciamento de resultados (*earnings management*) com as dificuldades financeiras e o pedido de recuperação judicial em empresas brasileiras?

## **1.2 Objetivo Geral**

O objetivo geral do presente trabalho é investigar a relação entre a dificuldade financeira e pedido de recuperação e o nível de gerenciamento de resultados (*earnings management*) de empresas brasileiras de capital aberto no período 2016-2020.

## **1.3 Relevância do Estudo**

A relevância do presente estudo justifica-se pela criação de ferramentas e a disseminação de informações relevantes que auxiliem os gestores e empreendedores a protegerem a saúde financeira e a manutenção das suas atividades no mercado brasileiro. Com a identificação antecipada das dificuldades financeiras, torna-se possível a reversão do quadro por meio de ações e renegociações com os credores. Em último caso, com o intuito de evitar o pedido de falência, o gestor pode recorrer ao pedido de recuperação judicial e programas de regularização tributária.

Quanto à questão mercadológica, o presente trabalho contribui para a literatura ao abordar práticas como o possível gerenciamento de resultados em empresas que passam por dificuldade financeira medida pela recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM). Gestores responsáveis por empresas que se encontram em dificuldades financeiras podem utilizar este estudo como base para tomada de decisão a fim de evitar a insolvência e um possível pedido falência.

Na esfera social e horizonte prático, o presente estudo contribui para a manutenção das atividades das empresas brasileiras ao trazer informações e insights pertinentes dirigidos aos gestores responsáveis pelas tomadas de decisões. Com a manutenção das atividades, evita-se o crescimento do desemprego no Brasil e o número de empresas que requisitaram falência em um tribunal federal ou estadual sem possibilidades de reorganização.

Como diferencial de pesquisa e contribuição para a sociedade, os resultados obtidos podem servir como base para o desenvolvimento de um produto tecnológico proposto em um

seminário sobre práticas de gerenciamento de resultados que será ofertado para gestões e estudantes de Uberlândia e região

#### **1.4 Estrutura do Trabalho**

A presente dissertação está estruturada em cinco capítulos, tendo como a sua ilustração a Figura 1, conforme elaborada pelo autor.

O Capítulo 1 aborda a introdução geral, discorrendo sobre o *Real Earnings Management* (REM) e a sua prática em empresas brasileiras. De forma paralela, o capítulo aborda brevemente as dificuldades financeiras (*Financial Distress*) enfrentadas pelos gestores de empresas nacionais, bem como sobre a possibilidade de insolvência resultante da incapacidade de cumprir as suas obrigações e o pedido de recuperação judicial. Por último, o capítulo aborda o objetivo geral, o específico e a relevância do estudo proposto.

O Capítulo 2 busca investigar a relação entre a dificuldade financeira enfrentada por empresas brasileiras de capital aberto e o gerenciamento de resultados ao nível de *Real Earnings Management* (REM). Para a formulação do referencial teórico, foram selecionados artigos relevantes da literatura e temas abordados, utilizando-se bases como Spell, Scopus e SciELO. Para este estudo, foram construídos quatro modelos de regressão em painel desbalanceado, tendo como base de dados um conjunto de 723 empresas não financeiras, sendo 348 com cadastro ativo e 375, inativos. Os dados dessas empresas foram coletados por meio da Economática® e formatada com a utilização do Excel®.

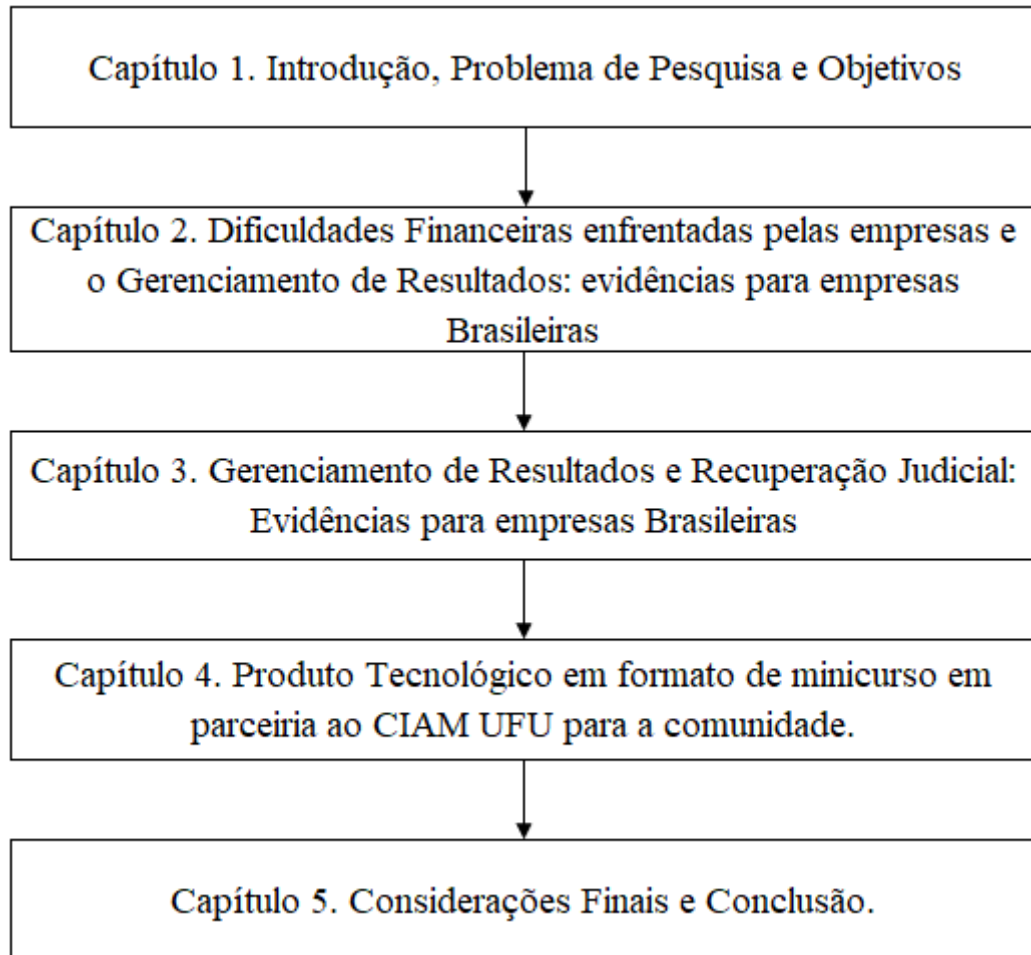
O Capítulo 3 se propôs a investigar a relação entre recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM) de empresas brasileiras de capital aberto no período de 2016 a 2020. A metodologia adotada é a regressão de dados em painel. Para isso, foi coletada, por meio da Economática® e formatada com a utilização do Excel®, uma amostra composta de 723 empresas não financeiras. Para este estudo, foram construídos dois modelos de regressão em painel desbalanceado. O modelo 1 proposto buscou investigar se o processo de recuperação judicial influencia no gerenciamento de resultados reais (REM) e o modelo 2 procura verificar se a insolvência influencia o nível gerenciamento de resultados reais das firmas.

O Capítulo 4 apresenta o produto tecnológico proposto em um seminário sobre a prática de gerenciamento de resultados que será oferecido para gestores e estudantes de Uberlândia e região.

Por fim, no Capítulo 5, são expostas as considerações finais do trabalho, as conclusões

obtidas a partir dos problemas abordados em seus respectivos capítulos de pesquisa e os objetivos previamente definidos como guia da pesquisa.

Figura 1 - Estrutura da Dissertação



Fonte: Elaborado pelo autor (2022)

## 2 CAPÍTULO 2. DIFICULDADES FINANCEIRAS E O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: Evidências para empresas brasileiras

### Resumo

O presente estudo tem como objetivo investigar a relação entre a dificuldade financeira enfrentada por empresas brasileiras de capital aberto e o gerenciamento de resultados ao nível de *Real Earnings Management* (REM) no período de 2016-2020. Como metodologia, foi utilizada a regressão de dados em painel desbalanceado. A variável dependente foi o nível de *Real Earnings Management* (REM) mensurado a partir de Roychowdhury (2006) que, por meio da análise de movimentações financeiras com certas divergências, demonstra manipulações das atividades Reais. O estudo traz como principal resultado a relação negativa entre a variável *Real Earnings Management* (REM) e a variável independente FD1 (*Financial Distress 1*) calculada por meio do *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT). Dessa forma, verifica-se que empresas em dificuldades financeiras gerenciam menos os seus resultados com o intuito de evidenciar o momento de crise e beneficiar-se dos programas de recuperação tributária e jurídica. O estudo avança perante a literatura existente em virtude das variáveis e modelos criados, bem como dos *insights* gerados para apoiar as tomadas de decisões dos gestores das empresas brasileiras. Para estudos futuros, sugere-se a criação de novas variáveis elaboradas por meio de indicadores financeiros e a expansão da amostragem para empresas de novos setores e de outros países.

**Palavras-chave:** finanças, gerenciamento de resultados, dificuldades financeiras, recuperação judicial.

### Abstract

The present study aims to investigate the relationship between the financial difficulty faced by publicly traded Brazilian companies and earnings management at the *Real Earnings Management* (REM) level in the period 2016-2020. As a methodology, unbalanced panel data regression was used. The dependent variable was the level of *Real Earnings Management* (REM) measured from Roychowdhury (2006) who, through the analysis of financial movements with certain divergences, demonstrates manipulations of Real activities. The main result of the study is the negative relationship between the variable *Real Earnings Management* (REM) and the independent variable FD1 (*Financial Distress 1*) calculated using *Earnings Before Interest and Taxes* (EBIT). Thus, it appears that companies in financial difficulties manage their results less with the intention of highlighting the moment of crisis and benefiting from tax and legal recovery programs. The study advances in relation to the existing literature due to the variables and models created, as well as the insights generated to support the decision-making of managers of Brazilian companies. For future studies, it is suggested the creation of new variables elaborated through financial indicators and the expansion of the sample for companies from new sectors and from other countries.

**Keywords:** Finance. Results management. Financial difficulties. Judicial recovery.



## 2.1 Introdução

Diante da vasta variedade de desafios enfrentados por empresários e empreendedores de variados tamanhos de empresas no Brasil, faz-se necessário o vislumbre direcionado a possíveis alternativas e mecanismos existentes nas vias legais para auxiliá-los em momentos de dificuldades financeiras a fim de evitarem a insolvência jurídica (Cao & Chen, 2012). Nesse intermeio de variáveis negativas e desafios constantes que estão sujeitas a transporem, as empresas brasileiras, não necessariamente, conseguem evitar a insolvência, tendo, assim, a possibilidade legal de requisitarem a recuperação judicial e evitando, em um primeiro momento, a necessidade de decretarem falência empresarial (Altman & Hotchkiss, 2010).

Em casos gerais, a necessidade de se precaver da trajetória que norteará uma possível insolvência empresarial e, conseqüentemente, a falência, justifica a tentativa de se evitarem perdas massivas para todos aqueles que têm certo envolvimento com a empresa (Alifiah, 2014; Altman & Hotchkiss, 2010). Não somente os sócios, clientes, financiadores externos e gestores responsáveis pela empresa são afetados pelos prejuízos cabíveis no processo de falência, mas também todos os funcionários diretos e seus prestadores de serviços (Sabela et al., 2018).

Com o intuito de se manterem ativa e se preservarem da possibilidade de confrontar possíveis dificuldades financeiras e, em casos extremos, o pedido de recuperação judicial e falência, as empresas podem recorrer a práticas de gerenciamento de resultados (*earnings management*). Essa prática possibilita a intervenção proposital dos resultados alcançados pela empresa a fim de obter benefícios próprios em vertentes distintas (Martinez, 2008).

Em circunstâncias normais, as empresas brasileiras enfrentam desafios em diferentes frentes de atuação, submetendo-se à necessidade de gerar um fluxo de caixa suficiente para cumprirem com as suas obrigações junto a credores e funcionários. Para Wesa e Otinga (2018), as empresas que apresentam fluxo de caixa insuficiente destinado ao cumprimento das suas obrigações e uma constante crescente de dívidas vencidas podem ver a sua saúde financeira comprometida, o que pode ocasionar sua insolvência.

