

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS E APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTABILIDADE E FINANÇAS

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RISCO DE CRÉDITO: ESTUDO EM
COMPANHIAS QUE NEGOCIAM NA BM&FBOVESPA**

MARCELA CAROLINE SIBIM

CURITIBA

2017

MARCELA CAROLINE SIBIM

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RISCO DE CRÉDITO: ESTUDO EM
COMPANHIAS QUE NEGOCIAM NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada ao curso de Pós-Graduação em Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto

CURITIBA

2017

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. SISTEMA DE BIBLIOTECAS.
CATALOGAÇÃO NA FONTE

Sibim, Marcela Caroline

Gerenciamento de resultados e risco de crédito: estudo em
companhias que negociam na BM & FBOVESPA / Marcela Caroline
Sibim. - 2017.

93 f.

Orientador: Romualdo Douglas Colauto.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais
Aplicadas.

Defesa: Curitiba, 2017.

1. Contabilidade gerencial. 2. Bolsa de valores. 3. Inadimplência
(Finanças).4. Administração de risco. I. Colauto, Romualdo Douglas. II.
Universidade Federal do Paraná. Setor de Ciências Sociais Aplicadas.
Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

CDD 658.1511



MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
PRÓ-REITORIA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
Setor CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
Programa de Pós Graduação em CONTABILIDADE
Código CAPES: 40001016050P0

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da Dissertação de Mestrado de **MARCELA CAROLINE SIBIM**, intitulada: "**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RISCO DE CRÉDITO: ESTUDO EM COMPANHIAS QUE NEGOCIAM NA BM&FBOVESPA**", após terem inquirido a aluna e realizado a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO.

CURITIBA, 16 de Fevereiro de 2017.

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO
Presidente da Banca Examinadora (UFPR)

FLAVIANO COSTA
Avaliador Interno (UFPR)

RENATA TUROLA TAKAMATSU
Avaliador Externo (UFMG)

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus por conduzir o meu caminho e por sempre estar ao meu lado, me auxiliando e me fortalecendo para que eu finalizasse mais uma etapa de minha vida.

Aos meus pais, Paulo e Eliane, por não medirem esforços para que meus sonhos se realizassem. Agradeço especialmente a minha mãe por ser meu suporte, por me incentivar nos momentos difíceis, por suas palavras de sabedoria, encorajamento e por todo amor recebido, mesmo à distância. Agradeço também, ao meu namorado Lucas, que mesmo na distância se fez presente e com toda sua gentileza soube me compreender em todas as situações que vivenciei no mestrado, por toda apoio, compreensão e incentivo.

Ao professor Dr. Romualdo Douglas Colauto, primeiramente por ter depositado sua confiança em mim e por me orientar ao longo do mestrado. Agradeço por todos os seus ensinamentos, conselhos, pelo exemplo de como ser um excelente professor. Obrigada pela paciência, preocupação e dedicação de suas preciosas horas para me atender. Por fim, agradeço pela sabedoria em me conduzir no desenvolvimento deste trabalho.

A professora Dra. Renata Turola Takamatsu e ao professor Dr. Flaviano Costa por aceitarem o convite em participar das bancas de qualificação e defesa, pelos comentários e sugestões que contribuíram para o aprimoramento deste trabalho.

Agradeço aos professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade, em especial aos professores Dr. Luciano Márcio Scherer, Dr. Jorge Eduardo Scarpin, Dr. Rodrigo de Oliveira Soares e Dr. José Roberto Frega, pelos ensinamentos e pela convivência ao longo desses anos. Também agradeço aos servidores Márcio e a Camila por toda atenção e prontidão ao nos atender.

Agradeço aos colegas do mestrado da minha turma de 2015. Não vou citar nomes, pois cada um foi essencial em um momento específico dessa trajetória. As palavras não são suficientes para expressar minha gratidão e alegria por vivenciar momentos únicos com vocês. Obrigada!!!

Agradeço ainda aos demais colegas do Mestrado e do Doutorado pelo convívio, apoio e ensinamentos, em especial a Joyce Menezes da Fonseca Tonin e a Daiane Pias Machado.

Agradeço a Professora Dr. Deisy Cristina Corrêa Igarashi por me apresentar a pesquisa e por todo apoio ao ingresso no mestrado.

A CAPES, pelo apoio financeiro durante todo esse processo.

RESUMO

O objetivo deste estudo consiste em analisar a relação entre o nível de gerenciamento de resultados e riscos de créditos atribuídos pelas Agências de *Ratings* e *Bloomberg*® para companhias que negociam na BM&FBovespa. As pesquisas sobre o tema partem do pressuposto de que as empresas gerenciam seus resultados em função das motivações recebidas, sejam essas vinculadas ao mercado de capitais, às questões contratuais ou regulatórias. Considerando que as notas de *ratings* emitidas pelas agências de risco correspondem a capacidade que a entidade tem em cumprir suas obrigações dentro dos prazos contratuais; e que o risco de crédito emitido pela *Bloomberg*® reflete a probabilidade de inadimplência das entidades, por vezes, as empresas são motivadas a gerenciar seus resultados com o propósito de influenciar a percepção dos agentes quanto ao risco das entidades e consequentemente manter ou elevar suas classificações de *rating* de modo a minimizar os riscos relacionados à inadimplência. Para realização da pesquisa foram obtidas duas amostras. A amostra *Rating* é composta por 59 empresas brasileiras de capital aberto, enquanto que a amostra Risco de Crédito foi constituída por 224 empresas. O painel desbalanceado compreendeu os anos de 2010 a 2015. As classificações de *rating* selecionadas para este estudo são nomeadas pela base de dados do *Bloomberg* como *ratings* de emissão de longo prazo da Standard and Poor's; *ratings* internacionais de crédito de emissor de longo prazo da Fitch *Ratings*; *rating* emissor e *rating* de longo prazo da Moody's. Em relação ao risco de crédito, selecionaram-se as estimativas realizadas pela *Bloomberg*® no período t-1, tendo em vista que estas retratam a probabilidade de inadimplência das entidades no período t, ou seja, atuam como projeções do risco de crédito das entidades. Os *accruals* discricionários estimados por meio do modelo Kothari, Leone e Wasley (2005) foram utilizados para mensuração do gerenciamento de resultados. A relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e as classificações de *rating* foi operacionalizada pelo Modelo *Logit* Binário, uma vez que se atribuiu 1 para as empresas classificadas no grau de investimento e 0 para aquelas do grau especulativo. Os resultados indicaram uma relação significativa entre as notas de *rating* e os *accruals* discricionários. No entanto, o sinal não atendeu a relação esperada de que as empresas gerenciam seus resultados para elevar as notas de *rating*. Para associar gerenciamento de resultados e o risco de crédito utilizou-se a modelagem de Dados em Painel com efeitos fixos, conforme indicaram os testes de diagnóstico de painel. Os resultados evidenciaram que os *accruals* discricionários estão negativamente e significativamente relacionados ao risco de crédito, não rejeitando a hipótese de que as empresas gerenciam os resultados contábeis para reduzir a probabilidade de inadimplência. Diante desses resultados é possível inferir que as empresas gerenciam seus resultados, de forma a influenciar na percepção dos agentes de mercados.

Palavras-chave: *Rating* de Crédito. Risco de Crédito. Probabilidade de Inadimplência. Gerenciamento de Resultados.

ABSTRACT

The aim of this research is to analyze the relation between the level of earnings management and the credit risk assigned by rating agencies and Bloomberg to firms that trade in BM&FBovespa. The researches about this theme make an assumption that the firms manage their earnings based on their motivations, linked to the capital market, contracts or regulatory issues. Considering that rating notes issued by risk agencies correspond to the firm's ability to meet its obligations within the contractual deadlines; and that credit risk issued by Bloomberg reflect the firm's probability of default, sometimes, the firms are motivated to management their earnings with the propose of influencing the agents' perception of the risk of the entities and consequently keeping or raising their credit rating classifications, so to reduce the risks related to probability of default. In order to carry out this research, two samples were used: the Rating sample is composed by 59 Brazilian publicly traded companies, and the credit risk sample is composed by 224 firms. The unbalanced panel comprised the years of 2010 to 2015. The ratings classifications selected for this study are named by Bloomberg database as long term emission ratings of Standard and Poor's; long term international credit ratings issued by Fitch Ratings; issued rating and Moody's long term rating. Regarding credit risk, the estimates performed by Bloomberg in period t-1 were selected, once they depict the firms' default probability in period t, in the other words, act as projections of the credit risk of the firms. The discretionary accruals estimated by Kothari, Leone and Wasley's (2005) model were used to measure the earnings management. The relation between the levels of earnings management and rating classifications was operated by Logit Binary Model, once it was attributed 1 to firms classified at investment grade and 0 to firms with speculative grade. The results indicated a significant relation between the rating notes and discretionary accruals. However, the signal did not attend the expected relation that the firms manage their earnings to raising the rating notes. To associate earnings management and credit risk was used a panel data modeling with fixed effects as indicated by the diagnostic of panel data. The results demonstrated that discretionary accruals are negatively and significantly related to the credit risk, do not refuting the hypothesis that firms management their earnings to reduce the default probability. Given these results it is possible to infer that firms manage their earnings in order to influence the perception of market agents.

Keywords: Credit Rating. Credit Risk. Probability of Default. Earnings Management.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1. ESTRUTURA PROPOSTA PARA COMPREENSÃO DA PRÁTICA DE MANIPULAÇÃO.....	21
FIGURA 2. CÁLCULO DOS ACCRUALS TOTAIS PELA ABORDAGEM DO FLUXO DE CAIXA	22
FIGURA 3. MODALIDADE DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	23
FIGURA 4. ESTUDOS QUE ADOTARAM A MODALIDADE <i>TARGET EARNINGS</i>	24
FIGURA 5. ESTUDOS RELACIONADOS À MODALIDADE <i>INCOME SMOOTHING</i>	26
FIGURA 6. ESTUDOS RELACIONADOS À MODALIDADE <i>BIG BATH ACCOUTING</i> ..	27
FIGURA 7. USUÁRIOS DO RISCO DE CRÉDITO	38
FIGURA 8. ESTUDOS QUE ABORDARAM O <i>RATING</i> COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	39
FIGURA 9. DISTRIBUIÇÃO DAS AMOSTRAS POR SETORES	44
FIGURA 10. CLASSIFICAÇÃO DOS <i>RATINGS</i> DE CRÉDITO	46
FIGURA 11. RISCO DE CRÉDITO E PROBABILIDADE DE INADIMPLÊNCIA	48
FIGURA 12. VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	52
FIGURA 13. LIBBY BOX DA PESQUISA	54
FIGURA 14. FREQUÊNCIA ANUAL DAS NOTAS DE <i>RATING</i> DE CRÉDITO.....	63

LISTA DE TABELAS

TABELA 1: SELEÇÃO DA AMOSTRA DE EMPRESAS COM CLASSIFICAÇÕES DE <i>RATING</i>	43
TABELA 2: SELEÇÃO DA AMOSTRA DE EMPRESAS COM RISCO DE CRÉDITO	43
TABELA 3: ESTIMATIVAS DOS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS PELO MODELO KOTHARI <i>ET AL.</i> (2005) PARA AMOSTRA <i>RATING</i>	60
TABELA 4: FREQUÊNCIA DAS NOTAS DE <i>RATINGS</i> DO GRAU DE INVESTIMENTO	61
TABELA 5: FREQUÊNCIA DAS NOTAS DE <i>RATINGS</i> DO GRAU ESPECULATIVO ...	62
TABELA 6: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA AMOSTRA <i>RATING</i> .	63
TABELA 8: RESULTADO <i>LOGIT</i> PARA PAINEL	65
TABELA 9: ESTIMATIVAS DOS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS PELO MODELO KOTHARI <i>ET AL.</i> (2005) PARA AMOSTRA RISCO DE CRÉDITO	67
TABELA 10: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DO RISCO DE CRÉDITO	68
TABELA 11: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DA AMOSTRA RISCO DE CRÉDITO	69
TABELA 12: MATRIZ DE CORRELAÇÃO VARIÁVEIS DA AMOSTRA RISCO DE CRÉDITO	70
TABELA 13: DIAGNÓSTICO DO MODELO EM PAINEL	72
TABELA 14: REGRESSÃO AMOSTRA RISCO DE CRÉDITO	72
TABELA 15: IDENTIFICAÇÃO DOS NÍVEIS DE GERENCIAMENTO	74
TABELA 16: ESTATÍSTICA DESCRITIVA E CORRELAÇÃO DOS QUINTIS	75

LISTA DE SIGLAS

ANATEL- Agência Nacional de Telecomunicações

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica

ANP - Agência Nacional do Petróleo

ANTAQ - Agência Nacional de Transportes Aquaviários

ANTT - Agência Nacional de Transportes Terrestres

BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros

CEOs - *Chief Executive Officers*

GAAP - *Generally Accepted Accounting Principles*

ICPC - Interpretações e Orientações Técnicas e Contábeis

IFRS - *International Financial Reporting Standards*

MQO - Mínimos Quadrados Ordinários

POLS - *Pooled Ordinary Least Squares*

SFAS - *Statement of Financial Accounting Standard*

SOX – *Lei Sarbanes-Oxley*

STATA – *Data Analysis and Statistical Software*

S&P – Standard and Poor's

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	13
1.2.1 Objetivo Geral	13
1.2.1 Objetivos Específicos	14
1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	14
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO	16
1.5 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO	17
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	19
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	19
2.1.1 Caracterização do Gerenciamento de Resultados	19
2.1.2 Modalidades do Gerenciamento de Resultados	23
2.1.3 Motivações para Gerenciamento de Resultados	29
2.2 RISCO DE CRÉDITO COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	37
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	42
3.1 DEFINIÇÕES DAS CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA	42
3.2 POPULAÇÃO E SELEÇÃO DA AMOSTRA	42
3.3 CLASSIFICAÇÕES DE RATING DE CRÉDITO.....	44
3.4 MODELO PARA ESTIMAR O NÍVEL DOS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS	49
3.5 VARIÁVEIS INDEPENDENTES	52
3.6 DESENHO E CONSTRUCTO DA PESQUISA	54
3.7 HIPÓTESES DE TESTE.....	55
3.8 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS	56
3.8.1 Modelo <i>Logit</i> Binário.....	56
3.8.2 Modelagem de Dados em Painel.....	57

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS	59
4.1 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DO <i>RATING</i>	59
4.1.1 <i>Accruals</i> discricionários das empresas da amostra <i>Rating</i>	59
4.1.2 Estatística descritiva das variáveis da amostra <i>Rating</i>	61
4.1.3 Análise da relação entre Variáveis Explicativas e o <i>Rating</i>	64
4.2 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO.....	66
4.2.1 <i>Accruals</i> Discricionários das Empresas da Amostra Risco de Crédito.....	67
4.2.2 Estatística descritiva das variáveis da amostra Risco de Crédito.....	68
4.2.3 Matriz de correlação da amostra Risco de Crédito.....	69
4.2.4 Análise da relação entre Variáveis Explicativas e o Risco de Crédito.....	71
4.2.5 Relação entre os Níveis de Gerenciamento de Resultado e o Risco de Crédito	73
5 CONCLUSÕES	77
REFERÊNCIAS	80
GLOSSÁRIO	91
APÊNDICE – MNEMÔNICOS BLOOMBERG DAS VARIÁVEIS	93

1 INTRODUÇÃO

A complexidade do mercado financeiro e a busca por instrumentos para administrar as exposições ao risco de crédito faz com que os agentes econômicos busquem fontes confiáveis para auxiliá-los nas tomadas de decisões (Brito, Assaf Neto, & Corrar, 2009; Healy & Palepu, 2012), como a auditoria independente, os analistas financeiros e as agências de classificação de risco (Cantor & Packer, 1994; Vasconcelos, Miyashiro, Reis, & Paulo, 2008). As agências de classificação de risco exercem um papel fundamental no mercado de capitais, pois emitem opiniões em relação à capacidade que o emissor tem em cumprir suas obrigações financeiras em seus prazos contratuais.

As opiniões emitidas pelas agências classificadoras de risco são denominadas de *ratings* e são utilizadas com frequência pelos agentes do mercado financeiro (investidores, intermediários financeiros e emissores), por refletirem a probabilidade de inadimplência da entidade (Kang & Liu, 2007); englobarem informações não acessíveis aos agentes de mercado; e sintetizarem a qualidade de crédito de um emissor ou emissão em uma escala específica (Freitas & Minardi, 2013).

Os investidores utilizam os *ratings* de crédito como um dos critérios na tomada de decisão, pois refletem a qualidade e capacidade de venda de vários títulos emitidos (Pinches & Singleton, 1978), permitindo que os investidores comparem os diversos emissores e a gestão de sua carteira de investimentos (Silva, 2012). Os intermediários financeiros utilizam as notas de *rating* para determinar os encargos de capital (Cantor & Packer, 1994); o *spread* da taxa de juros dos empréstimos e financiamentos (Silva, 2012); e o risco de suas atividades de investimento (Papaikononou, 2010). Enquanto que os emissores utilizam as classificações de *ratings* para avaliar o risco de crédito das entidades e de seus títulos, e comparar as diferentes empresas do mesmo setor (Silva, 2012).

Apesar dos investidores utilizarem as classificações de *ratings* nas decisões de investimento, os *ratings* não representam recomendações para que os mesmos comprem, vendam ou mantenham seus investimentos ou ainda, medidas de valor dos ativos. Os *ratings* correspondem a uma avaliação da qualidade de crédito da entidade ou da probabilidade de *default*. Por considerarem que fatores externos não previstos no momento da atribuição das classificações possam ocorrer, as notas de *rating* não exprimem com exatidão a qualidade do crédito das entidades, mas fornecem probabilidades do cumprimento das obrigações no prazo determinado (Standard & Poor's, 2014).

As avaliações realizadas pelas agências de risco para atribuir os *ratings* de crédito consideram aspectos qualitativos e quantitativos para evidenciar os fatores que interferem na capacidade da entidade liquidar suas obrigações. Os aspectos quantitativos estão relacionados à análise econômico-financeira da entidade e englobam diversos fatores, como: estrutura de capital, liquidez, alavancagem, dentre outros. As análises qualitativas são realizadas por meio de relatórios, entrevistas e discussões. Essas análises também consideram aspectos relacionados às características setoriais e específicas à empresa, como: desempenho operacional, estratégias de gestão de risco, governança e risco soberano, dentre outros aspectos.

Os *ratings* de crédito emitidos pelas agências de risco apresentam implicações significativas para as entidades, pois sinalizam sua situação econômico-financeira, influenciam o custo dos empréstimos e repercutem de forma imediata em suas ações e avaliações de títulos (Jung, Soderstrom, & Yang, 2013). As classificações de *ratings* também permitem o acesso a novos mercados, elevam a transparência da entidade e auxiliam os investidores, avaliadores e reguladores no processo de tomada de decisão (Standard & Poor's, 2014).

Por apresentarem implicações significativas às entidades e considerando o fato de que as agências de risco utilizam as informações contábeis para emissão das notas de *rating*, por vezes os gestores são motivados a gerenciar resultados com o objetivo de obter classificações de *rating* mais favoráveis (Demirtas & Cornaggia, 2013). Neste caso, o gerenciamento de resultados é abordado sob a perspectiva oportunista, uma vez que os gestores utilizam o julgamento na estruturação das demonstrações financeiras com o objetivo de que os resultados divulgados atendam as expectativas quanto ao desempenho econômico da empresa, mesmo que estes não reflitam sua realidade (Subramanyam, 1996; Healy & Wahlen, 1999; Beneish, 2001).

No que diz respeito aos *ratings* de crédito e ao gerenciamento de resultados sob a perspectiva oportunista, Ali e Zhang (2008) e Kim, Kim, e Song (2013) também encontraram evidências de que as empresas gerenciaram os resultados para influenciar as classificações de *rating*. Os resultados da pesquisa de Ali e Zhang (2008) indicaram que as empresas adotaram práticas agressivas de gerenciamento de resultados com o propósito de influenciar a decisão das agências de risco em relação às mudanças nas classificações de *rating* de crédito. Enquanto que Kim *et al.* (2013) verificaram que as empresas americanas que almejavam mudanças de *rating* no ano subsequente gerenciaram os resultados por meio das atividades reais de forma mais intensa, quando comparado aos *accruals* discricionários.