Dado o fenômeno descrito anteriormente, remetendo-se a possíveis dificuldades financeiras em tempos normais e desencadeadas por eventos sem precedentes e que podem sair do controle dos gestores, faz-se necessária a busca por mecanismos no âmbito legal que ajudem as partes que detêm o comando das empresas na tomada de decisão de forma precoce a fim de evitar a insolvência jurídica (Nigam & Boughanmi, 2017). Em momentos de crises ou nos antecedentes, existe um mecanismo que possibilita os gestores a gerenciarem os resultados das empresas com o intuito de melhorar a sua visibilidade perante o mercado (Healy & Wahlen,

1999).

Diante do exposto, o objetivo do presente artigo é o de investigar se empresas brasileiras com dificuldades financeiras têm maior nível de gerenciamento de resultados (*earnings management*). Para tanto, foi utilizada a base de dados coletada na data de 11/2021 no site da Economática® e formatada com a utilização do Excel®. A base de dados é composta de 723 empresas brasileiras não financeiras, sendo 348 com cadastro ativo e 375 inativos.

O estudo, com base em trabalhos anteriormente publicados, avança na investigação para verificar se as empresas que estão passando por dificuldades financeiras têm um maior nível de gerenciamento de resultados (*earnings management*) com o intuito de influenciar diretamente as suas demonstrações financeiras e, com isso, obter benefícios. Com a prática de gerenciamento de resultados, realizada pelos gestores ou responsáveis pela construção e divulgação das informações de resultados, a percepção dos interessados pelas informações geradas pode ser alterada e direcionada de forma equivocada.

No horizonte prático e social, após investigar se as empresas gerenciam mais seus resultados em períodos de dificuldades financeiras, o estudo poderá oferecer *insights* e ferramentas capazes de gerar melhores tomadas de decisões financeiras que diminuam o risco de pedido de recuperação judicial ou, em último caso, o encerramento das suas atividades. Tendo esse risco mitigado, evita-se gerar um aumento ainda mais grave do desemprego no país, como também a informalidade no trabalho.

## **2.2 Referencial Teórico**

### **2.2.1 Dificuldade Financeira**

Com a volatilidade, dinamismo e imprevisibilidade parcial do mercado, as empresas têm a constante necessidade de acompanharem a saúde financeira, o fluxo de caixa e a liquidez dos seus ativos. Apesar de todo esse acompanhamento, as empresas estão sujeitas a enfrentarem dificuldades financeiras. Essa dificuldade, ocasionada por fatores internos ou externos, foi objeto das primeiras menções feitas por Beaver (1966), o qual demonstra possíveis indicadores que as empresas não estão performando de acordo com o esperado.

Beaver (1966) assevera que, em estágios iniciais da dificuldade financeira (*financial distress*), as empresas podem apresentar a incapacidade de liquidação de títulos, o não cumprimento dos pagamentos destinados às ações preferenciais e a extrapolação do fluxo de caixa. Nesses casos, a empresa, possivelmente, encontra-se em dificuldades financeiras, o que

pode se agravar caso não exista um diagnóstico precoce da situação. Identificando a problemática de forma inicial, os gestores precisam direcionar certas ações que revertam esse cenário a fim de evitar o agravamento da crise financeira e a sua evolução para um possível estado de insolvência (Guimarães & Moreira, 2008; Opler & Titman, 1994).

Para Wruck (1990), a dificuldade financeira de uma empresa está diretamente ligada à incapacidade do seu fluxo de caixa cumprir com as obrigações firmadas. Assim, com o não cumprimento das suas obrigações, a empresa estará sujeita à insolvência, haja vista as suas obrigações serem maiores do que o seu patrimônio líquido (Sanfins & Monte-mor, 2014). Para Korol e Korodi (2010), a insolvência pode se dar de duas formas distintas. A primeira está relacionada aos acontecimentos internos, como a ineficiência da gestão, alocação e direcionamento dos ativos de forma errônea. O segundo fenômeno descrito pelos autores está ligado à economia geral do país e suas políticas impostas, o que leva a situação a sair do estrito controle interno do gestor.

Segundo Asquith et al. (1994), a empresa apresenta dificuldades financeiras de acordo com o índice de juros, o qual é calculado na apuração dos lucros antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. Para Wesa e Otinga (2018), a empresa enfrenta dificuldades financeiras quando apresenta um fluxo de caixa debilitado e obrigações financeiras em constante crescimento.

De acordo com Andrade e Kaplan (1998), Platt e Platt (2002), a dificuldade financeira de uma empresa se dá quando há a impossibilidade de liquidação das obrigações e o cumprimento das obrigações com os dividendos preferenciais. Devido à instabilidade financeira e ao não cumprimento das obrigações junto aos credores e acionistas, a possibilidade de a empresa requerer recuperação judicial ou entrar em estado de falência é notoriamente maior, havendo necessidade, assim, de um cauteloso acompanhamento dos sinais emitidos de forma precoce (Cao & Chen, 2012).

Conforme assevera Whitaker (1999), a inexistência de gestão ou a gestão ineficaz contribui diretamente para as empresas entrarem em dificuldades, ocasionando a diminuição do seu valor de mercado. O endividamento em diferentes níveis e os problemas de liquidez não são, necessariamente, os únicos ocasionadores da dificuldade financeira das empresas, mas também, de acordo com Sawal et al. (2015), a volatilidade e a oscilação dos lucros, os danos à imagem e à reputação do nome ou marca da empresa e as taxas de juros absorvidas por elas, que são fatores que podem gerar ou contribuir para a crise interna.

Após a constatação da dificuldade financeira instaurada na empresa, existem mecanismos de reversão da situação a fim de se evitarem o agravamento da dificuldade, a

insolvência generalizada, o pedido de recuperação judicial e, em último caso, a falência do estabelecimento. De acordo com Asquith et al. (1994), as empresas em dificuldades financeiras, para evitarem a insolvência, tendem a reestruturar as suas dívidas, liquidar os seus ativos, reduzir os seus gastos internos e as fusões estratégicas. Asquith et al. (1994) consideram que a linha de ação das empresas em dificuldades financeiras depende da estrutura das dívidas e suas extensões.

Em termos gerais, mecanismos capazes de identificar empresas passíveis de iminente insolvência podem contribuir para o conjunto a depender da sua capacidade de gerar um fluxo de caixa saudável, evidenciando a sua situação de dificuldade financeira. Com a constatação prévia da situação de dificuldade, os gestores, dotados de estratégias eficientes para reverter o quadro instaurado, podem evitar a falência da empresa a partir dos indicadores financeiros e mecanismos de identificação (Fallahpour et al., 2017).

#### **2.2.1.1 Gerenciamento de resultados**

Em relação ao fenômeno demonstrado na sessão anterior, concernente às dificuldades financeiras, um dos mecanismos que pode ser utilizado para reduzir a ocorrência do *financial distress* é o gerenciamento de resultados (*earnings management*), conforme aponta Durana et al. (2020). Em escala global, o gerenciamento de resultados tende a ser utilizado por países desenvolvidos como uma ferramenta capaz de mitigar riscos de possíveis dificuldades financeiras e futuros pedido de falência devido à insolvência. Ainda, os autores demonstram que essa prática é utilizada também em países em desenvolvimento, porém de forma não totalmente controlada e ética. O estudo foi realizado, utilizando-se dados em painel, tendo como variável os valores médios de EBIT. Os dados foram coletados de 1347 empresas Eslovacas e 1839 empresas Búlgaras no período de 2010 a 2018, tendo sido constatado que ambas gerenciaram tendenciosamente os seus resultados durante os 9 anos analisados (Durana et al., 2020).

O termo gerenciamento de resultados (*earnings management*) foi objeto das primeiras alusões na obra do autor Schipper (1989), que demonstrou as possíveis motivações e resultados obtidos. O autor descreve essa prática como a possibilidade de o gestor da empresa ou o acionista modificar propositalmente os demonstrativos financeiros da empresa a fim de obter benefícios próprios. De acordo com Leuz et al. (2003), essa prática tende a distorcer os demonstrativos contábeis, ocasionado uma percepção na ótica dos consumidores da informação de forma distorcida com o fim de se conseguir um ganho para a parte interessada.

A relevância da prática do gerenciamento de resultados (*earnings management*) justifica-se pela modificação direta das demonstrações de resultados financeiros, impactando, assim, as tomadas de decisões por parte dos detentores do controle e, conseqüentemente, modificando a percepção da saúde financeira e rentabilidade da empresa (Martinez, 2008). A prática descrita desperta um interesse não somente na esfera empresarial, mas também apresenta grande relevância no meio acadêmico (Ghazali et al., 2015).

Além dos benefícios descritos e sua relevância na esfera acadêmica e empresarial, a prática de gerenciamento de resultados (*earnings management*), de acordo com Dechow e Skinner (2000), também está ligada à alteração da linha do tempo dos acontecimentos e ao *timing* das transações financeiras para possibilitar um “*boost*” das vendas ou, até mesmo, retardar os dividendos e obrigações referentes ao período. De acordo com os autores, o cronograma pode ser alterado propositalmente com o intuito de alocar os acontecimentos de acordo com a conveniência e metas a serem alcançadas (Dechow & Skinner, 2000).

As práticas de gerenciamento de resultados (*earnings management*) têm direcionamentos e objetivos distintos, sendo uma delas a elisão fiscal que se dá por meio da modificação dos resultados contábeis. MacCarthy (2021) realizou um estudo, utilizando-se de uma técnica probabilística que selecionou 24 empresas de Gana (*Gana Stock Câmbio* - GSE) no período de 2001 a 2020, cujo objetivo foi o de examinar o efeito do gerenciamento de resultados e a elisão fiscal por impostos deferidos. Nesse estudo, o autor conclui que, na busca por um benefício aos acionistas, as empresas modificaram propositalmente os seus resultados para o alcance da mitigação de impostos ou a sua elisão por completo (MacCarthy, 2021).

Para Borges e Rech (2021), as empresas que estão passando por dificuldades financeiras e que ingressam em programas de recuperação e regularização tributária, dificilmente reverterem o presente quadro de dificuldade instaurada. Devido ao não cumprimento das obrigações concernentes ao plano de recuperação, liquidação dos ativos programada e quitação das dívidas junto ao fisco, as empresas não conseguem a regularização almejada inicialmente e, de certa forma, têm agravada a situação em que se encontram.

Assim, o trabalho estabelece a seguinte hipótese:

H1: Existe *uma relação negativa entre gerenciamento de resultado e Financial Distress*

### **2.3 Procedimentos metodológicos**

Este trabalho procura elucidar o tema descrito, concernente ao *Financial Distress* e o gerenciamento de resultados, utilizando-se o método descritivo (Silva & Menezes, 2001) e de natureza quantitativa (Oliveira, 2011), já que lida com variáveis numéricas. No que tange ao

procedimento de coleta de dados, utiliza-se dados secundários (Lakatos & Marconi, 2003) e, quanto a técnica de análise de dados, o tratamento será realizado por meio de análises econométricas e estatística multivariada (Oliveira, 2011).

### 2.3.1 Composição da Amostra

A amostra inicial foi coletada na data de 11/2021, na base de dados Economática® e formatada valendo-se do Excel®. A Base de dados é formada por 723 empresas brasileiras não financeiras com a seguinte subdivisão por setor de atuação: Setor de energia 67 (9,27%), Comércio 57 (7,88%), Siderúrgica & Metalúrgica 52 (7,19%), Alimentos e Bebidas 51 (7,05%), Construção 49 (6,78%), Telecomunicações 46 (6,38%), Química 43 (5,95%), Têxtil 38 (5,26%), Transporte e serviços 33 (4,56%), Veículos e peças 28 (3,87%), Eletroeletrônicos 21 (2,90%), Petróleo e Gás 18 (2,49%), Mineração 17 (2,35%), Maquinas industriais 13 (1,80%), Agro e pesca 12 (1,66%), Software e dados 12 (1,66%), Papel e celulose 10 (1,38%), Mineração não metais 9 (1,24%) e outros com 147 (20,33%).

Da amostra inicial coletada, parte das empresas estavam com o seu status de funcionamento como cancelado, tendo o seguinte percentual:

**Tabela 1**

#### *Status do cadastro das empresas*

Status	Contagem de empresas
Ativo	348
Cancelado	375
Total:	723

**Fonte:** Elaborada pelos autores (2021).

### 2.3.2 Variáveis de Pesquisa

O Quadro 1 comporta as variáveis utilizadas na pesquisa. O nível de *Real Earnings Management* (REM) proposto por Roychowdhury (2006) foi calculado com a junção de três *proxies*, sendo elas: operações anormais de fluxo de caixa, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais. A seguir, serão detalhados cada um desses componentes:

As operações anormais de fluxo de caixa dizem respeito às empresas que gerenciam seus ganhos, acelerando o momento das vendas e aumentando os ganhos, bem como oferecendo descontos e condições de crédito tolerantes (Luo, 2019; Roychowdhury, 2006). Para calcular

as operações de fluxo de caixa anormais, utilizou-se a seguinte regressão:

$$AbnCFO_{ti} \frac{CSFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que CFO t é o fluxo de caixa das operações no ano t; A t -1 é a defasagem dos ativos totais no ano t; S t é o total de vendas em um ano t; e Δ S t é a variação no total de vendas durante o ano t.