Apesar das pesquisas relatarem que as empresas gerenciam os resultados com o propósito de alterar as classificações de *ratings* de crédito, as diferenças nas características das empresas e do mercado podem conduzir a resultados distintos dos evidenciados por essas pesquisas. Nesse contexto, é importante verificar se as empresas brasileiras gerenciam os resultados com a intenção subjacente de conturbar as percepções das agências classificadoras de riscos, tendo em vista que as informações contábeis divulgadas pelas companhias afetam diretamente a distribuição de riquezas entre acionistas; a percepção do risco (Beaver, 1981); as análises do mercado; e a alocação de recursos na economia.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando a contextualização exposta na introdução, a questão de pesquisa que orienta este estudo é: **Qual a relação entre o gerenciamento de resultados e os riscos de créditos para companhias que negociam na BM&FBovespa?**

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Os objetivos da pesquisa são segregados em geral e específicos, com a finalidade de auxiliar o desenvolvimento do estudo e responder a questão de a de pesquisa.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste estudo consiste em analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e riscos de créditos atribuídos pelas agências de *ratings* e *Bloomberg*® para companhias que negociam na BM&FBovespa.

1.2.1 Objetivos Específicos

- a) Identificar o histórico de *ratings* de créditos atribuídos pelas agências classificadoras de riscos;
- b) Verificar o nível de práticas de gerenciamento de resultados de acordo com o Modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005) em companhias brasileiras de capital aberto;
- c) Analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e os *ratings* de créditos atribuídos pelas agências classificadores de riscos para companhias que negociaram ações na BM&FBovespa no período de 2010-2015; e
- d) Identificar se há relação entre o risco de crédito, calculado pela função risco de crédito do *Bloomberg*® e gerenciamento de resultados para as companhias que negociaram ações na BM&FBovespa no período de 2010-2015.

1.3 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O gerenciamento de resultados é um dos temas de maior interesse nas pesquisas contemporâneas, principalmente na área de Contabilidade (Vladu & Cuzdriorean, 2014). Esse interesse pode ser explicado não somente em função dos escândalos financeiros, mas também pela preocupação dos reguladores, acionistas e da mídia em relação à qualidade dos resultados divulgados pelas entidades e do funcionamento do mercado de capitais (Barton, 2001; Silva & Fonseca, 2015). As preocupações relacionadas ao gerenciamento de resultados são observadas basicamente quando a adoção desta prática compromete a confiabilidade das demonstrações contábeis, resultando em informações que não refletem adequadamente a situação econômica e financeira da entidade, e que acabam interferindo na tomada de decisão dos *stakeholders* (Man & Wong, 2013).

Apesar do gerenciamento de resultados ser objeto de estudo de diversas pesquisas, poucos o associaram às notas de *rating* de crédito. Dentre os estudos que abordaram esta temática, Li, Griffin, Yue, e Zhao (2013) mencionaram que a maioria foi desenvolvida nos Estados Unidos, Reino Unido e Austrália, o que contribui para que o efeito sobre a economia emergente ainda não seja evidente. O principal resultado das pesquisas que abordaram este

conteúdo indicou que as empresas gerenciaram seus resultados com o objetivo de alterar as classificações de *rating* de crédito (Ali & Zhang, 2008; Jiang, 2008; Alissa, Bonsall, Koharki, & Penn, 2013; Demirtas & Cornaggia, 2013; Kim *et al.*, 2013; Brown, Chen, & Kim, 2015; Lin & Shen, 2015).

Devido às limitações para obter os históricos de *rating* das entidades, estudos que associaram o gerenciamento de resultados e as classificações de *rating* ainda são incipientes no Brasil. Assim, este estudo contribui com a literatura, ao analisar uma série histórica de *ratings* e ao considerar as classificações de *rating* de crédito das três principais agências de risco (*Standard & Poor's*, *Fitch Ratings* e *Moody's*), tendo em vista que a maioria dos trabalhos analisados adotou apenas uma agência de *rating*. A partir da realização deste estudo, também será possível verificar se as empresas brasileiras apresentaram comportamentos semelhantes ao das empresas localizadas nos países desenvolvidos.

Considerando que as notas de *rating* refletem a probabilidade de inadimplência das entidades, acredita-se que as entidades são motivadas a gerenciar os resultados com a finalidade de minimizar a probabilidade de *default* e neutralizar possíveis situações de insolvência, e como consequência influenciar as classificações de *rating*. Nesse contexto, este estudo contribui com essa análise, pois adota uma metodologia adicional desenvolvida pela base de dados *Bloomberg*®, que mensura a probabilidade de inadimplência das entidades.

A partir do exposto, verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito das empresas listadas nas BM&FBovespa é relevante, não somente às pesquisas acadêmicas, mas também, aos agentes do mercado financeiro, em função do impacto exercido pelos *ratings* na economia. Academicamente a realização deste estudo irá contribuir com o desenvolvimento da temática, tendo em vista que as pesquisas entre gerenciamento de resultados e *rating* de crédito ainda são incipientes no Brasil. No decorrer do trabalho também serão abordados estudos recentes que contribuirão com a literatura em questão.

Na perspectiva empresarial as classificações de *ratings* foram adotadas amplamente pelos mercados financeiros, pois os níveis e as mudanças nas classificações são capazes de prever a probabilidade de inadimplência das entidades, além de atuarem como função de governança corporativa (Kang & Liu, 2007). Os *ratings* também interferem no custo da dívida, na estrutura de financiamento e negociação dos títulos empresariais (Gray, Mirkovic, & Rangunathan, 2006). Além de ser considerado como a segunda condição mais importante na tomada de decisão sobre a política financeira da empresa, pelos diretores financeiros, tendo em vista que a primeira condição é a manutenção da flexibilidade financeira (Graham & Harvey, 2001). Desta forma, verificar a influência dos *ratings* no gerenciamento de resultados

é relevante, uma vez que as empresas podem gerenciar seus resultados por se afastarem das classificações esperadas (Alissa *et al.*, 2013).

Outro ponto importante para realização deste estudo está relacionado ao fato de que as notas de *rating* representam a qualidade de crédito das entidades. Por considerarem aspectos evidenciados nas demonstrações contábeis para compor as notas de *rating*, as empresas, muitas vezes, são motivadas a gerenciar os resultados, com a finalidade de obter melhores classificações de *rating*. Assim, a partir dos resultados, espera-se ser possível verificar se as informações divulgadas apresentam a realidade econômica e financeira da entidade, tendo em vista que essas informações são utilizadas por investidores, analistas e agências de crédito, para tomada de decisão, emissão de recomendações e classificações de *rating*, respectivamente.

Além dos fatos apresentados, a realização deste estudo foi motivada pelo rebaixamento da classificação do *rating* soberano do Brasil para grau especulativo pelas principais agências de risco. O rebaixamento do *rating* soberano afetou significativamente a economia brasileira, e conseqüentemente interferiu nas classificações de *ratings* de crédito. As agências de risco consideram que o *rating* soberano pode interferir na qualidade de crédito das entidades e por isso, o incorporam no processo de avaliação das notas de *rating*. Nesse contexto, os gestores podem ter sido motivados a gerenciar os resultados com a finalidade de tentar obter classificações de *ratings* mais favoráveis, em função das oscilações ocasionadas pelo rebaixamento do *rating* soberano.

Este estudo analisa, portanto, a relação entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito mensurado por meio das notas de *rating* de crédito e do risco de crédito emitido pela *Bloomberg*®. Os *ratings* são representados por letras, números e sinais, enquanto que riscos de crédito da *Bloomberg*® são expressos por porcentagens e indicam a probabilidade de inadimplência das entidades.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

A pesquisa verifica a relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito das empresas de capital aberto durante o período de 2010 a 2015, sendo este selecionado em função de ser após a adoção integral das normas internacionais de contabilidade no Brasil. As amostras são compostas por empresas não financeiras, listadas na

BM&FBovespa em 31 de dezembro de 2015. A exclusão das empresas do setor financeiro, de seguros e fundos, tem a finalidade de tornar padrão a mensuração da *proxy* de gerenciamento de resultados, visto que essas empresas apresentam plano de contas específico e particularidades patrimoniais não comparáveis às empresas da amostra.

O risco de crédito será mensurado por meio das classificações de *rating* emitidas pelas principais agências de risco e pela probabilidade de inadimplência das entidades, obtida por meio da base de dados *Bloomberg*®. No que diz respeito às classificações de *rating*, consideraram-se as de longo prazo, desde que emitidas em moeda estrangeira. Nas situações em que as empresas apresentaram uma única classificação de *rating* de crédito, por período, coletaram-se os *ratings* históricos correspondentes. Todavia, para as empresas que apresentaram diversas classificações ao longo do exercício financeiro, optou-se em considerar as piores classificações de *rating*, considerando a propensão dos analistas empregarem as mesmas devido à prudência (Miiller & Martinez, 2016).

1.5 ORGANIZAÇÃO DA DISSERTAÇÃO

A dissertação será dividida em cinco capítulos. No primeiro capítulo, além desta seção, realiza-se uma breve contextualização do tema a ser abordado nesta dissertação. Em seguida, apresenta-se o problema de pesquisa, o objetivo geral e os objetivos específicos, a justificativa para realização deste estudo, assim como sua delimitação.

No segundo capítulo, abordam-se as definições do gerenciamento de resultados conforme a literatura nacional e internacional, seguido das modalidades de gerenciamento de resultados. Na sequência evidenciam-se as motivações que conduzem ao gerenciamento de resultados. Em seguida, o *rating* é abordado como uma motivação para gerenciamento de resultados.

O terceiro capítulo inicia-se com as definições das características da pesquisa. Em seguida apresentam-se as populações e as amostras selecionadas para o desenvolvimento deste estudo. Na sequência são apresentados os *ratings* de crédito atribuídos pelas agências classificadores de risco e o risco de crédito da *Bloomberg*®. Em seguida é apresentado o modelo de Kothari *et al.* (2005) para mensuração dos *accruals* discricionários; as variáveis utilizadas nesta pesquisa; e o desenho e constructo da pesquisa. Por fim, são apresentadas as hipóteses de teste e as técnicas utilizadas para análise dos dados.

No quarto capítulo serão descritos os resultados obtidos por meio da aplicação dos testes estatísticos, sendo evidenciados e discutidos. No quinto capítulo, serão apresentadas as percepções do pesquisador em relação aos resultados obtidos, e as recomendações para pesquisas futuras decorrentes das limitações encontradas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção são apresentados os elementos teóricos da pesquisa. Primeiramente, apresentam-se aspectos conceituais do Gerenciamento de Resultados e as características relacionadas às Modalidades de Gerenciamento. Posteriormente, apresentam-se as motivações que conduzem os gestores as práticas de gerenciamento dos resultados contábeis. Por fim, evidenciam-se pesquisas que analisaram o risco de crédito como uma motivação para o gerenciamento de resultados.