Em relação aos custos de produção anormais, tem-se que os gerentes também podem manipular os ganhos, reduzindo o custo das mercadorias vendidas pela produção de mais produtos do que o necessário com vistas a alocar custos em um grande número de unidades, o que aumenta a margem de lucro (Roychowdhury, 2006). Para calcular os custos de produção anormais, utilizou-se o seguinte cruzamento de modelos seccionais de regressão:

$$AbnPROD_{ti} \frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_t/A_{t-1}) + \beta_3 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_4 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que: PROD t são os custos de produção no período (t); Δ s t -1 é a diferença entre as vendas totais nos anos atuais e anteriores; e as demais variáveis são similares àquelas já definidas na equação 1.

No que tange às despesas discricionárias anormais, a maneira convencional de manipular lucros é gerenciando despesas como as de pesquisa e desenvolvimento (P&D), publicidade, vendas e administração, treinamento e manutenção de funcionários. Nesse caso, os gerentes podem, por exemplo, atrasar despesas de P&D ou reduzir gastos com publicidade para, também, reduzir a saída de caixa e aumentar o lucro. A equação abaixo direcionou os cálculos:

$$AbnDISEXPEN_{ti} \frac{EXPEN_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que: DISEXPEN t são despesas discricionárias; e as demais variáveis são aquelas definidas na equação 1. Uma vez que se utiliza o REM consolidado para medir a variável dependente, usa-se a metodologia de Roychowdhury (2006) para calcular o REM, conforme equação a seguir:

$$REM_{t,i} = Abn CFO_{t,i} * + Abn DISEXP_{t,i} ** - Abn PROD_{t,i} ***$$

Em que: REM i, t é o REM abrangente na empresa (i) no ano (t); e Abn CFO t, i são as operações de fluxo de caixa anormais na empresa (i) no ano (t), que é o resíduo calculado na

equação 1. Além disso,  $Abn\ DISEXP_{t,i}$  é a despesa discricionária anormal na empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ), que é o resíduo calculado na equação (2). Finalmente,  $Abn\ PROD_{t,i}$  é o custo de produção anormal em empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ), que é o resíduo calculado na equação 3.

Quadro 1  
Variáveis da Pesquisa

VARIÁVEL	MÉTRICA	RELAÇÃO ESPERADA	AUTORES	FONTE DE COLETA
<b>DEPENDENTE</b>				
REM Real Earnings Management	$REM_{t,i} = AbnCFO_{t,i} + AbnDISEXP_{t,i} - AbnPROD_{t,i}$	-	Guo et al.(2015); Luo (2019); Roychowdhury (2006);	Economática
<b>INDEPENDENTES</b>				
FD1	Variável <i>dummy</i> : 1 para empresas que apresentam o EBIT menor que as despesas financeiras em $t$ em $t-1$ e 0 caso contrário	Negativa	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021)	Economática
FD2	Variável <i>dummy</i> : 1 para empresas que apresentam o Fluxo de caixa operacional menor que as despesas financeiras em $t$ em $t-1$ e 0 caso contrário	Negativa	Bravo-Urquiza e Moreno-Ureba (2021)	Economática
Z-score	$0.012*(Capital\ de\ giro) + 0.014*(Lucros\ retidos/ativo\ total) + 0.033*(EBIT/Ativo\ total) + 0.006*(Valor\ de\ mercado\ do\ patrimônio\ líquido/Passivo\ total) + 0.999*(Vendas/Ativo\ total)$	Negativa	Altman (1968); Boubaker et al. (2020)	Economática
ZM-score	$-4.336 - 4.513(Lucro\ líquido/Ativo\ total) + 5.679*(Passivo\ total/Ativo\ total) + 0.004*(Ativo\ circulante/Passivo\ circulante)$	Negativa	Zmijewski (1984); Boubaker et al. (2020)	Economática
<b>CONTROLE</b>				
TAM	Log do ativo total no ano $t$ .	Positiva	Dal Magro et al. (2019); Guo et al. (2015); Kim et al. (2019).	Economática
ROA <sub>it-1</sub>	Retorno sobre os ativos no início do ano $t$ .	Negativa	Dal Magro et al. (2019); Guo et al. (2015); Kim et al. (2019).	Economática
PERDA <sub>it-1</sub>	Variável <i>dummy</i> que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano $t-1$ e zero (0), caso contrário.	Negativa	Dal Magro et al. (2019).	Economática



Para este estudo, foram construídos quatro modelos de regressão em painel desbalanceado. O modelo 1 proposto buscou investigar se o FD1 (*Finacial Distress 1*) calculado por meio do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*) influencia no gerenciamento de resultados reais (REM). Já o modelo 2 buscou investigar se FD2 (*Finacial Distress 2*) calculado por meio do Fluxo de caixa operacional das empresas influencia no gerenciamento de resultados reais (REM).

No modelo 3 proposto, buscou-se investigar se Z-Score influencia no gerenciamento de resultados reais (REM) (Altman, 1968; Boubaker et al., 2020). De acordo com Altman (1968), as empresas que apresentarem um Z-Score com um resultado menor que 1,23 estão na zona de perigo ou de dificuldades financeiras, evidenciando, assim, um alto risco de falência. Já as empresas que apresentam um resultado entre 1,23 e 2,9 estão em uma zona cinzenta, o que demonstra sinais de possíveis problemas. Por sua vez, as empresas que obtêm um Z-score acima de 2,99 não apresentam riscos significantes e ocupam uma posição financeira favorável.

Por fim, o modelo 4 proposto buscou investigar se o ZM-Score influencia no gerenciamento de resultados reais (REM) (Boubaker et al., 2020; Zmijewski, 1984). O modelo criado por Zmijewski (1984) possibilita a previsão de falência de uma empresa no prazo de dois anos. Para a construção do modelo, o autor utilizou uma amostragem de 40 empresas insolventes e 800 em condições de não dificuldade financeira.

$$REM = \beta_0 + \beta_1 + \text{proxy} + \beta_9 ROA_{it-1} + \beta_{11} CFO + \beta_{12} Cresc + \beta_{13} tamanho_{firma} + \text{Termo de erro}$$

## 2.4 Resultados da Pesquisa

Ao analisar os resultados apresentados na Tabela 2, nota-se que, em termos médios, o gerenciamento de resultado foi de -0.423. Outra variável que merece destaque é o Z-score, que mostra a solvência da empresa, tendo apresentado média de 13315.62. A variável (*Dummy*) independente FD1, que foi elaborada a partir do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), apresentou uma média de 0.97299 e a FD2, outra variável (*Dummy*) independente que foi elaborada a partir do fluxo de caixa, apresentou média de 0.2443213.

Tabela 2

## Estatística Descritiva

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
REM	1,327	-.4245642	43.63684	-1021.745	910.8024
Z-score	1,013	13315.62	31230.58	-85833.88	296882.8
ZM-score	1,592	-10.31209	647.5794	-25777.81	621.4131
FD1	3,610	.0972299	.2963116	0	1
FD2	3,610	.2443213	.4297436	0	1
TAM	1,840	14.00965	2.754511	3.96706	18.43754
CRES	1,595	4.759461	82.29849	0	2269.416
ROA	1,840	2.969016	133.1496	-32.63997	5711.03
PERD	1,842	.3382193	.4732321	0	1

A Tabela 3 apresenta a análise de correlação de person. Na elaboração do estudo, foi considerada a escala de correlação elaborada por Dancey e Reidy (2006), segundo a qual: de 0,1 a 0,3 é uma correlação fraca; de 0,4 a 0,6 é moderada; e de 0,7 a 0,9 é uma correlação forte (Akoglu, 2018).

Tabela 3

## Correlação de Person

	REM	Z-score	ZM-score	FD1	FD2	TAM	CRES	ROA	PERD
REM	1.0000								
Z-score	0.0246	1.0000							
ZM-score	0.0047	-0.0829*	1.0000						
FD1	-0.0083	-0.0551	0.0121	1.0000					
FD2	0.0032	-0.1173*	-0.0153	0.4705*	1.0000				
TAM	-0.0673*	0.4730*	0.0841*	0.0261	-0.2608*	1.0000			
CRES	-0.5714*	-0.0167	-0.0052	0.0079	-0.0143	-0.0282	1.0000		
ROA	-0.0051	0.0437	-0.9981*	-0.0111	0.0228	-0.0820*	0.0042	1.0000	
PERD	0.0234	-0.1505*	0.0300	0.3544*	0.4059*	-0.3007*	-0.0032	-0.0191	1.0000

Por meio da análise de correlação, os resultados evidenciam que a variável REM (*Real Earnings Management*) não demonstrou uma correlação significativa com as proxys de dificuldade financeira. Quanto às variáveis de controle, o REM apresentou uma correlação negativa e significativa com a TAM (Tamanho) e o crescimento da empresa. Em consonância com o estudo realizado por Richardson (2000), a correlação entre o REM e TAM são negativas. Diferentemente do que foi encontrado pelos autores Gu et al. (2005) e Richardson (2000), ficou comprovada uma relação negativa entre o REM (earnings management) e CRES (Crescimento).

De maneira geral, não foram identificadas correlações fortes entre as variáveis do modelo, o que se sugere a não presença de multicolinearidade. Para definir o modelo mais adequado, foram utilizados os testes de Breusch-Pagan, Chow e Hausman para definir se o efeito é fixo ou aleatório. Todos os testes identificaram o modelo com efeitos fixos como o melhor a ser considerado.

Com o intuito de checar a possível existência de multicolinearidade das variáveis, foi realizado um teste de *Variance Inflation Factor* (VIF), que resultou em médias abaixo de 5, mostrando que não existe multicolinearidade (Freund et al., 2006).

Para testar a presença de autocorrelação, foi realizado o teste de Wooldridge, tomando como base a hipótese nula de que não há autocorrelação. O modelo 01 apresentou um valor maior do que 0,05 como resultado, aceitando-se a hipótese nula, demonstrando, portanto, que não há autocorrelação. Os modelos 02, 03 e 04 apresentaram autocorrelação, pois a  $H_0$  foi rejeitada. Além disso, foi realizado o teste de Wald com o intuito de testar se existe heterocedasticidade nos modelos, concluindo-se pela sua existência nos quatro modelos, pois os resultados foram menores do que 0,05. Assim, rejeita-se a hipótese nula de que não há heterocedasticidade.

No que se refere ao modelo 01, a variável Z-Score não apresentou significância estatística em relação à variável REM (*Real Earnings Management*). No modelo 02, a variável ZM-score também não apresentou relação e significância com o gerenciamento de resultado. Quanto às *dummy* de dificuldade financeira, FD1 (*Finacial Distress 1*) apresentou relação negativa e significativa com o gerenciamento de resultados. Esse resultado corrobora a hipótese do artigo que sugere que empresas em dificuldades financeiras apresentam maiores gerenciamento de resultados. Já a variável FD2 não apresentou coeficientes significativos em relação à variável REM.

A tabela 4, a seguir, apresenta os modelos estimados.

**Tabela 4**

Modelos Estimados

Modelo Y: REM	1	2	3	4
Z-score	0.0000 (0.98)			
ZM-score		-0.1708 (-0.70)		
FD1			-5.1145* (-1.72)	

FD2				-0.9204 (-0.89)
TAM	-0.8856*** (-2.94)	-35.0907* (-1.79)	-34.1185* (-1.79)	-33.8376* (-1.78)
CRES	-0.0356*** (-2.78)	-0.1373 (-0.95)	-0.1382 (-0.95)	-0.1393 (-0.95)
ROA	1.1508*** (2.61)	-0.3900 (-0.24)	0.9941*** (4.37)	0.7815** (2.39)
PERD	-0.1598 (-0.74)	5.7234 (1.62)	6.9112 (1.63)	5.5352 (1.56)
Constante	12.2506*** (2.73)	512.1626* (1.79)	498.0971* (1.78)	493.9176* (1.77)
Observações	797	1134	1202	1202
VIF Médio	1.19	1.26	1.15	1.12
Wooldridge	0.1868	0.0000	0.0000	0.0000
Wald	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Breusch-Pagan	0.0000	0.0855	0.1049	0.1059
Chow	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Hausman	0.0003	0.0000	0.0000	0.0000
Efeito	Fixo	Fixo	Fixo	Fixo

Nota: a) O Erro padrão está entre parênteses; b) (\*) estatisticamente significativa ao nível de 10%; (\*\*) estatisticamente significativa ao nível de 5%; (\*\*\*) estatisticamente significativa ao nível de 1%; c) o teste VIF apresentou coeficiente menor que 10 para todas as variáveis.