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O gerenciamento de resultados pode ser caracterizado como um conjunto de práticas contábeis adotadas para alterar o desempenho econômico e financeiro da entidade, com o objetivo de alterar a percepção dos agentes econômicos (Healy & Wahlen, 1999; Scott, 2012). A adoção dessa prática por parte dos gestores decorre dos incentivos recebidos, conhecido também, como motivações. As principais motivações relacionadas ao gerenciamento dos resultados contábeis estão vinculadas as questões de mercado, contratuais e regulamentares (Watts & Zimmerman, 1978; Healy & Wahlen, 1999).

As manipulações das informações contábeis realizadas de forma intencional para atender a objetivos específicos caracterizam o comportamento oportunista do gestor, que dispõem de fatores alternativos para realização de tal prática. Os principais fatores para o gerenciamento de resultados compreendem a utilização dos *accruals*, utilizado nesta pesquisa como *proxy* para cálculo do gerenciamento; mudanças nos métodos contábeis; e alterações na estrutura de capital da entidade (Healy, 1985; Schipper, 1989; Jones, 1991; Dechow, Sloan & Sweeney, 1995).

2.1.1 Caracterização do Gerenciamento de Resultados

O gerenciamento de resultados pode ser interpretado como um conjunto de escolhas contábeis que alteram o processo de elaboração das informações financeiras com a finalidade de atender a objetivos específicos (Scott, 2012). As alterações cujos propósitos sejam atender

ao escopo dos gestores ocorrem por meio da escolha de diferentes critérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação das informações contábeis. O gerenciamento de resultados é caracterizado como uma alteração intencional no processo de elaboração dos relatórios financeiros com a finalidade de obter ganhos próprios (Schipper, 1989). Martinez (2001) e Mulford e Comiskey (2002) mencionam que o gerenciamento pode ser descrito como um processo de alterações intencionais dos resultados contábeis em direção a um alvo específico.

Alterações intencionais na informação contábil com o propósito de ludibriar os *stakeholders* sobre o desempenho econômico e, intervenções contratuais conduzem às práticas de gerenciamento de resultado (Healy & Wahlen, 1999). Tais práticas podem também ser utilizadas com a finalidade de que os resultados empresariais permaneçam estáveis e previsíveis (Mohanram, 2003; Mckee, 2005), conseqüentemente influenciando na percepção dos usuários externos sobre as condições financeiras e econômicas da empresa. Dechow e Skinner (2000) e Stolowy e Breton (2004) mencionam que as práticas de gerenciamento de resultados são realizadas de acordo com as normas contábeis geralmente aceitas, ou seja, os gestores utilizam de certa flexibilidade para conduzir a resultados objetivados.

A flexibilidade das normas contábeis permite que os gestores escolham diferentes métodos para mensuração, reconhecimento e evidenciação da informação contábil, que se adaptem adequadamente às circunstâncias econômicas e expressem os resultados das transações, conforme seus objetivos (Riahi-Belkaoui, 2003). Esta possibilidade de métodos alternativos para mensuração, reconhecimento e evidenciação permite que as escolhas possam ser realizadas em prol de fatores exógenos que acabam por influenciar as decisões de curto e longo prazo (Bispo, 2010). Por este motivo, as escolhas intencionais de políticas contábeis que se refletem na mensuração do resultado, podem não representar adequadamente a realidade empresarial, mesmo que a legislação em vigor (Martinez, 2001; Stolowy & Breton, 2004; Man & Wong, 2013) e as normas contábeis tenham sido atendidas.

Vale ressaltar, que as manipulações não se confundem com fraudes. As fraudes são provenientes do descumprimento da legislação e por isso são consideradas práticas inaceitáveis, com implicações previstas em Lei (Dechow & Skinner, 2000; Martinez, 2001; Stolowy & Breton, 2004). Visando distinguir as práticas de manipulações que são consideradas aceitáveis pela norma vigente daquelas consideradas ilegais, Martinez (2001) estabelece uma hierarquia para segregar as escolhas que retratam diferentes modalidades de posturas contábeis, as quais são compostas por escolhas conservadoras ou agressivas. Tanto as escolhas conservadoras ou agressivas, atendem as normas e princípios contábeis, mas as ações fraudulentas são tidas como inaceitáveis.

As manipulações decorrentes das escolhas contábeis são realizadas com o propósito de modificar a Transferência de Riqueza Potencial entre os *stakeholders*, de modo a intervir na percepção dos integrantes do mercado sobre o resultado reportado, reduzindo os riscos empresariais. As bases de transferência de riqueza são representadas pelo Lucro e pelo Risco Estrutural (Stolowy & Breton, 2004). Apesar das duas distinções de Transferência de Riqueza Potencial, este estudo irá discutir apenas as questões relacionadas ao Lucro, especificamente nos aspectos vinculados ao Gerenciamento de Resultados, como apresentado na Figura 1.

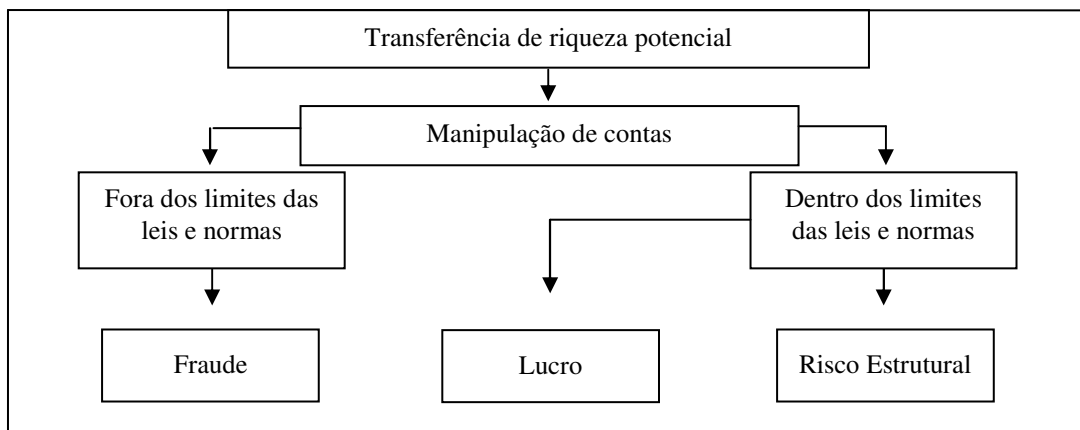


Figura 1. Estrutura Proposta para Compreensão da Prática de Manipulação

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Stolowy e Breton (2004).

A Transferência de Riqueza Potencial está suscetível às manipulações de contas, sendo estas operadas fora ou dentro de limites. Quando as manipulações ocorrem fora dos limites das leis e das normas são consideradas fraudes e apresentam implicações legais. As manipulações realizadas dentro dos limites das leis e das normas podem reduzir o Risco Estrutural da entidade, ou influenciar o Lucro. As manipulações vinculadas ao Risco Estrutural, representado pela relação entre dívida e capital próprio, são obtidas pela expansão artificial do lucro ou pela utilização de recursos de financiamento extrapatrimonial, que permitem a omissão de certos financiamentos e reduzem o Risco Estrutural da entidade. Enquanto que as estratégias adotadas para influenciar o Lucro são representadas por meio de inserções ou remoções de contas de resultado (receitas ou despesas) ou por intermédio de classificações de contas, que alteram o valor da mensuração do lucro. As manipulações decorrentes de escolhas contábeis que tenham o objetivo de influenciar o Lucro da entidade são realizadas com o propósito de modificar o desempenho financeiro de modo a atingir os objetivos específicos dos gestores (Stolowy & Breton, 2004).

As possibilidades de seleção de alternativas para mensuração de ativos e a obediência às normas e Princípios Contábeis geram os *accruals* (Silva & Fonseca, 2015). Os *accruals* são

compreendidos como componentes que ocasionam alterações no resultado do período sem a devida movimentação de caixa devido ao Regime de Competência. De acordo com esse regime o registro das transações contábeis deve ocorrer quando estas forem realizáveis. Assim, a receita deve ser reconhecida de acordo com sua realização, juntamente com as despesas necessárias à sua efetivação. Por outro lado, o Regime de Caixa evidencia apenas as entradas e saídas do disponível (Martinez, 2001).

As diferenças temporais entre a realização das transações nos Fluxos de Caixa e o reconhecimento de elementos patrimoniais conforme os critérios estabelecidos pelo Regime de Competência originam os *accruals* (Ronen & Yaari, 2008). Os *accruals* proporcionam uma medida agregada das escolhas contábeis, pois ao mensurar o gerenciamento de resultados consideram o conjunto de ações discricionárias possíveis (Watts & Zimmerman, 1990). Healy (1985) e DeFond e Jiambalvo (1994) os definem como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional, como apresentado na Figura 2.

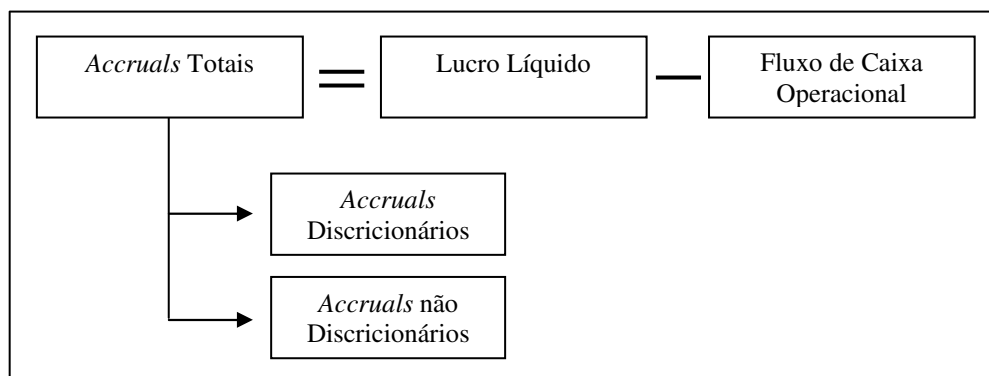


Figura 2. Cálculo dos Accruals Totais pela abordagem do Fluxo de Caixa

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Martinez (2001) e Hribar e Collins (2002).

Embora os elementos que constituam os *accruals* permitam a criação de oportunidades para adoção das práticas de gerenciamento de resultados (Colauto & Beuren, 2006), nem todos os gestores optam por tais práticas. Por esse motivo, as pesquisas segregam os *accruals* totais em discricionários e não discricionários (Teoh, Welch, & Wong, 1998), como apresentado na Figura 2.