Os modelos 01, 02 e 04 não apresentaram relação entre a variável dependente REM (*earnings management*) e a variável independente FD1 (*Finacial Distress 1*) calculada por meio do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), sendo o resultado diferente do anterior, visto que o Modelo 03 apresentou uma relação negativa e significativa ao nível de 10% entre a variável REM (*earnings management*) e a variável independente FD1 (*Finacial Distress 1*). Isso demonstra que, quanto maior é o gerenciamento de resultados, menor será a variável FD1.

Ademais, corroborando o estudo realizado por An, Z., Li, D., & Yu, J. (2016) as empresas que estão em estado de insolvência ou passando por dificuldades financeiras tendem a gerenciar melhor os seus resultados com o objetivo de demonstrar a gravidade da sua situação e obter os possíveis benefícios de uma recuperação judicial.

Destaca-se que os quatro modelos elaborados não apresentaram relação entre a variável REM (*earnings management*) e a FD2 (*Finacial Distress 2*).

No que se refere às variáveis de controle, o TAM (Tamanho) demonstrou, para todos os modelos, uma relação negativa e significativa, corroborando, assim, os resultados encontrados anteriormente pelos autores Gu et al. (2005). De acordo com os autores e o resultado obtido, quanto mais a variável dependente REM diminui, mais a variável TAM (Tamanho) aumenta.

A variável de CRES (Crescimento), por sua vez, apresentou uma relação negativa significativa no nível de 1% no modelo 01 e não significativa nos demais modelos. O resultado negativo entre a variável CRES (Crescimento) concernente à relação perante o REM não vai de encontro ao resultado apresentado no trabalho dos autores Gu et al. (2005), pois percebeu-se uma relação positiva entre ambas.

A variável ROA (*Return on assets*) também apresentou uma relação positiva e significativa ao nível de 1%, assim como esperado e abordado pela literatura de Dal Magro et al. (2019) e Guo et al. (2015), demonstrando que, quanto maior for o retorno dos ativos da empresa, maior será o seu gerenciamento de resultados.

## 2.5 Considerações Finais

O presente artigo teve como principal objetivo investigar a relação entre o *Financial Distress* e o *Real Earnings Management* (REM) por meio da elaboração de quatro modelos, tendo sido utilizada uma base de dados dotada de 723 empresas. Os dados foram coletados na Economática® e formatados no Excel®. Para o estudo, utilizando-se o gerenciamento de resultados, estimaram-se as proxies sugeridas por Roychowdhury (2006).

Os resultados obtidos pela pesquisa apontam que empresas que estão passando por dificuldades financeiras gerenciam menos os seus resultados, corroborando os resultados obtidos pelos autores An et al. (2016). Conforme encontrado por Gu et al. (2005), os resultados demonstram que empresas com maior TAM (Tamanho) gerenciam menos os seus resultados. No que se refere ao resultado obtido com a utilização da variável ROA (*Return on assets*), é possível encontrar outros achados já abordados pela literatura.

Concernente à hipótese 1 levantada, os resultados obtidos por meio dos modelos elaborados demonstram que as empresas, ao passarem por dificuldades financeiras (*Financial Distress*), gerenciam menos os seus resultados, especialmente, os operacionais. Com o intuito de demonstrar a real situação financeira da empresa e suas dificuldades enfrentadas em virtude da insolvência, o gerenciamento de resultados ocorre com menor intensidade. A menor intensidade do gerenciamento de resultados apresentada por empresas que estão passando por dificuldades financeiras está ligada à possibilidade de se obterem benefícios judiciais do processo.

Este trabalho pode ser visto como uma contribuição na esfera social no que se refere às dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas brasileiras e seus profundos impactos caso não sejam revertidas. Evitando a insolvência devido às dificuldades, as empresas cumprem com

suas obrigações junto a seus credores e tornam-se capazes de manter o seu quadro de funcionários sem quaisquer penalidades.

Como limitações do presente trabalho, pode-se citar uma amostragem limitada a empresas brasileiras e um número elevado de empresas com seus cadastros desativados. Além disso, as variáveis utilizadas são restritas para os modelos propostos. Para estudos futuros, sugere-se a utilização de novos modelos para o *Financial Distress* e REM, utilizando-se uma base de dados voltada para a América Latina.

### **3 CAPÍTULO 3. GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RECUPERAÇÃO JUDICIAL: EVIDÊNCIAS PARA EMPRESAS BRASILEIRAS.**

#### **Resumo**

Este estudo investigou a relação entre recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM) de empresas brasileiras de capital aberto no período 2016-2020. A metodologia adotada é a regressão de dados em painel. A variável dependente foi o nível de REM mensurado a partir de Roychowdhury (2006), que estima a manipulação de atividades reais por meio da análise das movimentações anormais de fluxo de caixa operacional, despesas discricionárias e custos de produção. Como principais resultados, o estudo conseguiu comprovar que existe uma relação inversa entre o gerenciamento de resultados e a recuperação judicial e insolvência. Desse modo, os achados sugerem que empresas com dificuldades financeiras têm menor necessidade de gerenciamento de resultados. Embora muitos estudos avaliem os fatores que influenciam o gerenciamento de resultados, este trabalho busca contribuir com o estudo de gerenciamento de resultados contábeis e utiliza uma proxy operacional, associando-a com empresas em dificuldades financeiras. Como estudos futuros, sugere-se ampliar a amostra para empresas da América Latina.

**Palavras-chave:** Gerenciamento de resultados, desempenho, recuperação judicial, empresas brasileiras.

#### **Abstract**

This study investigated the relationship between judicial recovery and insolvency at the *Real Earnings Management* (REM) level of publicly traded Brazilian companies in the period 2016-2020. The adopted methodology is panel data regression. The dependent variable was the REM level measured from Roychowdhury (2006), which estimates the manipulation of real activities through the analysis of abnormal movements in operating cash flow, discretionary expenses and production costs. As main results, the study managed to prove that there is an inverse relationship between earnings management and judicial recovery and insolvency. Thus, the findings suggest that companies with financial difficulties have less need for earnings management. Although many studies evaluate the factors that influence earnings management, this work seeks to contribute to the study of accounting earnings management and uses an operational proxy, associating it with companies in financial difficulties. As future studies, it is suggested to expand the sample to companies in Latin America.

**Keywords:** Earnings management, performance, judicial recovery, Brazilian companies.

### 3.1 Introdução

Nos últimos anos, o *Real Earnings Management* (REM) tem sido investigado sob a ótica da literatura contábil financeira, examinando as questões como planos de ação gerencial, influência de fatores institucionais, reduções de preços, vendas de ativos, superprodução ou recompras de ações (Ali & Zhang, 2015; Coelho et al., 2016; Gonçalves et al., 2022; Osma et al., 2022; Roychowdhury, 2006). As evidências sugerem que os resultados podem ser gerenciados, modificando fatores como estrutura das transações de investimento, operação e financiamento (Osma et al., 2022; Vorst, 2016;).

No que se refere à estimação, o modelo seminal de Jones (1991) realiza o cálculo dos *accruals* não discricionários, o que possibilita analisar as estimativas, tendo como explicação a variação na receita e nos investimentos em ativos permanente. Na mesma linha, Kang e Sivaramakrishnan (1995), sendo mais conhecidos como modelo KS, estimam os *accruals* discricionários, possibilitando uma melhor identificação de frações que apresentem um alto nível de *accruals* gerenciados, sendo capaz de reduzir o problema de variáveis omitidas ao incluir variáveis adicionais, como o custo do produto vendido, as despesas operacionais e as contas a receber.

Roychowdhury (2006) propõe uma estimação para REM que se baseia no conceito de gerenciamento de resultados operacionais. O autor propõe o cálculo por meio de operações anormais de fluxo de caixa, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais.

No que se refere a empresas com dificuldades financeiras, algumas evidências revelam que essas empresas obtêm maiores incentivos para realizarem práticas discricionárias e gerenciamento de resultados (An et al., 2016; Coelho et al., 2016; Fiirst et al., 2020; Queiroz et al., 2018).

Em um estudo para empresas do Reino Unido, An et al. (2016) mostram que as empresas tendem a gerenciar os lucros para cima nos quatro anos anteriores ao pedido de falência. Os principais mecanismos para essa manipulação são os acréscimos contábeis e a implementação de ações operacionais reais que se desviam da prática normal.

Queiroz et al. (2018), em um estudo de empresas brasileiras listadas na B3, relataram que empresas em dificuldades financeiras estão mais propensas a gerenciar seus resultados do que empresas que se encontram em situação financeira confortável.

Em um estudo complementar, Fiirst et al. (2020) evidenciam que o gerenciamento de resultado de empresas insolventes é decrescente, visto que, de três a quatro anos antes da formalização do pedido de recuperação judicial ou falência, os gestores tentam mascarar as



dificuldades financeiras, no entanto, mais próximo ao evento, especialmente, no último ano, as empresas buscam evidenciar o sofrimento financeiro para que se formalize o pedido de recuperação judicial ou falência.

Diante do exposto, o presente estudo tem como objetivo investigar a relação entre recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM) de empresas brasileiras de capital aberto no período 2016-2020.

O estudo avança ao propor uma estimação de gerenciamento de resultados operacionais, diferentemente de estudos anteriores, e associá-lo com empresas em recuperação judicial e insolventes.

A relevância do estudo justifica-se pela necessidade de se compreenderem os determinantes dos pedidos de recuperação judicial e como o gerenciamento de resultados tem sido utilizado pelas empresas. Ademais, o estudo contribui ao utilizar o modelo proposto para que os gestores possam tomar decisões financeiras que diminuam o risco de pedido de recuperação judicial ou, em último caso, o encerramento das suas atividades, evitando-se gerar um aumento ainda mais grave do desemprego no país, como também a informalidade no mercado de trabalho.

## **3.2 Referencial Teórico**

### **3.2.1 Gerenciamento de Resultados**

Devido à necessidade de controle das flutuações econômicas internas da empresa, uma das fontes mais confiáveis que representam com justeza os fenômenos econômicos comumente utilizados são as informações contábeis geradas pelos contadores por ela responsáveis (Oliveira et al., 2000).

Para Schipper (1989), um dos precursores da temática que trata do gerenciamento de resultados, a intervenção deliberada dos gestores ou contadores responsáveis pelas empresas nos demonstrativos contábeis tem o intuito de divulgação para o público interessado de certas melhorias direcionadas e possíveis distorções numéricas e de resultados. Essa intervenção proposital nos demonstrativos contábeis tem como objetivo central criar resultados disformes da realidade performada pelas empresas em uma tentativa de imprimir melhor visibilidade por meio da divulgação de dados internos para o mundo externo. Com os resultados otimizados, torna-se possível melhor atratividade por parte dos acionistas e possíveis futuros investidores

na empresa (Watts & Zimmerman, 1986).

Healy e Wahlen (1999) afirmam que os gestores das empresas podem se utilizar de julgamento próprio e voltado para o benefício direcionado com o intuito de modificação de relatórios financeiros e, subsequentemente, das demonstrações contábeis. O remodelamento dos resultados vai além da simplista ideia de facetar as demonstrações com o intuito de gerar melhor entendimento e acompanhamento interno, tendo como visão adicional a melhoria da atratividade financeira, o incremento da robustez comercial da empresa e a subsequente geração de possíveis especulações que podem incrementar o capital interno.

De acordo com Martinez (2001), o gerenciamento de resultados parte da necessidade dos gestores de manipularem os resultados contábeis com o intuito de aumentar ou diminuir lucros, reduzir as variabilidades, bem como reduzir lucros correntes em prol de lucros futuros. Em seu estudo, o autor demonstra que as empresas que praticam o gerenciamento por meio de *accruals* conseguem intrujar, em curto prazo, os interessados externos com relação às demonstrações contábeis e ao mercado, porém perdem seu prestígio e são duramente punidas em médio e longo prazo. Mesmo que essa prática possa gerar problemas para os gestores e para as empresas que a praticam, trata-se de uma prática legal, não se constituindo em atividades criminosas com o intuito de fraudar resultados (Gunny, 2005; Martinez, 2013).

Han e Wang (1998) elaboraram, em 1990, um estudo direcionado às companhias petrolíferas nos EUA, as quais esperavam ter um maior lucro durante a crise do Golfo Pérsico devido ao aumento repentino dos preços dos produtos e serviços. Foi constatado que as petrolíferas se utilizaram de ajustes direcionados (*accruals*) para diminuir os seus lucros trimestrais e, assim evitarem, custos devido a acréscimos de impostos e a atenção política desnecessária. Este estudo demonstrou que a utilização de ajustes não está somente ligada à tentativa de gerar melhores resultados e, sim, adequar a realidade presente da empresa para ganhos financeiros e fiscais no futuro.

Com o intuito de demonstrar a possibilidade da melhoria de ganhos por gestores de alto escalão nas empresas, os autores Assenso-Okofu et al. (2021) buscaram provar a relação entre a remuneração dos CEOs com o gerenciamento de resultados por meio da compilação de 1800 observações de empresas durante o período de 2005 a 2010, tendo sido empregada uma análise de regressão múltipla e realizados outros testes econométricos. Os autores afirmam ter encontrado relação direta da prática de gerenciamento de resultados e a remuneração incremental dos CEOs, levando à necessidade de uma governança corporativa alinhada e sem entendimentos distorcidos.

Souza et al. (2022), em um estudo para empresas brasileiras, analisaram o impacto da norma IFRS15 no gerenciamento de resultados. Os achados revelaram que existem evidências de redução na qualidade dos *accruals* de empresas do setor de tecnologia, bem como aumento no gerenciamento de resultados de modo geral, em especial, no setor de produtos industrializados. Assim, os autores concluíram que não houve evidências de que as normas melhoraram a evidenciação contábil das empresas brasileiras.

Com o intuito de possibilitar a diminuição do gerenciamento de resultados nas empresas, deve-se fortalecer a prática da governança corporativa com o propósito de potencializar políticas internas e regulamentações não dinâmicas que impedem a modificação de resultados financeiros com inclinações particulares dos gestores responsáveis. De acordo com Barros et al. (2013), os administradores responsáveis pela divulgação dos resultados financeiros têm o compromisso de emití-los com a mais alta confiabilidade possível a fim de garantir uma tomada de decisão assertiva e confiável. Mesmo que essa seja a realidade esperada, os gestores estão sujeitos à tomada de decisões baseadas em interesses próprios, corroborando, assim, a ideia de fortalecimento da governança corporativa com o intuito de gerar melhor confiabilidade e potencial futuro da empresa (Xie et al., 2003).

Dessa forma, faz-se necessário compreender os fatores que levam as empresas a gerenciarem seus resultados. Alguns estudos têm explorado como a dificuldade financeira pode incentivar as empresas a buscarem esse mecanismos.

### **3.2.2 Recuperação Judicial**

Os estudos sobre recuperação judicial e falência têm se destacado por ajudarem as empresas que se encontram em dificuldades financeiras a se reerguerem e não causarem um impacto socioeconômico em seu local de origem. Para Ross et al. (1995), a situação de dificuldade financeira se dá quando os fluxos de caixa operacionais não são suficientes para permitir o pagamento das obrigações correntes. Estima-se um intervalo entre 1.297 e 1.313 de pedidos de recuperações judiciais protocolados em 2020 por empresas brasileiras (CONJUR, 2020). No que se trata dos pedidos de falência, foi registrado um salto de 12,7% em comparação ao número de pedidos em 2019 (Boa Vista, 2020).

Os gestores empresariais têm a incumbência de liderarem suas respectivas empresas, seguindo objetivos primordiais como a possibilidade de alcançarem lucros e objetivos

financeiros específicos, porém não é sempre esse cenário observado nas mais diversas iniciativas privadas e seus subsequentes setores de atuações. Em detrimento das dificuldades econômicas enfrentadas pelas empresas, é passível o seu estado de insolvência, incorrendo, inclusive, na possibilidade de recuperação judicial ou pedido de falência decretada (Guimarães & Moreira, 2008; Opler & Titman, 1994).

Para Kayo e Famá (1996), o conceito de crise financeira enfrentada pelas empresas e a possibilidade de insolvência é comumente confundido. A crise financeira está ligada à desvalorização de ativos e diminuição da liquidez dos balanços. Já a insolvência é a incapacidade total de pagamento das obrigações para os credores, podendo a empresa, nesse caso, entrar em recuperação judicial ou falência (Altman, 1993; Guimarães & Moreira, 2008). A recuperação judicial ocorre quando a empresa passa por sérias dificuldades financeiras, mas tem a possibilidade de se reorganizar. Uma empresa está oficialmente falida quando ela ingressa com o pedido de falência em um tribunal federal ou estadual sem possibilidades de reorganização (Brigham et al., 2001).

Nigam e Boughanmi (2017) demonstram em seu estudo que a identificação por parte dos gestores de forma antecipada de sinais negativos ligados a dificuldades financeiras, por meio da análise e acompanhamento dos principais indicadores financeiros e mercadológicos, possibilita a reversão do quadro da iminente crise factível. Com ações preventivas e assertivas, a partir das análises mencionadas anteriormente, o risco de pedidos de recuperação judicial e insolvência naturalmente diminuem na medida em que as obrigações forem cumpridas e a “saúde” financeira seja restabelecida (Sayari & Mugan, 2020).

Para os autores Inekwe et al. (2018), os indicadores contábeis e as variáveis mercadológicas têm um valor vital no acompanhamento da saúde financeira das empresas e ajudam diariamente nas tomadas de decisões dos gestores. Os autores demonstram em seu estudo que, mesmo existindo um acompanhamento diário dos indicadores contábeis e mercadológicos ligados à empresa e um aparente crescimento em diferentes frentes de atuação, fatores internos e externos não totalmente previsíveis oferecem riscos e devem ser levados em consideração (Sayari & Mugan, 2020). A previsão da dificuldade financeira é possível por meio do acompanhamento dos indicadores, possibilitando, assim, ações que mitiguem os possíveis riscos da insolvência (Sayari & Mugan, 2020).

Com a não resolução da crise econômica/financeira na empresa e a insolvência alcançada devido à incapacidade total de liquidar as dívidas presentes, torna-se possível o pedido de recuperação judicial ou o decreto de falência. Caso a opção seja a recuperação

judicial, observa-se como objetivo primordial evitar que a empresa entre em estado de falência, possibilitando, assim, a negociação de suas obrigações por meio da elaboração de um plano de recuperação e quitação de obrigações junto a seus credores (Guimarães & Moreira, 2008; Opler & Titman, 1994).

Para Borges e Rech (2021), os programas destinados à reversão da situação de dificuldade financeira nas empresas brasileiras não têm expressiva efetividade no que tange à regularização das dívidas e pagamentos dos tributos ao estado. O estudo elaborado pelos autores demonstra a existência de falhas nos programas de regularização tributárias, não oferecendo, portanto, a real possibilidade de proteção ao capital da empresa e ao bem social dos trabalhadores dela dependentes. Quando o capital da empresa fica debilitado e as suas obrigações junto ao estado, fornecedores e colaboradores não são cumpridas, a possibilidade de insolvência tornar-se realidade.

Borges e Rech (2021), Takar (2019) e Pêgas (2017) demonstraram em seus estudos que as empresas em dificuldades financeiras dificilmente conseguem pagar as suas dívidas por meio de programas de regularização tributárias. Não conseguindo arcar com os compromissos e acordos oriundos dos programas de recuperação, a empresa se vê frente à problemática abordada anteriormente concernente as dificuldades financeiras, piorando a situação existente ou ficando no mesmo estado que aquele anterior ao ingresso do programa.

Uma das práticas que as empresas em recuperação judicial podem buscar para maquiar seus resultados é o gerenciamento resultados. An et al. (2016), para uma amostra de 1800 empresas do Reino Unido, identificam que as empresas tendem a gerenciar os lucros para cima nos quatro anos anteriores ao pedido falência. Os principais mecanismos para essa manipulação são os acréscimos contábeis e a implementação de ações operacionais reais que se desviam da prática normal.

No caso das empresas brasileiras, Queiroz et al. (2018) relataram que empresas em dificuldades financeiras estão mais propensas a gerenciar seus resultados do que empresas que se encontram em situação financeira confortável.

Em um estudo recente, Fiirst et al. (2020) evidenciam que o gerenciamento de resultado de empresas insolventes é decrescente, visto que, de três a quatro anos antes da formalização do pedido de recuperação judicial ou falência, os gestores tentam mascarar as dificuldades financeiras. No entanto, mais próximo ao evento, especialmente, no último ano, as empresas buscam evidenciar o sofrimento financeiro para formalizar o pedido de recuperação judicial ou falência. Portanto, pode-se entender que, em períodos que antecedem a recuperação judicial, há

uma maior propensão ao gerenciamento de resultados, enquanto que, em períodos em que as empresas estão no processo de recuperação, essa tendência é inversa.

Nesse sentido, o trabalho estabelece as seguintes hipóteses:

*H1: Empresas em recuperação judicial têm menor gerenciamento de resultados.*

*H2: Empresas insolventes têm maior gerenciamento de resultados.*

### **3.3 Aspectos Metodológicos**

#### **3.3.1 Classificação da pesquisa e composição da amostra**

O presente trabalho utiliza como método um estudo descritivo (Gil, 2002) e de natureza quantitativa (Oliveira, 2011) uma vez que as variáveis estabelecidas são numéricas. Quanto ao procedimento, a pesquisa é de caráter secundário com análise estatística (Lakatos & Marconi, 2003). Quanto à técnica de análise de dados, o tratamento será realizado por meio de análises econométricas e estatística multivariada (Oliveira, 2011) e, para o levantamento dos dados, é utilizada a base de dados Económica

A amostra é composta por 723 empresas não financeiras com a seguinte subdivisão por setor de atuação: Setor de Energia, 67 (9,27%); Comércio, 57 (7,88%); Siderúrgica & Metalúrgica, 52 (7,19%); Alimentos e Bebidas, 51 (7,05%); Construção, 49 (6,78%); Telecomunicações, 46 (6,38%); Química, 43 (5,95%); Têxtil, 38 (5,26%); Transporte e Serviços, 33 (4,56%); Veículos e Peças, 28 (3,87%); Eletroeletrônicos, 21 (2,90%); Petróleo e Gás, 18 (2,49%); Mineração, 17 (2,35%); Máquinas Industriais, 13 (1,80%); Agro e Pesca, 12 (1,66%); Software e Dados, 12 (1,66%); Papel e Celulose, 10 (1,38%); Mineração não Metais, 9 (1,24%); e outros com 147 (20,33%).

#### **Tabela 1**

Empresas e seus subsequentes setores

*Dados coletados das Empresas e seus subsequentes setores*

Setores de atuação	Contagem de empresas	Porcentagem
Outros	147	20,33%

Energia Elétrica	67	9,27%
Comércio	57	7,88%
Siderúrgica & Metalúrgica	52	7,19%
Alimentos e Bebidas	51	7,05%
Construção	49	6,78%
Telecomunicações	46	6,36%
Química	43	5,95%
Textil	38	5,26%
Transporte e serviços	33	4,56%
Veículos e peças	28	3,87%
Eletroeletrônicos	21	2,90%
Petróleo e Gás	18	2,49%
Mineração	17	2,35%
Maquinas industriais	13	1,80%
Agro e Pesca	12	1,66%
Software e Dados	12	1,66%
Papel e celulose	10	1,38%
Mineração não metais	9	1,24%
<b>Total Geral</b>	<b>723</b>	<b>100%</b>

**Fonte:** Elaborada pelos autores (2021).

Da amostra inicial coletada, parte estava com o seu status de funcionamento como cancelado, tendo o seguinte percentual:

## Tabela 2

### *Status do cadastro das empresas*

Status	Contagem de empresas
Ativo	348
Cancelado	375
<b>Total:</b>	<b>723</b>

**Fonte:** Elaborada pelos autores (2021).

## 3.4 Variáveis de Pesquisa

Com o intuito de estimar a relação entre o gerenciamento de resultados e a recuperação judicial, estimou-se o nível de *Real Earnings Management* proposto por Roychowdhury (2006). O REM foi calculado com a junção de três *proxies*, sendo elas: operações anormais de fluxo de caixa, custos de produção anormais e despesas discricionárias anormais. A seguir, será

detalhado cada um desses componentes:

As operações anormais de fluxo de caixa dizem respeito às empresas que gerenciam seus ganhos, acelerando o momento das vendas e aumentando os ganhos, bem como oferecendo descontos e condições de crédito tolerantes (Luo, 2019; Roychowdhury, 2006). Para calcular as operações de fluxo de caixa anormais, utilizou-se a seguinte regressão:

$$AbnCFO_{ti} \frac{CSFO_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que CFO t é o fluxo de caixa das operações no ano t; A t -1 é a defasagem dos ativos totais no ano t; S t é o total de vendas em um ano t; e Δ S t é a variação no total de vendas durante o ano t.