Os *Accruals* não Discricionários estão relacionados aos lançamentos contábeis inerentes as atividades empresariais (Healy, 1985; Trapp, 2009). Os *Accruals* Discricionários são os componentes gerenciados de forma artificial a fim de manipular os resultados contábeis. Wu (2014) afirma que os *accruals* discricionários têm sido amplamente associados pela literatura ao gerenciamento de resultados, por resultarem da discricionariedade dos gestores.

Nesse contexto, a discricionariedade proporcionada pelas normas contábeis permite que os gestores manipulem os resultados de forma intencional, com o propósito de atender a objetivos específicos. Martinez (2001) menciona que os gestores gerenciam os resultados em função das motivações recebidas, sejam elas relacionadas ao mercado de capitais, as questões contratuais ou regulamentares. Em decorrência dos diversos incentivos, o autor segrega o gerenciamento de resultados em algumas modalidades, para identificar a finalidade das manipulações contábeis realizadas pelos gestores.

2.1.2 Modalidades do Gerenciamento de Resultados

As modalidades do gerenciamento de resultados dão indícios das motivações que conduziram os gestores a escolhas contábeis realizadas com o objetivo de suavizar, maximizar ou minimizar o resultado divulgado (Moore, 1973; Martinez, 2001). As modalidades de gerenciamento de resultados são segregadas em: *Target Earnings*, *Income Smoothing* e *Big Bath Accounting*, como apresentado na Figura 3.

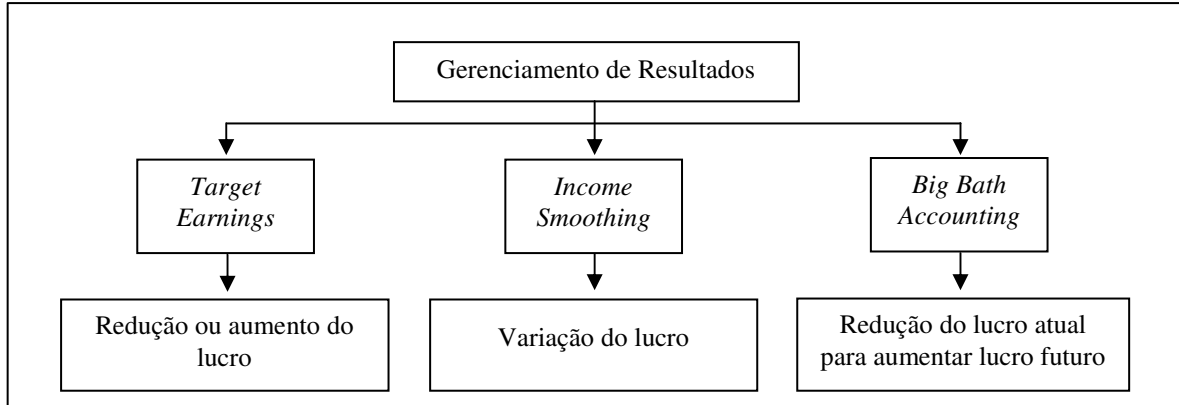


Figura 3. Modalidade de Gerenciamento de Resultados

Fonte: Adaptado de Martinez (2001)

a) *Target Earnings*

A modalidade *Target Earnings* (Lucro Alvo) tem o objetivo de aumentar ou diminuir os resultados contábeis. Nesta modalidade, os gestores gerenciam os resultados a fim de atingir metas específicas, podendo essas serem superiores ou inferiores ao resultado apurado (Martinez, 2001). O *Target Earnings* é considerado uma das modalidades menos estudadas pela academia devido à sua complexidade. Apesar de apresentar carência de estudos, as pesquisas evidenciadas na Figura 4 contribuem para o progresso da literatura.

Autores	Objetivo	País	Período	Amostra
Dhaliwal <i>et al.</i> (2004)	Verificaram se as empresas gerenciaram a despesa de imposto para alcançar as metas de lucros.	Estados Unidos	1986-1999	Entre 3978 e 4.656 observações
Ben-Amar e Missonier-Piera (2008)	Investigaram se as empresas suíças adotaram o gerenciamento de resultados em períodos que precederam a operações de fusões e aquisições.	Suíça	1990-2002	50 empresas
Black e Christensen (2009)	Averiguaram de que forma os diferentes ajustes nos lucros interferem no <i>spread</i> entre lucro pro forma e lucros GAAP de operações contínuas; e quais ajustes os gestores realizaram para atingir as metas dos lucros estratégicos.	Estados Unidos	1998-2003	5.674 observações trimestrais
Indjejikian, Matejka, Merchant, Van der Stede (2014)	Analisaram em que medida as empresas utilizaram o desempenho passado para definir as metas de lucros em seus planos de bônus e avaliaram os efeitos dessas metas nos incentivos gerenciais.	Estados Unidos	2008-2009	666 empresas

Figura 4. Estudos que adotaram a modalidade *Target Earnings*

Fonte: A autora (2017).

Dhaliwal *et al.* (2004) constataram que as despesas com imposto são manuseadas para gerenciar ganhos. Assim, as empresas americanas pertencentes à amostra, reduziram as despesas de imposto projetadas quando não alcançaram a previsão de consenso do analista. Neste caso, se as fontes não fiscais de gerenciamento de resultados foram incapazes de atingir as metas, as empresas reduziram as despesas com impostos. O contrário também foi observado, quando as empresas aumentaram as despesas com impostos quando as metas de lucros foram excedidas.

Ben-Amar e Missonier-Piera (2008) ao investigar se as empresas suíças adotaram o gerenciamento de resultados em períodos que precederam a operações de fusões e aquisições observaram a adoção de práticas oportunistas por meio do *Target Earnings* em momentos que antecederam as fusões e aquisições amigáveis, indicando haver também interesses diferenciados quanto a aquisições hostis.

Os resultados da pesquisa desenvolvida por Black e Christensen (2009) evidenciaram que os itens não recorrentes excluídos da demonstração de resultados foram os encargos de reestruturação e custos associados com a emissão de ações. Por outro lado, a exclusão de itens recorrentes, tais como pesquisa e desenvolvimento, depreciação e amortização, e despesas tributárias foram realizadas com o objetivo de atender a metas estratégicas. Os resultados indicaram também que os gestores que excluíram itens recorrentes eram mais propensos a serem oportunistas.

Indjejikian *et al.* (2014) ao averiguarem se as empresas utilizaram desempenho passado para definir metas de lucros em seus planos de bônus, identificaram que as empresas com alta rentabilidade reduziram frequentemente as metas de lucros, quando os seus gestores não concretizavam as metas do ano anterior. Todavia, quando os mesmos superavam tais metas, essas não eram elevadas. Em contrapartida, as empresas com baixa rentabilidade elevaram metas dos lucros quando os gestores atenderam ou superaram as metas do ano anterior. Por fim, os resultados da pesquisa sugeriram que as empresas utilizavam informações sobre desempenhos passadas de forma limitada para definir suas metas.

Os estudos que utilizaram a modalidade *Target Earnings*, caracterizada pela redução ou elevação dos resultados analisaram se a despesa de imposto, os ajustes e as medidas de desempenho anteriores eram utilizadas como medidas de gerenciamento para alcançar as metas de lucros; bem como, se as empresas gerenciaram os resultados em períodos que antecederam as operações de fusões e aquisições.

b) *Income Smoothing*

No que diz respeito à modalidade *Income Smoothing*, o gerenciamento ocorre para reduzir a variabilidade dos resultados contábeis em determinados períodos com a finalidade de que os mesmos permaneçam estáveis e não apresentem oscilação excessiva (Martinez, 2001). As empresas que optam pela suavização dos resultados podem realizá-la de forma Natural ou Intencional. A Suavização Natural ocorre com transações decorrentes da adoção de ações que controlam os eventos econômicos subjacentes. Na Suavização Intencional os resultados são gerenciados por meio da Suavização Real ou da Suavização Artificial (Eckel, 1981). As decisões econômicas que afetam o fluxo de caixa da empresa representam as práticas de Suavização Real, enquanto que a Suavização Artificial corresponde às manipulações contábeis realizadas com a finalidade de reduzir a variabilidade dos resultados (Martinez, 2001). A Figura 5 apresenta alguns estudos relacionados à modalidade *Income Smoothing*.

Autores	Objetivos	País	Período	Amostra
Martinez (2006)	O objetivo da pesquisa era demonstrar se as empresas brasileiras manejavam os resultados com o propósito de reduzir a variabilidade.	Brasil	1995-1999	Entre 112 e 590 observações
Martinez e Castro (2011)	Analysaram o efeito de alisamento de resultados sobre os <i>ratings</i> de emissões de títulos públicos.	Brasil	2005-2007	114 ofertas de títulos públicos
Jung et al. (2013)	Examinaram as tentativas dos gestores de alterar a percepção das agências de <i>rating</i> em relação ao risco de crédito por meio de atividades de suavização de resultados.	Estados Unidos	1990-2008	Entre 3.942 e 11.943 observações
Tonin e Colauto (2015)	Verificaram a associação entre as classificações de <i>rating</i> e o <i>income smoothing</i> em empresas brasileiras.	Brasil	2005-2011	160 observações
Klann e Beuren (2015)	Averiguaram a influência do processo de convergência às normas internacionais no nível de suavização de resultados.	Brasil	2005-2007; 2010-2012	344 observações; 289 observações

Figura 5. Estudos relacionados à modalidade *Income Smoothing*

Fonte: A autora (2017).

Em relação à redução da variabilidade dos resultados contábeis, Martinez (2006) verificou que as contas de despesas com depreciação, despesas com perdas estimadas em créditos de liquidação duvidosa e receitas não operacionais foram utilizadas para minimizar oscilações dos resultados. As variações na amortização de ágio/deságio de investimentos, provisão para perdas em investimentos e reservas de reavaliação foram correlacionadas com a redução da variabilidade dos resultados.

Martinez e Castro (2011) analisaram o efeito de alisamento de resultados sobre os *ratings* de emissões de títulos públicos no Brasil. Para mensurar o alisamento utilizaram como *proxy* as variáveis propostas por Eckel (1981) e Leuz, Nanda, e Wysocki (2003). Constataram que o alisamento de resultados apresenta um impacto relevante sobre os *ratings* de títulos, uma vez que as empresas que suavizaram seus resultados receberam melhores classificações de *rating* em suas emissões de títulos públicos.

Jung et al. (2013) ao examinarem as tentativas de gestores alterarem a percepção das agências de *rating* em relação ao risco de crédito concluíram que a suavização dos resultados é mais centralizada em empresas com maiores classificações de *rating*, uma vez que essas possuem uma maior dependência do financiamento da dívida. Verificaram também que a suavização dos resultados aumentou a probabilidade de elevação de *rating* subsequente para as empresas com classificações mais elevadas.