Em relação aos custos de produção anormais, tem-se que os gerentes também podem manipular os ganhos, reduzindo o custo das mercadorias vendidas pela produção de mais produtos do que o necessário com vista a alocar custos em um grande número de unidades, o que aumenta a margem de lucro (Roychowdhury, 2006). Para calcular os custos de produção anormais, utilizou-se o seguinte cruzamento de modelos de regressão seccionais:

$$AbnPROD_{ti} \frac{PROD_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_t/A_{t-1}) + \beta_3 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \beta_4 * (\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que: PROD t são os custos de produção no período (t); Δ s t -1 é a diferença entre as vendas totais nos anos atuais e anteriores; e as demais variáveis são similares àquelas já definidas na equação 1.

No que tange às despesas discricionárias anormais, a maneira convencional de manipular lucros é gerenciando despesas como as de pesquisa e desenvolvimento (P&D), publicidade, vendas e administração, treinamento e manutenção de funcionários. Nesse caso, os gerentes podem, por exemplo, atrasar despesas de P&D ou reduzir gastos com publicidade para também reduzir a saída de caixa e aumentar o lucro. A equação abaixo direcionou os cálculos:

$$AbnDISEXPEN_{ti} \frac{EXPEN_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 * 1/A_{t-1} + \beta_2 * (S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t$$

Em que: DISEXPEN t são despesas discricionárias; e as demais variáveis são aquelas definidas na equação 1. Uma vez que se utiliza o REM consolidado para medir a variável dependente, usa-se a metodologia de Roychowdhury (2006) para calcular o REM, conforme equação a seguir:



$$REM_{t,i} = Abn\ CFO_{t,i} * + Abn\ DISEXP_{t,i} ** - Abn\ PROD_{t,i} ***$$

Em que: REM  $i, t$  é o REM abrangente na empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ); e Abn CFO  $t, i$  são as operações de fluxo de caixa anormais na empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ), que é o resíduo calculado na equação 1. Além disso, Abn DISEXP  $t, i$  é a despesa discricionária anormal na empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ), que é o resíduo calculado na equação (2). Finalmente, Abn PROD  $t, i$  é o custo de produção anormal em empresa ( $i$ ) no ano ( $t$ ), que é o resíduo calculado na equação 3.

O Quadro 1, a seguir, apresenta as variáveis utilizadas na pesquisa.

### Quadro 1

Variáveis da pesquisa

VARIÁVEL	MÉTRICA	RELAÇÃO ESPERADA	AUTORES	FONTE DE COLETA
<b>DEPENDENTE</b>				
REM <i>Real Earnings Management</i>	REM $t, i =$ AbnCFO $t, i * +$ AbnDISEXP $t, i ** -$ AbnPROD $t, i ***.$	-	Luo (2019); Roychowdhury (2006);	Economática
<b>INDEPENDENTES</b>				
Recuperação	Dummy que é igual a um (1) para empresas em recuperação judicial e zero (0), caso contrário	Positivo		CVM
Insolvência	Dummy com valor “1” quando o Patrimônio Líquido da companhia é negativo e “0” para o contrário	Negativa	Ross et al. (2011) e Coelho et al. (2017)	Economática
<b>CONTROLE</b>				
CFO	Fluxo de caixa das operações do ano $t$ escalonado pelos ativos totais do início do ano $t$ .	Positiva	Dal Magro et al. (2019); Roychowdhury (2006).	Economática
TAM	Log do ativo total no ano $t$ .	Positiva	Dal Magro et al. (2019); Kim et al. (2019).	Economática
CRESC	(Ativo Totalit – Ativo Totalit-1) / Ativo Totalit-1	Positiva	Coelho et al. (2017)	Economática
ALAVANC <sub>it-1</sub>	Dívida total ponderada pelos ativos totais no início do ano $t$ .	Positiva	Dal Magro et al. (2019).	Economática
ROA <sub>it-1</sub>	Retorno sobre os ativos no início do ano $t$ .	Negativa	Dal Magro et al. (2019);	Economática

PERDA <sub>it-1</sub>	Variável dummy que é igual a um (1) para empresas com prejuízo líquido para o ano t-1 e zero (0), caso contrário.	Negativa	Dal Magro et al. (2019).	Economática
-----------------------	---	----------	--------------------------	-------------

Os dados referentes às empresas em recuperação judicial foram extraídos dos seus formulários de referências disponibilizados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). No que diz respeito à classificação das empresas insolventes, o critério utilizado também é descrito por Ross et al. (2011) e Coelho et al. (2017), os quais classificam como insolventes empresas que têm patrimônio líquido negativo, ou seja, o valor dos ativos é inferior ao valor das dívidas.

Para este estudo, foram construídos dois modelos de regressão em painel desbalanceado. O modelo 1 proposto, abaixo descrito, buscou investigar se o processo de recuperação judicial influencia no gerenciamento de resultados reais (REM).

$$REM = \beta_0 + \beta_1 + \mathbf{REcup\ judicial} + Alavac_{it-1} + \beta_9 ROA_{it-1} + \beta_{10} Perda_{it-1} + \beta_{11} CFO + \beta_{12} Cresc + \beta_{13} tamanho_{firma} + \text{Termo de erro}$$

Já o modelo 2, abaixo exposto, explica se a insolvência influencia o nível gerenciamento de resultados reais das firmas.

$$REM = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{insolvencia} + Alavac_{it-1} + \beta_9 ROA_{it-1} + \beta_{10} Perda_{it-1} + \beta_{11} CFO + \beta_{12} Cresc + \beta_{13} tamanho_{firma} + \text{Termo de erro}$$

### 3.5 Resultados da Pesquisa

#### 3.5.1 Estatística Descritiva

A Tabela 3 apresenta a descrição das variáveis da pesquisa, contendo médias, desvio padrão, valores mínimos e máximos para empresas em processo de recuperação judicial e empresas que não entraram em recuperação judicial.

**Tabela 3**

*Estatística Descritiva*

VAR	Empresas sem recuperação judicial					Empresas em recuperação judicial				
	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
REM	1,244	-0.31918	45.0256	-1021.745	910.802	83	2.002884	7.631331	7.729263	47.37716
TAM	1,735	14.0344	2.81001	3.96706	18.4379	105	13.60033	1.527186	10.39305	18.22432
ALAV	1,493	1.67420	7.18738	.0005066	101.888	99	2.163068	1.636511	.4433084	10.18293

CRES	1,493	5.00460	85.0582	0	2269.41	102	1.170921	1.833136	0	14.32654
ROA	1,735	3.15778	137.118	-32.63997	5711.03	105	.1500974	1.80853	10.71322	14.53854
CFO	1,656	3.3390	107.241	-1152.784	3539.51	105	.0043535	.0870401	.5941728	.2914237

Fonte: Elaborada pelos autores (2022).

No que se refere ao número de observações da variável *Real Earnings Management* (REM), as empresas que não estão em recuperação judicial apresentaram 1.244 e as que estão em recuperação judicial somam 83. Após a análise da variável REM, verificou-se que as empresas que não se encontram em recuperação judicial apresentaram uma média de -0,31918 e as que estão em recuperação judicial, -2.002884. Desse modo, as empresas em recuperação judicial apresentam uma média menor de *Real Earnings Management*.

Em congruência com o estudo dos autores Gu et al. (2005), a alavancagem é mais presente em empresas que se encontram em recuperação judicial se comparadas com aquelas que não se encontram nessa situação. No que concerne à variável TAM (Tamanho), o resultado demonstrou uma média maior nas empresas que não estão em recuperação judicial e menor naquelas que estão nessa situação, sendo o valor de 14,03 nas primeiras e 13,60 naquelas que se encontram em recuperação judicial.

No que se refere às variáveis de desempenho, ROA e Crescimento, as empresas em processo de recuperação judicial apresentaram médias menores que a amostra de empresas que não pediram recuperação judicial. A variável ROA apresentou uma média de 3.15778 nas empresas que não estão nesse processo e 1,80 nas que estão em recuperação, corroborando, assim, os resultados encontrados por Dal Magro et al. (2019).

A variável Crescimento apresentou um valor médio superior nas empresas que não estão em recuperação judicial e menor nas que estão em processo de recuperação. As empresas que não estão nessa situação apresentaram uma média de 5.00460 e as que estão obtiveram média de 1.17. Esses resultados demonstram que as empresas que estão em recuperação judicial têm menor crescimento se comparadas com as empresas saudáveis.

### 3.5.2 Análise de Correlação

Para este estudo, considera-se a escala de correlação elaborada por Dancey e Reidy (2005), segundo a qual, se o resultado obtido for de 0,1 a 0,3, há uma correlação fraca, de 0,4 a 0,6, uma correlação moderada, e de 0,7 a 0,9, a correlação é considerada forte (Akoglu, 2018).

**Tabela 4***Análise de Correlação*

	Rem	Prj	tam	alavb	cres	roa	Flcop	Perd
REM	1.0000							
TAM	-0.0673*	-0.0130	1.0000					
ALAVB	0.0004	0.0124	-0.1997*	1.0000				
CRES	-0.5714*	-0.0078	-0.0282	-0.0050	1.0000			
ROA	-0.0051	-0.0041	-0.0820*	-0.0097	0.0042	1.0000		
FCO	0.4524*	-0.0052	0.0142	-0.0035	0.6785*	-0.0007	1.0000	

**Fonte:** Elaborada pelos autores (2022).

A variável REM apresentou uma correlação negativa e significativa com a variável TAM (Tamanho), corroborando os resultados obtidos pelo autor Richardson (2000). A variável REM (*earnings management*) não apresentou correlação com a variável Alavb (Alavancagem). Já a variável REM apresentou uma correlação negativa e significativa com a Cres (Crescimento), que é um resultado diferente daquele encontrado por Richardson (2000) e Gu et al. (2005).

A variável REM (*earnings management*) apresentou uma correlação positiva e significativa com a variável Fluxo de caixa, demonstrando que, quanto mais se gerenciam os resultados, maior será o seu fluxo de caixa. Esse resultado corrobora os estudos previamente realizados pelos autores Dal Magro et al. (2019), Guo et al. (2015) e Roychowdhury (2006).

**3.5.3 Modelos Estimados**

Para a definição dos modelos, foi realizada uma análise de normalidade. Além disso, realizou-se o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), o qual apresentou média abaixo de 10 para todas as variáveis, indicando que não há multicolinearidade entre as variáveis. Os resultados dos testes de Hausman apresentaram efeito fixo para ambos os modelos. Para os Testes de Wald e de Wooldridge, foi identificada heterocedasticidade corrigida pelo comando robust.

**Tabela 5**

## Modelos Estimados

Modelo	Recuperação	Insolvência
PRJ	-1.0792* (-1.74)	
INS		-1.0002** (-2.40)

TAM	-1.2122*** (-2.68)	-1.2533*** (-2.75)
ALAVB	0.3795*** (4.41)	0.3817*** (4.51)
CRES	0.1209*** (112.34)	0.1210*** (112.38)
ROA	1.2216*** (2.83)	1.2220*** (2.83)
FCO	-1.4865*** (-282.82)	-1.4873*** (-285.68)
PERDA	-0.1295 (-0.71)	-0.0490 (-0.28)
_cons	16.6409** (2.50)	17.3218** (2.58)
N	1134	1134
Chow	0.0000	0.0000
F	0.0000	0.0000
Wooldridge	0.0000	0.0000
Wald	0.0000	0.0000

*Nota:* a) O Erro padrão está entre parênteses; b) (\*) estatisticamente significativa ao nível de 10%; (\*\*) estatisticamente significativa ao nível de 5%; (\*\*\*) estatisticamente significativa ao nível de 1%; c) o teste VIF apresentou coeficiente menor que 10 para todas as variáveis.