Tonin e Colauto (2015) por meio do modelo de Eckel (1981) verificaram que empresas com *rating* praticaram mais a suavização do que empresas sem classificação de

rating. Além disso, as entidades que suavizaram os resultados eram mais propensas a terem uma classificação de *rating*. Ainda constataram que na medida em que o período de análise era elevado, havia uma redução na quantidade de empresas suavizadoras, indicando que as empresas optaram pelo gerenciamento dos resultados em períodos específicos.

Klann e Beuren (2015) analisaram a adoção do *income smoothing* em períodos anteriores e posteriores à adoção das Normas Internacionais de Contabilidade - *International Financial Reporting Standards* (IFRS) utilizando o modelo de Barth, Landsman e Lang (2008) e constataram que após a convergência às IFRS, os níveis de suavização se elevaram.

No que diz respeito à modalidade *Income Smoothing* as pesquisas relatadas evidenciaram que as empresas gerenciaram os resultados por meio desta modalidade com o propósito de reduzir a variabilidade dos resultados; influenciar a percepção das agências de *rating* em relação ao risco de crédito; e verificar a influência da adoção das IFRS nos níveis de suavização de resultados.

c) *Big Bath Accounting*

Quanto à modalidade *Big Bath Accounting*, esta tem a finalidade de reduzir o lucro corrente para aumentar o lucro futuro, como evidenciado na Figura 6. Assim, as empresas buscam piorar seus resultados correntes para obter melhores resultados no futuro (Martinez, 2001).

Autores	Objetivos	País	Período	Amostra
Moore (1973)	O objetivo da pesquisa era determinar se as alterações contábeis discricionárias eram mais predominantes após mudanças de gestão.	Estados Unidos	1970	Entre 36 e 100 empresas
Jordan e Clark (2004)	Examinaram se o registro do <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> , no ano da adoção do SFAS N°. 142 estava relacionada com o gerenciamento por meio do <i>Big Bath</i> .	Listagem <i>Fortune</i> 100	2002	80 empresas
Schäffer, Lüdtke, Bremer, e Häubler (2012)	Analisaram a existência do <i>big bath</i> após o <i>turnover</i> dos diretores executivos das empresas alemãs, anterior e posteriormente as transições dos Princípios Contábeis Geralmente Aceitos (GAAP) na Alemanha para as IFRS.	Alemanha	1999-2006	291 empresas GAAP; 486 empresas IFRS
Jordan e Clark (2015)	Verificaram se o gerenciamento de resultados por meio do <i>big bath</i> estava associado ao <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> .	Listagem <i>Fortune</i> 500	2003-2013	244 empresas
Souza (2015)	Averiguou a ocorrência do <i>big bath</i> por meio do <i>impairment</i> do <i>goodwill</i> nos primeiros anos de adoção do pronunciamento CPC-01.	Brasil	2008-2009	85 empresas

Figura 6. Estudos relacionados à modalidade *Big Bath Accounting*

Fonte: A autora (2017).

Moore (1973) observou que as empresas americanas com mudança de gestão recorreram mais as decisões que reduziam os resultados contábeis, do que as empresas que não realizaram a troca da gestão. Mencionaram que as alterações na gestão empresarial permitiram que a nova administração responsabilizasse a gestão anterior pelos baixos rendimentos empresariais, estabelecesse uma base reduzida para comparação de resultados futuros e reportasse a tendência de crescimento dos rendimentos da entidade.

Schäffer *et al.* (2012) analisaram a existência do *big bath accounting* após o *turnover* dos diretores executivos das empresas alemãs, anterior e posteriormente as transições do GAAP para o IFRS. Os resultados apontaram fraca existência do *big bath* para a amostra analisada ao longo do período de convergência. Todavia, quando a mesma foi segregada considerando as normas locais (GAAP) e as normas internacionais (IFRS), observaram evidências significativas do *big bath accounting* na amostra local, mas nenhuma evidência de gerenciamento na amostra internacional.

Outro item relacionado pelas pesquisas sobre *big bath accounting* é o *impairment* do *goodwill* (Jordan & Clark, 2004; Jordan & Clark, 2015; Souza, 2015). Nos Estados Unidos, a obrigatoriedade dos testes no valor recuperável do *goodwill* ocorreu a partir da adoção do *Statement of Financial Accounting Standard (SFAS) 142*. Diante dessas mudanças, Jordan e Clark (2004) verificaram que os novos Diretores Executivos – *Chief Executive Officer* (CEOs) manipularam os resultados nos exercícios de 2001 e 2002, uma vez que as empresas com resultados inferiores aproveitaram para baixar o *goodwill* no momento da adoção inicial da norma a fim de não prejudicar resultados posteriores. Apesar dos autores terem constatado que as empresas manipularam os resultados em pesquisa publicada em 2004, o mesmo não foi observado na pesquisa de Jordan e Clark (2015). Ou seja, não foram encontradas evidências de que os novos CEOs registraram o *impairment* do *goodwill* de maneira oportunista, por meio do *big bath accounting*, durante o período de 2003 a 2013. Em vez disso, o registro do *impairment* aparentou ser justificado com base no desempenho de deterioração das suas empresas ao longo do tempo. No Brasil, Souza (2015) verificou se as empresas realizaram o *big bath* com o saldo de *goodwill*, uma vez que com a adoção do Pronunciamento Técnico CPC 01 sobre o *goodwill* deixou de ser amortizado sistematicamente e passou a ser submetido ao teste de *impairment*. Os resultados não evidenciaram a utilização de práticas de *big bath* com o saldo remanescente do *goodwill*.

A modalidade *big bath accounting* busca reduzir o lucro corrente para aumentar o lucro futuro, conforme relatado nas pesquisas evidenciadas na Figura 6. Os resultados principais

indicaram que as reduções dos resultados por meio do gerenciamento ocorreram com maior frequência em empresas com *turnover* de gestão. Outro tema recorrente nas pesquisas relacionadas ao *big bath accounting*, foi o *impairment* do *goodwill*. Neste caso, o gerenciamento de resultados por meio do *impairment* do *goodwill* foi constatado somente no ano da adoção do SFAS nº 142 (Jordan & Clark, 2004), pois as pesquisas posteriores (Jordan & Clark, 2015; Souza, 2015) não encontraram relação de práticas oportunistas por meio do registro do *impairment*.

No que diz respeito às modalidades de gerenciamento de resultados, com exceção da modalidade *Income Smoothing*, não foram identificados estudos que analisassem a relação entre o gerenciamento de resultados e as notas de *rating* de crédito utilizando as modalidades *Target Earnings* e *Big Bath Accounting*. A maioria dos estudos vinculados às classificações de *rating* adotou o gerenciamento de resultados em seu sentido amplo.

Vale ressaltar, que o comportamento oportunista do gestor é observado nas três modalidades de gerenciamento de resultados, visto que as ações são adotadas com o propósito de atender a objetivos específicos, em detrimento dos objetivos dos acionistas ou investidores. As ações que conduzem os gestores a esse comportamento oportunista podem ter a finalidade de aumentar ou reduzir os resultados contábeis (*Target Earnings*); suavizar esses resultados (*Income Smoothing*); ou reduzir os resultados correntes em prol de resultados futuros (*Big Bath Accounting*).

2.1.3 Motivações para Gerenciamento de Resultados

As motivações ou incentivos que conduzem os gestores a gerenciar os resultados contábeis com o propósito de evidenciar informações que atendam a objetivos específicos, têm sido utilizadas por diversas pesquisas para identificar o gerenciamento de resultados (Healy & Wahlen, 1999). Embora existam diversos motivos para a prática do gerenciamento de resultados, principalmente para as companhias de capital aberto, que tendem a receber incentivos econômicos em função do desempenho apresentado (Healy & Wahlen, 1999), Mohanram (2003) menciona que o principal deles está relacionado à *performance* da entidade e ao *benchmark* referente aos resultados de exercícios anteriores, expectativas dos analistas e contrato de remuneração dos administradores.

A Hipótese de Plano de Incentivo, Grau de Endividamento e Custos Políticos, desenvolvidas por Watts e Zimmerman (1986), direcionam os estudos para explicar e prever algumas práticas contábeis adotadas pelas empresas. De acordo com Trapp (2009) essas

hipóteses também são utilizadas para compreender os motivos que conduzem as práticas de gerenciamento de resultados.

No que diz respeito à Hipótese do Plano de Incentivo, Watts e Zimmerman (1986) relatam que os administradores que recebem bônus ou remuneração variável como pagamento serão impulsionados a utilizar métodos contábeis que elevem os resultados do período. Em relação à Hipótese do Grau de Endividamento, as entidades que apresentam maiores níveis de endividamento estarão mais propensas a empregarem métodos contábeis que aumentem o lucro, devido às restrições contratuais impostas pelos credores. Na Hipótese dos Custos Políticos as grandes empresas estão mais sujeitas a utilização de técnicas para reduzir os lucros do que as pequenas empresas, por estarem sujeitas a incidência de custos políticos relacionados à evidenciação de ganhos elevados e para minimizar a atenção de órgãos reguladores.

Embora Trapp (2009) mencione que as hipóteses podem ser utilizadas como incentivos para o gerenciamento de resultados, Healy e Wahlen (1999) afirmam que as pesquisas empíricas em gerenciamento de resultados devem ser baseadas em: Motivações vinculadas ao Mercado de Capitais, Motivações Contratuais e Motivações Regulamentares. Martinez (2001) adiciona ainda as motivações regulamentares, os custos políticos. Desta forma, o gerenciamento de resultados pode ser motivado por fatores relacionados ao mercado de capitais; questões contratuais; e aos fatores regulamentares e custos políticos.

a) Motivações relacionadas ao Mercado de Capitais

Nas motivações vinculadas ao Mercado de Capitais os investidores e analistas financeiros utilizam as informações contábeis para avaliar as ações da entidade. Essa prática pode criar incentivos para manipulação de resultados com o objetivo de influenciar o desempenho do preço das ações em curto prazo, sejam estes para reduzir ou manter o preço da ação em alta (Healy & Wahlen, 1999). Logo, as Motivações de Mercado de Capitais buscam alterar a percepção do risco em relação aos investimentos realizados nas ações da companhia.