O modelo 1 mede a relação da variável REM com o processo de recuperação judicial, observando-se uma relação negativa e significativa para a variável entre a *proxy* de gerenciamento de resultados e o processo de recuperação judicial, corroborando a hipótese 1 desta pesquisa que indica que empresas, ao entrarem com pedido de recuperação judicial, gerenciam menos resultados, especialmente os operacionais. Os achados desta pesquisa expressam que os gestores de empresas em recuperação judicial têm menos incentivos para se envolverem em práticas discricionárias, pois, assim, conseguem evidenciar sua dificuldade financeira e obter os benefícios judiciais do processo. An et al. (2016) e Fiirst et al. (2020) evidenciam que o gerenciamento de resultado de empresas insolventes é decrescente, visto que, de três a quatro anos antes da formalização do pedido de recuperação judicial ou falência, os gestores tentam mascarar as dificuldades financeiras. No entanto, mais próximo ao evento, especialmente, no último ano, as empresas buscam evidenciar o sofrimento financeiro para formalizar o pedido de recuperação judicial ou falência.

Quando ao modelo 2, que trata da relação entre gerenciamento de resultados e insolvência, os resultados são contrários à hipótese 2, apresentando um coeficiente negativo e significativo. Nesse sentido, empresas com dificuldades financeiras, tendo como base o saldo dos seus passivos, tendem a apresentar menos gerenciamento de resultados. Esses resultados são semelhantes ao encontrado por Oliveira (2011) e Coelho et al. (2017), os quais relatam

que, em caso de grave estado de insolvência, quando há um caminho sem volta da falência, os gestores sem perspectivas de melhora para a situação financeira da companhia poderão deixar de recorrer às práticas de gerenciamento de resultado.

No que se refere às variáveis de controle, observa-se, no modelo 1, que o fluxo de caixa operacional e o tamanho da firma estão negativamente relacionados ao nível de REM, indicando que empresas favorecidas com um bom nível de fluxo de caixa escalonado pelo ativo total e as firmas maiores gerenciam menos seus resultados reais voltados para as atividades operacionais.

Por outro lado, o ROA, Crescimento e Alavancagem apresentaram relação positiva com REM, o que também era esperado se observada a literatura. Os resultados para essas variáveis estão no sentido esperado em outras pesquisas e corroboram os autores Dal Magro et al. (2019) e Guo et al. (2015).

### **3.6 Considerações Finais**

O artigo investigou as relações entre o gerenciamento de resultado e a recuperação judicial de empresas listadas na B3. Ao estudar o gerenciamento de resultados, estimou-se a *proxy* sugerida por Roychowdhury (2006) por utilizar variáveis concernentes as operações e que, muitas vezes, estão relacionadas diretamente com as dificuldades financeiras.

As estatística descritiva apontou que empresas em recuperação judicial gerenciam menos seus resultados, bem como apresentam maior alavancagem, menores crescimento, lucro e fluxo de caixa operacional. Ademais, elas apresentam maior propensão a perdas financeiras.

No que se refere à hipótese 1, os resultados apontaram que as empresas, ao entrarem com pedido de recuperação judicial, gerenciam menos resultados, especialmente, os operacionais. As empresas em recuperação judicial têm menos incentivos a se envolverem em práticas discricionárias, pois, assim, conseguem evidenciar sua real dificuldade financeira e obter os benefícios judiciais do processo. Sendo assim, aceitando a hipótese 1 levantada.

Por outro lado, a hipótese 2 não foi aceita, tendo em vista a relação negativa e significativa entre empresas insolventes e as práticas de gerenciamento de resultados. Os resultados revelaram que empresas com dificuldades financeiras, com base no saldo do seu patrimônio líquido, tendem a apresentar menos gerenciamento de resultados.

O presente artigo tem como contribuição social, a partir da comprovação das hipóteses levantadas, possibilitar aos gestores tomarem decisões financeiras de forma rápidas, diminuindo, assim, o risco de pedido da recuperação judicial ou, em último caso, o encerramento das suas atividades. Evitando a insolvência e o encerramento da empresa, evita-

se também gerar um aumento ainda mais grave do desemprego no país, como também a informalidade no trabalho.

Como limitação do artigo, nota-se a amostragem de dados restritos de empresas brasileiras e a utilização de variáveis restritas aos modelos propostos. Para estudos futuros, sugere-se a coleta de dados de uma gama maior de empresas brasileiras ou a expansão de fronteiras a partir de estudos dotados de dados de empresas da América Latina

## 4 CAPÍTULO 4. PRODUTO TECNOLÓGICO DESENVOLVIDO

Em detrimento ao dinamismo mercadológico Brasileiro e os desafios enfrentados pelos empreendedores e gestores, concernentes as dificuldades financeiras e a possibilidade de insolvência, o presente trabalho apresenta paralelamente como objetivo, à confecção de um minicurso voltado para a comunidade.

O minicurso proposto, tem como temática, a “Dificuldades Financeiras e o Gerenciamento de Resultados: Evidências para empresas brasileiras” e será realizado em parceria com a CIAEM - Centro de Incubação de Atividades Empreendedoras.

### 1. Modalidade da Ação

O presente minicurso tem como modalidade (Curso/Oficina) possuindo ação pedagógica e carga horaria de 8 horas. O minicurso possui um formato híbrido, sendo assim presencial ou de forma remota. Como critérios de avaliação definidos, será observado a presença e participação sobre a discussão da temática abordada.

### 2. Apresentação do Proponente

Unidade: Faculdade de Gestão de Negócios - UFU

Subunidade: Centro de Incubação de Atividade Empreendedoras (CIAEM)

### 3. Identificação da Proposta

**Registro no SIEX:** -

**Ano Base:** 2023

**Campus:** Campus Santa Mônica

**Título:** Dificuldades Financeiras e o Gerenciamento de Resultados: Evidências para empresas brasileiras

**Programa Vinculado:** Não Vinculado

**Área do Conhecimento:** Ciências Sociais Aplicadas

**Área Temática Principal:** Finanças

**Área Temática Secundária:** Gestão



**Linha de Extensão:** Gestão Financeira

**Objetivos de Desenvolvimento Sustentável:** Finanças. Gerenciamento de resultados. Dificuldades financeiras. Recuperação judicial.

**Resumo:**

O minicurso confeccionado, tem como objetivo ajudar os gestores e empreendedores que estão passando por dificuldades financeiras em suas empresas e negócios. Com isso, ajudando a evitarem a necessidade de ingressarem em recuperação judicial e em último caso, falência judicial. Como temática principal abordada, devido a sua pertinência e importância para a literatura financeira, o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras, será a base de toda discussão proposta no evento. O evento poderá oferecer insights e ferramentas capazes de gerar melhores tomadas de decisões financeiras que diminuam os riscos mencionados anteriormente. O evento será conduzido mediante o compartilhamento de experiências e dados concernentes a temática proposta.

**Palavras-chave:** Finanças, Gestão do Capital de Giro, Fatores Determinantes

**Período de Realização:**

**Período de Inscrições:**

**Carga Horária Total:** 8h

#### 4. Detalhamento da Proposta

**Objetivo Geral:** Oferecer insights e ferramentas capazes de gerar melhores tomadas de decisões financeiras que diminuam os riscos como a insolvência e recuperação judicial.

**Objetivo Específicos:**

- a. Apresentar conceitos sobre gerenciamento de resultados;
- b. Apresentar visões abordadas na literatura concernentes ao gerenciamento de resultados, tendo como base os principais autores responsáveis pela construção da base Literária.

c. Apresentar metodologias e práticas de mercado sobre a temática de gerenciamento de resultados;

**Metodologia:** o curso está organizado em 4 módulos:

- a) Módulo 1: Conceitos concernentes ao gerenciamento de resultados;
- b) Módulo 2: Gerenciamento de resultados em Empresas Brasileiras;
- c) Módulo 3: Fatores determinantes para a prática de Gerenciamento de resultados;
- d) Módulo 4: Riscos e consequências da prática.

**Local de realização:** plataforma virtual

**Parceiros Internos:** CIAEM

**Parceiros Externos:** não possui

## 5. Equipe de Trabalho

Nome: Gustavo Sousa Ribeiro

Mestrando em Gestão Organizacional pela UFU.

## 6. Orçamento Previsto

Sem rubrica de gastos com minicurso a ser ministrado via plataforma virtual com todos os materiais disponibilizados virtualmente.

## 5 CAPÍTULO 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em virtude da temática abordada nos últimos capítulos, associadas as dificuldades financeiras que as empresas brasileiras estão sujeitas e seu possível gerenciamento de resultados, fez-se possível construir modelos capazes de gerar insights relevantes, que ajudem os gestores e empreendedores a tomarem melhores decisões. Na busca por evitarem o estado de insolvência e o próprio pedido de falência, os estudos teóricos e empíricos sobre a recuperação Judicial, geram uma fonte consistente de debate para as comunidades acadêmicas e corporativas, pois trata-se da própria condição de evitarem prejuízos em níveis sociais e financeiros.

De acordo com a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE, 2021), no período de 2019 a 2021, mais de 581 mil empresas fecharam suas portas. Levando em consideração o fato mencionado anteriormente, uma das práticas a que as empresas podem recorrer no estado de dificuldades financeiras ou em um iminente pedido de falência, é o gerenciamento de resultados (*earnings management*). O gerenciamento de resultados mencionado, está ligado a manipulação da percepção dos stakeholders, com o objetivo de ganhos financeiros próprios.

Com base no cenário apresentado, o presente estudo buscou enfeixar as principais obras concernentes as temáticas abordadas, utilizando como base as plataformas de publicações SPELL e Scopus. Para a construção dos modelos concernentes aos capítulos dois e três, foram utilizados dados secundários, coletados por meio da Economática®, e formatados com a utilização do Excel®. Utilizou-se de uma amostra composta de 723 empresas não financeiras, sendo 348 empresas com os seus cadastros ativos e 375 cancelados.

Levando-se em consideração os aspectos abordados, o capítulo 02 do presente trabalho, teve como o seu principal objetivo, investigar se empresas brasileiras com dificuldades financeiras possuem maior nível de gerenciamento de resultados (*earnings management*). Para tal, foram construídos quatro modelos de regressão em painel desbalanceado. Os modelos buscaram encontrar se as seguintes variáveis influenciam no gerenciamento de resultados reais (REM); FD1 (*Finacial Distress 1*) calculado por meio do EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), FD2 (*Finacial Distress 2*) calculado por meio do Fluxo de caixa operacional, Z-Score e ZM- Score. Como variáveis de controle, foram utilizadas TAM, ROA e PERDA.

Como principal resultado obtido no capítulo dois, nota-se que empresas que estão passando por dificuldades financeiras, gerenciam menos os seus resultados. Neste sentido,

corroborando com a hipótese 1 levantada no capítulo dois, constatou-se uma relação negativa significativa entre o gerenciamento de resultado e *Financial Distress*, tendo como seu resultado, -5.1145\* no modelo 03 desenvolvido. Com as variáveis e modelos criados no capítulo, avança-se na literatura pertencente ao tema, ao criar *insights* relevantes para os gestores nas suas tomadas de decisões. Como limitação do capítulo, nota-se uma amostragem limitada a empresas Brasileiras e um número elevado de empresas com seus cadastros desativados.

O capítulo 3 elaborado na presente dissertação, teve como o seu principal objetivo, investigar a relação entre recuperação judicial e a insolvência no nível de *Real Earnings Management* (REM) de empresas brasileiras de capital aberto no período 2016-2020. Os resultados obtidos no capítulo 03, corroboram com a hipótese 1 levantada pelo estudo, apontando que as empresas que estão em recuperação judicial, gerenciam menos seus resultados.

Neste sentido, para o capítulo 03, foram construídos dois modelos de regressão em painel desbalanceado. O modelo 1 proposto, buscou investigar se o processo de recuperação judicial influencia no gerenciamento de resultados reais (REM). O segundo modelo, buscou investigar se a insolvência influencia o nível gerenciamento de resultados reais das firmas. Como variáveis de controle, foram utilizadas o CFO (*Fluxo de caixa das operações do ano t escalonado pelos ativos totais do início do ano t.*), TAM, CRESC, ALAVANC<sub>it-1</sub>, ROA<sub>it-1</sub> e PERDA<sub>it-1</sub>. A relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a recuperação judicial, demonstra que as empresas na tentativa de evidenciarem a sua real situação, gerenciam menos os seus resultados.

No capítulo 04 da presente dissertação, propôs-se criar um produto tecnológico, direcionado a geração de informação e debate concernente as dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas brasileiras e o gerenciamento de resultados. Este produto tecnológico em forma de minicurso, tem como público-alvo, os gestores, empreendedores e residentes no Centro de Incubação de Atividades Empreendedoras (CIAEM) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU). O projeto foi desenvolvido em parceria com o Centro de Incubação de Atividades Empreendedoras (CIAEM).

Considera-se que os principais objetivos propostos nos capítulos anteriormente mencionados, foram atendidos em sua totalidade, assim não somente proporcionado uma contribuição consistente para a comunidade acadêmica, mas também para todos os gestores interessados pela temática e suas aplicações. Para a comunidade acadêmica em especial, avança-se nos resultados obtidos por meio dos modelos criados nos capítulos dois e três, concernentes as temáticas sobre as dificuldades financeiras enfrentadas pelas empresas

brasileiras, a recuperação judicial e o gerenciamento de resultados.

Como sugestão para os próximos estudos, como primeiro ponto, propõe-se a realização de uma ampla revisão sistemática, utilizando outras bases além do Spell e Scopus empregadas na presente dissertação, pois em termos práticos, a expansão do constructo metodológico pode elucidar diferentes descobertas ou corroborar com os resultados alcançados na presente dissertação. Como segundo ponto, sugere-se a criação de novos modelos utilizando variáveis financeiras diferentes das pertencentes ao estudo. Por último, destaca-se a reduzida gama de dados empregados nos modelos desenvolvidos, deste modo, sugere-se a compilação de uma nova base que apresente maior robustez de empresas brasileiras com o seus cadastros ativos ou a expansão para a América Latina.

## REFERÊNCIAS

- Akoglu, H. (2018). User's guide to correlation coefficients. *Turkish journal of emergency medicine*, 18(3), 91-93. <https://doi.org/10.1016/j.tjem.2018.08.001>
- Ali, A., & Zhang, W. (2015). CEO tenure and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), 60-79. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- Alifiah, M. N. (2014). Prediction of financial distress companies in the trading and services sector in Malaysia using macroeconomic variables. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 129, 90-98. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.03.652>
- Altman, E. I. (1968). Índices financeiros, análise discriminante e previsão de falência corporativa. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-16. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1968.tb00843.x>
- Altman, E. I., & Hotchkiss, E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (Vol. 289). John Wiley & Sons.
- An, Z., Li, D., & Yu, J. (2016). Earnings management, capital structure, and the role of institutional environments. *Journal of Banking & Finance*, 68, 131-152. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.02.007>
- Andrade, G. e Kaplan, S. N. (1998). How costly is financial (not economic) distress? Evidence from highly leveraged transactions that became Distressed. *The Journal of Finance* 53(5), 1443-1493. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00062>
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: an examination of junk-bond issuers. *Quarterly Journal of Economics*, 109(3), 625-658. <https://doi.org/10.2307/2118416>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 4, 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Borges, S. R. P., & Rech, I. J. (2021). Efetividade dos Parcelamentos Fiscais para a Solvência Corporativa no Brasil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 14(1), 72-89. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2021140103>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & Saeed, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk?. *Economic Modelling*, 91, 835-851. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>

- Bravo-Urquiza, F., & Moreno-Ureba, E. (2021). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress?. *Research in International Business and Finance*, 55, 101344.
- Brigham, E. F. et. al. (2001). Administração financeira. Teoria e prática. Atlas.
- Cao, Y., & Chen, X. H. (2012). An agent-based simulation model of enterprises financial distress for the enterprise of different life cycle stage. *Simulation Modelling Practice and Theory*, 20(1), 70-88. <https://doi.org/10.1016/j.simpat.2011.08.008>
- Coelho, E. G., Barros, C. M. E., Scherer, L. M., & Colauto, R. D. (2017). Gerenciamento de resultado em empresas insolventes: um estudo com os países do Brics. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 36(2), 95-113. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v36i2.31765>
- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38, 77-92. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>
- Dancey, Christine & Reidy, John. (2006), *Estatística Sem Matemática para Psicologia: Usando SPSS para Windows*. Porto Alegre, Artmed.
- Dechow, P., & Skinner, D. J. (2000). *Earnings Management: Reconciliando os pontos de vista de acadêmicos de contabilidade, profissionais e reguladores* (fevereiro de 2000). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=218959> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.218959>
- Durana P, Valaskova K, Chlebikova D, Krastev V, Atanasova I. (2020) Heads and Tails of Earnings Management: Quantitative Analysis in Emerging Countries. *Risks*. 8(2), 57-78. <https://doi.org/10.3390/risks8020057>
- Fallahpour, S., Lakvan, E. N., & Zadeh, M. H. (2017). Using an ensemble classifier based on sequential floating forward selection for financial distress prediction problem. *Journal of Retailing and Consumer Services*, 34, 159-167. <https://doi.org/10.1016/j.jretconser.2016.10.002>
- Fiirst, C., Pamplona, E., Bambino, A. C., & Klann, R. C. (2020). Gerenciamento de Resultados em Empresas Brasileiras nos Anos Antecedentes ao Pedido de Recuperação Judicial ou Falência. *Desafio Online*, 8(1), 1-26.
- Freund, R. J., Wilson, W. J., & Sa, P.(2006) *Regression analysis – Statistical Modeling of a response variable*. Elsevier, Inc.
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings management: An analysis of opportunistic behaviour, monitoring mechanism and financial distress. *Procedia Economics and Finance*, 28, 190-201. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01100-4)

- Gil, A. C. *Metodologia da pesquisa*. Atlas, 2002.
- Gonçalves, T., Barros, V., & Serra, G.(2022). Political elections uncertainty and earnings management: Does firm size really matter?. *Economics Letters*, p. 110438. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110438>
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Guimarães, A., & Moreira, T. B. S. (2008). Previsão de insolvência: um modelo baseado em índices contábeis com utilização da análise discriminante. *Revista de Economia Contemporânea*, 12, 151-178. <https://doi.org/10.1590/S1415-98482008000100006>
- Gunny, K. (2005). *What Are the Consequences of Real Earnings Management?* [Doctoral dissertation, University of California]. ProQuest Dissertations and Theses Global.
- Guo, J., Huang, P., Zhang, Y., & Zhou, N. (2015). Foreign ownership and real earnings management: Evidence from Japan. *Journal of International Accounting Research*, 14(2), 185-213. <https://doi.org/10.2308/jiar-51274>
- Han, J. C. Y., & Wang, S. (1998) Political Costs and Earnings Management of Oil Companies during the 1990 Persian Gulf Crisis. *The Accounting Review*. 73(1), 103-117. <https://www.jstor.org/stable/248343>
- Healy P. P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Inekwe, J. N., Jin, Y., & Valenzuela, M. R. (2018). The effects of financial distress: Evidence from US GDP growth. *Economic Modelling*, 72, 8-21. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.01.001>
- Jones, J. J. (1991) Earnings management during im-port relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kang, S., & Sivaramakrishnan, K. (1995) Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353-367. <https://doi.org/10.2307/2491492>
- Kayo, E. K., & Famá, R. (1996). Dificuldades financeiras, custos de agência e o instituto jurídico da concordata. *Cadernos de Pesquisa em Administração*, 1(3), 1-8.
- Kim, S. Y., & Park, S. B. (2019). An empirical study on determinants of business performance of Korean non-life insurance companies (Focused on ROA). *International Journal of Economics and Finance*, 11(10), 118-129. <https://doi.org/10.5539/ijef.v11n10p118>
- Korol, T., & Korodi, A. (2010). Predicting bankruptcy with the use of macroeconomic variables. *Economic Computation and Economic Cybernetics Studies and Research*, 44(1), 201-221.



- Lakatos, E., & Marconi, M. A. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica*. 5.ed. Atlas.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Luo, B. (2019). Short-term management earnings forecasts and earnings management through real activities manipulation. *Asian Review of Accounting*. <https://doi.org/10.1108/ARA-09-2018-0168>
- Maccarthy, J. (2021) Effect of earnings management and deferred tax on tax avoidance: Evidence using modified Jones model algorithm. *Corporate Ownership and Control*, 19 (1), (special issue), 272–287. <https://doi.org/10.22495/cocv19i1siart5>
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>
- Martinez, A. L. (2013). Earnings management in Brazil: a survey of the literature. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-29. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.4.1>
- Mattos, E., & Martins Proença, J. (2021.). No fim, quantas empresas entraram em recuperação judicial em 2020? Consultor Jurídico. <https://www.conjur.com.br/2021-fev-01/mattos-proenca-empresas-recuperacao-judicial-2020>
- Nigam, N., & Boughanmi, A. (2017). Can innovative reforms and practices efficiently resolve financial distress?. *Journal of Cleaner Production*, 140(3), 1860- 1871. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.09.190>
- Oliveira, A. G. D., Müller, A.N., & Nakamura, W.T. (2000) A utilização das informações geradas pelo sistema de informação contábil como subsídio aos processos administrativos nas pequenas empresas. *Revista FAE*, 3(3), 1-12.
- Oliveira, M. M. (2011) *Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um Caso Português*. Dissertação de Mestrado. Universidade do Porto, Portugal.
- Opler, T., & Titman, S. (1994) Financial distress and corporate performance. *Journal of Finance* 49(1), 1015–1040. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb00086.x>
- Osma, B. G., Gomez-Conde, J., & Lopez-Valeiras, E. (2022). Management control systems and real earnings management: Effects on firm performance. *Management Accounting Research*, p. 100781. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2021.100781>

- Pêgas, P. H. (2017). *Manual de contabilidade tributária*. 9 ed. Atlas.
- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: reflections on choice-based sample bias. *Journal of economics and finance*, 26(2), 184-199. <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Queiroz, A. D. S., Dias Filho, J. M., & Gonçalves, D. E. S. (2018). Estresse financeiro e gerenciamento de resultados: um estudo com companhias brasileiras listadas na B3. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 8(3), 58-76. <https://doi.org/10.18028/rgfc.v8i3.7466>
- Richardson, V. J. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of quantitative finance and accounting*, 15(4), 325-347. <https://doi.org/10.1023/A:1012098407706>
- Ross, S. A. et. al. (1995). *Administração financeira*. Atlas.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Sabela, S. W., Brummer, L. M., Hall, J. H., & Wolmarans, H. Using fundamental, market and macroeconomic variables to predict financial distress: A study of companies listed on the Johannesburg Stock Exchange. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 11(1), 1-11, 2018. <https://doi.org/10.4102/jef.v11i1.168>
- Sanfins, M. A. D. S., & Monte-mor, D. S. (2014). RiD: uma nova abordagem para o cálculo do risco de insolvência. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(2), 229-229. <https://doi.org/10.12660/rbfin.v12n2.2014.18543>
- Sawal, N. A., Zakaria, N. B., & Abdullah, N. (2015). Financial difficulties and performance among fraudulent firms evidence from Malaysia. *International Journal of Applied Business and Economic Research*, 13(1), 161-175.
- Sayari, N., & Mugan, C. S. (2020). Industry specific financial distress modeling. *BRQ Business Research Quarterly*, 20(1). <https://doi.org/10.1016/j.brq.2016.03.003>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(1), 91-102.
- Silva, E. L., & Menezes, E. M. (2001) *Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação*. Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, UFSC, Florianópolis.
- Silva, V. A. B. (2020). Dificuldade Financeira e Recuperação de Empresas: Uma Pesquisa de Contribuições Teóricas e Empíricas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(Special Issue), 401-420. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4057>
- Souza, P. V. S. D., Gonçalves, R. D. S., & Silva, C. A. T. (2022). O Impacto da IFRS 15 na

Qualidade dos Accruals e no Gerenciamento de Resultados das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24, 675-691. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i4.4197>

Vorst, P. (2016). Real earnings management and long-term operating performance: The role of reversals in discretionary investment cuts. *The Accounting Review*, 91(4), 1219-1256. <https://doi.org/10.2308/accr-51281>

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.

Wesa, E. W., & Otinga, H. N. (2018). Determinantes de dificuldades financeiras entre empresas listadas na bolsa de valores de Nairobi. *The Strategic Journal of Business and Change Management*, 5 (4), 1057-1073.

Whitaker, R. B. (1999). The early stages of financial distress. *Journal of Economics and Finance*, 23(2), 123- 132. <https://doi.org/10.1007/BF02745946>.

Wruck, K. H. (1990). Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. *Journal of financial economics*, 27(2), 419-444. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90063-6)

Xie, B., Davidson III, W. N., & Dadalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*, 9(3), 295-316. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)

Zmijewski, M. E. (1984). Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models. *Journal of Accounting Research*, 22(suppl.), 59-82. <https://doi.org/10.2307/2490859>