Estudos relacionados às motivações de mercado consideram que o gerenciamento de resultados pode ocorrer devido a diversas finalidades, tais como: evitar a divulgação de resultados negativos (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012; Reis, Lamounier, & Bressan, 2015); atender às expectativas dos analistas (Dhaliwal *et al.* 2004; Burgstahler & Eames, 2006; Martins, Paulo, & Monte, 2016); influenciar a percepção de risco dos agentes econômicos (Martinez, 2001; Jung *et al.*, 2013; Demirtas & Cornaggia, 2013), dentre outros.

As manipulações decorrentes das escolhas contábeis realizadas com a finalidade de evitar a divulgação de resultados negativos representam um dos motivos mais analisados pela literatura acadêmica, pois a partir do momento em que os preços das ações respondem as notícias de resultados desfavoráveis, os gestores são motivados a evitarem a divulgação das perdas nos relatórios contábeis (Paulo, 2007).

Roychowdhury (2006) estudou as empresas que gerenciaram resultados com objetivo de não divulgar perdas anuais. As empresas da amostra apresentaram uma redução de 5,91% de despesas com vendas, gerais e administrativas, em relação às demais empresas, a fim de não divulgar perdas. Constatou-se também que a presença de investidores sofisticados reduz essas atividades e embora menos robusto, os resultados também indicaram que atividades de manipulação real são realizadas para atender as previsões anuais dos analistas.

Zang (2012) verificou que as empresas americanas gerenciaram os resultados utilizando decisões operacionais, com o objetivo de evitar a divulgação de perdas. Os resultados obtidos indicaram que essas empresas apresentaram altos níveis de produção, considerados anormais em relação às outras empresas da amostra. Neste caso, o aumento do nível de produção, ocorreu por meio da redução do custo fixo por unidade, a fim de reportarem menores custos de produtos vendidos, aumentando o resultado do período.

Reis *et al.* (2015) verificaram se as empresas brasileiras gerenciaram seus resultados por meio de decisões operacionais quando estavam próximas a divulgarem resultados negativos. Dentre os resultados encontrados na pesquisa, constataram que as empresas que apresentaram a margem de lucro entre 0% e 1%, procuraram aumentar os resultados contábeis por meio das despesas com vendas, gerais e administrativas, a fim de não divulgarem perdas.

As previsões dos analistas também conduziram os gestores a gerenciarem os resultados contábeis e por isso se enquadram nas motivações de mercado de capitais. Segundo Paulo (2007) alguns estudos indicaram que as entidades que alcançaram ou superaram as previsões dos analistas, ao negociar seus títulos de mercado, receberam um “prêmio” por apresentarem resultados futuros de menor risco. Dhaliwal *et al.* (2004) constataram que as empresas americanas reduziram as despesas de imposto projetadas quando as fontes não fiscais de gerenciamento de resultados não alcançaram a previsão de consenso do analista. Todavia, quando as metas de lucros foram excedidas, as empresas aumentaram a despesa de impostos, com a finalidade de atender as previsões dos analistas. Burgstahler e Eames (2006) verificaram que os gerentes evitaram reportar lucros abaixo das previsões dos analistas. Os resultados das empresas americanas foram gerenciados para cima e as previsões para baixo,

sendo que o gerenciamento de resultados ocorreu por meio do fluxo de caixa operacional e dos componentes de acumulações discricionárias da entidade.

Martins *et al.* (2016) avaliaram se os níveis de gerenciamento de resultados influenciaram a acurácia da previsão de lucro de analistas. Constataram nível maior de gerenciamento de resultados, quando as empresas estavam próximas das previsões dos analistas, indicando que nesses casos, os gestores possuíam maiores incentivos para gerenciar os resultados. Quando os resultados da entidade estavam distantes das previsões dos analistas, houve menos gerenciamento de resultados contábeis.

Quando as motivações para o gerenciamento de resultados estão associadas à percepção de risco dos agentes econômicos, as empresas buscam divulgar resultados positivos e que atendam as expectativas dos agentes de mercado. Nesse contexto, Martinez (2001) demonstrou empiricamente que as empresas brasileiras gerenciaram seus resultados em função dos estímulos do mercado de capitais. Assim, as empresas que manipularam seus resultados conseguiram iludir os investidores no curto prazo, pois no longo prazo essas manipulações foram identificadas pelo mercado e as entidades foram penalizadas por tais ações.

Almeida, Lopes e Corrar (2011) verificaram se o índice *market-to-book* foi utilizado como incentivo para o gerenciamento dos resultados, para manter a expectativa dos agentes do mercado. Os resultados indicaram que as empresas com índice *market-to-book* maior que 1 apresentaram maior grau de gerenciamento de resultados em relação as entidades que apresentaram o índice menor que 1. Portanto, o índice *market-to-book* pode ser considerado um incentivo para o gerenciamento dos resultados contábeis.

b) Motivações Contratuais

As Motivações Contratuais são caracterizadas pelo monitoramento e regulação dos dispositivos contratuais entre as empresas e os *stakeholders*, por meio da utilização de informações contábeis (Healy & Wahlen, 1999). Esses contratos são subdivididos em Contratos de Compensação e Contratos de Empréstimos, e criam incentivos para gerenciamento de resultados, uma vez que a fiscalização de tal prática pelos comitês de remuneração e os credores tende a ser onerosa (Watts & Zimmerman, 1978) e por tais contratos contribuírem para alcance dos objetivos da companhia e de seus administradores.

Os Contratos de Compensação são usados para alinhar os incentivos da gestão aos dos *stakeholders* (Healy & Wahlen, 1999). Nestes contratos, os incentivos para a manipulação dos

resultados estão relacionados ao pacote de remuneração dos gestores, determinado em função do resultado obtido. Klann (2011) encontrou que os executivos gratificados pelo desempenho apresentado utilizaram métodos contábeis para elevar os resultados do período, conforme resultados observados na pesquisa de Holthausen, Lacker e Sloan (1995), que identificaram que os executivos gerenciaram os resultados com o objetivo de assegurar que a remuneração fosse frequente.

Os Contratos de Empréstimo são redigidos com cláusulas restritivas para limitar as ações dos gestores a fim de que estes não beneficiem seus outros *stakeholders* em detrimento dos credores (Healy & Wahlen, 1999). Baptista (2009) encontrou que a relação entre os contratos de dívidas e o gerenciamento pode ser analisada sob uma perspectiva *ex ante* e *ex post*. O gerenciamento de resultados pode ser enquadrado em situações *ex ante*, quando for realizado com o objetivo de obter menor variância no lucro e conseqüentemente um menor custo de financiamento (Schipper, 1989). Sob a perspectiva *ex post*, quando o gerenciamento for realizado com a intenção de evitar a violação das cláusulas contratuais (Watts & Zimmerman, 1990).

Os contratos de compensação e de empréstimo apresentam incentivos para que os gestores gerenciem os resultados de forma oportuna. Em relação aos contratos de compensação, os gestores que recebem remuneração variável em função do resultado da entidade são motivados a gerenciar os resultados contábeis, a fim de aumentar sua própria remuneração (Healy, 1985; Bergstresser & Philippon, 2006; Machado, 2012). Enquanto que as motivações relacionadas aos contratos de empréstimos podem ser realizadas para obter menores custos de financiamento (Nardi & Nakao, 2009; Li & Richie, 2016) e evitar o descumprimento das cláusulas dos contratos de dívida (Defond & Jiambalvo, 1994; Franz, HassabElnaby, & Lobo, 2014).

No que diz respeito à motivação de contratos de compensação, Healy (1985) analisou os contratos de bônus, com o objetivo de identificar os efeitos dos incentivos contábeis relacionados a esse modelo de contrato. Os resultados indicaram que a política de *accrual* dos gestores está relacionada aos incentivos decorrentes dos contratos de bônus; e que as modificações nos procedimentos contábeis estão vinculadas à adoção ou modificação do plano de bônus.

Bergstresser e Philippon (2006) constataram que a utilização das acumulações discricionárias para gerenciar os resultados foi mais evidenciada em empresas que apresentaram a remuneração do CEOs vinculada ao valor das participações de ações e de opções. Os CEOs que apresentaram esse tipo de remuneração utilizaram os componentes

discricionários de forma mais agressiva para influenciar o desempenho da empresa. Observaram também, que nos períodos em que houve elevação dos acréscimos, os CEOs exerceram um número de opções significativas, assim como venderam um número considerável de ações.

Machado (2012) analisou a influência da política de remuneração dos executivos de empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas no nível de gerenciamento de resultados. Encontrou evidências de que a política de remuneração influenciou o nível de gerenciamento de resultados, mensurado por meio de atividades operacionais e *accruals* discricionários. Outros fatores como idade, habilidade do executivo, segmento, desempenho e tamanho da empresa também interferiram nesta relação.

Em relação às motivações vinculadas aos contratos de empréstimos, a perspectiva *ex ante* pressupõem que as entidades são motivadas a gerenciar os resultados em função do custo da dívida. Ou seja, por desejarem melhores condições contratuais acabam gerenciando seus resultados, a fim de obter melhores condições de custo. Nessa perspectiva, Nardi e Nakao (2009) analisaram as empresas brasileiras para verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e o custo da dívida. Constataram que o custo da dívida foi influenciado pelo gerenciamento de resultados. Assim, quanto maior era o gerenciamento, maior seria o custo da dívida. Ao analisar o contrário, não encontraram evidências de que o custo da dívida influenciou o gerenciamento de resultados.

Li e Richie (2016) ao analisarem o efeito do alisamento de resultados, por meio da medida Tucker e Zarowin (2006) constataram que as empresas com maiores níveis de suavização de resultados apresentaram menor custo da dívida. Os resultados também indicaram que o efeito da suavização na redução de custos da dívida era mais forte em empresas pequenas, menos rentáveis e que apresentaram *rating* de crédito mais voláteis.

No que diz respeito às cláusulas contratuais de contratos de dívida estabelecidas para limitar o envolvimento dos gestores em investimentos e financiamentos, observa-se que administradores optam por escolhas contábeis que reduzem a probabilidade de inadimplência, a fim de não violar as cláusulas de dívida (Defond & Jiambalvo, 1994). Assim, as motivações referentes às cláusulas dos contratos de dívidas apresentaram elevações do lucro. Neste caso, as empresas tenderam a gerenciar os resultados para reduzir as restrições contábeis baseadas nos contratos de dívida ou para evitar custos referentes à violação das cláusulas contratuais (Beneish, 2001; Paulo, 2007).

Defond e Jiambalvo (1994) analisaram os *accruals* de empresas que mencionaram violar as obrigações dos contratos da dívida, a fim de verificar se as restrições desses

contratos interferiram nas escolhas contábeis realizadas pelos gestores. A análise considerou o ano anterior e o próprio ano em que ocorreram as violações das obrigações contratuais da dívida. Os resultados indicaram manipulações positivas. Também encontraram evidências de resultados após alteração do controle da gestão.

Franz *et al.* (2014) estudaram a relação entre a violação dos contratos de dívida e o gerenciamento de resultados. Constataram que as empresas com cláusulas restritivas possuíam incentivos para gerenciar os resultados, a fim de evitar o custo de padrão técnico; e que empresas próximas do *default* técnico elevaram o gerenciamento de resultados totais após a adoção da Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). Além disso, as consequências do gerenciamento de resultados na violação dos contratos da dívida foram observadas principalmente em empresas com dificuldades financeiras e que não atenderam as previsões dos analistas.

Apesar de Healy e Wahlen (1999) considerarem que os contratos de compensação devem ser utilizados para alinhar os interesses dos administradores aos dos *stakeholders*; e os contratos de empréstimos para limitar as ações dos gestores, Watts e Zimmerman (1990) afirmam que os contratos fundamentados em informações contábeis não são eficazes no alinhamento de interesses, devido à discricionariedade que os gestores possuem para aumentar a riqueza das partes interessadas.

c) Motivações Regulamentares

As Motivações Regulamentares são representadas pelos incentivos de manipulação dos resultados em companhias que operam em mercados monitorados por agências de regulação (Healy & Wahlen, 1999). Neste caso, as manipulações são influenciadas por um conjunto de normas e por suas possíveis alterações (Schipper, 1989).

Paulo (2007) menciona que alguns setores empresariais, como as instituições financeiras, empresas de seguros, e de geração e fornecimento de energia elétrica recebem mais fiscalização que outras. Complementa ainda, que as práticas discricionárias são planejadas para atingir as metas específicas utilizadas na mensuração dos riscos relacionados à execução das atividades da entidade.

Estudos que relacionaram as Motivações Regulamentares com as práticas de gerenciamento de resultados abordaram com maior frequência temas vinculados aos fatores políticos, regras setoriais, agências reguladoras, e aspectos fiscais e tributários (Almeida & Almeida, 2009).

Beaver, McNichols e Nelson (2003) analisaram as seguradoras de propriedade de sinistro norte-americanas e encontram evidências de que as seguradoras que apresentaram pequenos resultados positivos subestimaram as reservas para perdas, quando comparadas às seguradoras que evidenciaram resultados negativos pequenos. Verificaram que as empresas públicas e mistas gerenciaram as reservas de sinistro para evitarem perdas, diferentemente das empresas privadas que não gerenciaram suas reservas. Constataram também que o gerenciamento das reservas obteve maior destaque nas seguradoras saudáveis do que naquelas que estão em dificuldade financeira.

Segundo Rodrigues e Martins (2010), os diretores das seguradoras que apresentaram valores dos parâmetros de solvência e de impostos menores, gerenciaram para baixo as provisões técnicas. Todavia, quando os valores dos parâmetros de solvência e de impostos eram maiores, os diretores gerenciavam as provisões para cima. Observaram ainda, que o gerenciamento por meio das provisões de sinistros ocorreu com maior frequência do que com as provisões de prêmios. Baioco, Almeida e Rodrigues (2014) analisaram se os incentivos regulatórios influenciaram o nível de suavização de resultados das empresas brasileiras. Os resultados da pesquisa indicaram que os setores não regulados apresentaram um maior nível de suavização de resultados. Neste caso, a regulação exercida pelas agências brasileiras, Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), Agência Nacional do Petróleo (ANP), Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) e Agência Nacional de Transportes Aquaviários (ANTAQ) não criaram incentivos para a suavização de resultado, proporcionando um efeito contrário ao que era esperado.

Apesar das principais motivações para a prática do gerenciamento de resultados propostos pela literatura estarem relacionadas ao mercado de capitais, aos contratos e as regulações, Paulo (2007) apresenta alguns incentivos para o gerenciamento dos resultados que vão além dos aspectos econômicos e financeiros da entidade. As motivações que não estão relacionadas aos aspectos financeiros e/ou econômicos podem ser representadas por meio da: pressão empresarial, reputação e cultura organizacional. Assim, uma mesma companhia pode receber incentivos diversos para manipulação de seus resultados, ao longo de um período de tempo (Healy, 1996).

2.2 RISCO DE CRÉDITO COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

As agências de classificação de risco exercem um papel relevante no mercado de capitais, pois emitem opiniões sobre a capacidade de crédito das entidades. Essas opiniões são representadas por notas de *rating*, que correspondem à capacidade que a entidade tem em cumprir suas obrigações financeiras dentro do prazo determinado (Standard & Poor's, 2014). Os *ratings* de crédito são atribuídos a um emissor (corporação, governo estadual, governo municipal) conforme a probabilidade de pagamento de seus títulos (Jung *et al.*, 2013; Soares, Coutinho, & Camargos, 2012).

Os *ratings* são informações públicas, que retratam as avaliações dos analistas de crédito sobre a capacidade que as empresas têm em honrar seus compromissos financeiros (Damasceno, Artes, & Minardi, 2008). Esses *ratings* podem ser atribuídos às empresas em dois momentos distintos, denominados de classificação inicial e mudanças de *rating*. Na classificação inicial, o objetivo do *rating* de crédito é assegurar a condição financeira da entidade aos investidores. Posteriormente, os analistas podem alterar as notas de *rating* (mudanças de *rating*) com a finalidade de que estas reflitam a realidade financeira da entidade (Poon & Chan, 2008).

As classificações de risco de crédito são utilizadas com frequência pelo mercado financeiro, pois estão correlacionadas com a probabilidade de inadimplência da entidade (Kang & Liu, 2007). Por evidenciarem a qualidade de crédito da entidade, os *ratings* são utilizados por investidores, intermediários, emissores, empresas e instituições financeiras, com a finalidade de avaliar o risco de crédito da entidade, monitorar o risco das carteiras de ativos, determinar os termos dos contratos, precificar a dívida, entre outros aspectos, como apresentado na Figura 7.

Usuários do risco de crédito	Objetivos da utilização dos riscos de crédito
Investidores	Utilizam as classificações de <i>rating</i> para auxiliar a avaliação do risco de crédito das entidades e para confrontar diferentes emissores e emissões de dívida, em momentos de tomada de decisões de investimento e gestão de suas carteiras. Os investidores institucionais utilizam os <i>ratings</i> para completar suas avaliações de crédito de emissões de dívida específicas.
Intermediários	As notas de <i>rating</i> de crédito são empregadas pelos intermediários para definir o risco de crédito de diferentes emissões de dívida e o preço inicial das emissões de dívida individuais. Os <i>ratings</i> também auxiliam na estruturação e definição das taxas de juros a serem pagas.
Emissores	Adotam as classificações de risco com a finalidade de proporcionar visões independentes sobre sua qualidade de crédito. Também são utilizadas para exprimir a qualidade de crédito relativa de emissões de dívida e para antecipar a taxa de juros a ser oferecido nas novas emissões de dívida.
Empresas e Instituições Financeiras	Empresas e instituições financeiras utilizam as classificações de <i>rating</i> para avaliar o risco da outra parte do acordo não poder cumprir suas obrigações financeiras. Assim, o <i>rating</i> de crédito da contraparte pode auxiliar as empresas a analisar sua exposição de crédito.

Figura 7. Usuários do Risco de Crédito

Fonte: Elaborado com base em Standard and Poor's (2014).

Por representarem um parâmetro da qualidade de crédito das entidades (Demirtas & Cornaggia, 2013), os *ratings* influenciam na tomada de decisão dos investidores e apresentam implicações significativas para as empresas, incluindo o custo dos empréstimos futuros e impactos imediatos sobre as ações e avaliações de títulos (Jung *et al.*, 2013). Neste caso, as entidades que apresentam maior risco obtêm notas de *rating* inferiores e conseqüentemente recebem crédito sob condições mais restritivas, principalmente no que diz respeito ao volume, prazo, taxa de juros e *covenants* - cláusulas contratuais (Brito *et al.*, 2009).

Além dos fatores mencionados anteriormente, as classificações de *rating* de crédito são utilizadas para: aumentar o acesso a novos mercados; evidenciar os pontos fortes e fracos do *benchmark*, melhorar a transparência; e demonstrar a solvabilidade da entidade (Standard and Poor's, 2014). Ao considerar a importância que o mercado de capitais atribui às notas de *rating* e considerando as conseqüências dessas classificações para as entidades (Gray *et al.*, 2006) as empresas são motivadas a gerenciar seus resultados, a fim de alterar as classificações de *rating* de crédito (Miiller & Martinez, 2016). O fato das agências de risco utilizarem informações internas da entidade como um dos fatores para compor as classificações de *rating* e de não ajustarem essas classificações rapidamente, também incentivam os gestores a gerenciar os resultados com a finalidade de manter ou obter classificações de crédito mais favoráveis para atender às expectativas dos *stakeholders* (Demirtas & Cornaggia, 2013; Alissa *et al.*, 2013).

Nesse contexto, estudos (Jiang, 2008; Jorion, Shi, & Zhanf, 2009; Alissa *et al.*, 2013; Demirtas & Cornaggia, 2013; Kim *et al.*, 2013; Brown *et al.*, 2015; Lin & Shen, 2015; Miiller & Martinez, 2016), relacionaram as práticas de gerenciamento de resultados e os *ratings* com a finalidade de encontrar evidências de que as empresas manipularam suas informações para influenciar as classificações atribuídas pelas agências de risco, como apresentado na Figura 8.

Autores	Objetivo	País	Período	Observações
Jiang (2008)	Verificou se as empresas que alcançaram os lucros de <i>benchmarks</i> apresentaram menor custo da dívida.	Estados Unidos	1985-2002	8.878 observações
Jorion et al. (2009)	Analisaram se às reduções das classificações médias de <i>rating</i> das empresas americanas estavam relacionadas com o aumento dos padrões de créditos, conforme abordagem proposta por Blume, Lim, e MacKinlay (1998).	Estados Unidos	1985-2002	16.091 observações
Alissa et al. (2013)	Investigaram se as empresas que se afastaram da classificação de <i>rating</i> esperada gerenciaram os resultados.	Estados Unidos	1985-2010	23.909 observações
Demirtas e Cornaggia (2013)	Averiguaram se as empresas utilizaram a discricionarieidade proporcionada pelo GAAP para elevar o lucro em períodos próximos às classificações iniciais de <i>rating</i> de crédito.	Estados Unidos	1980-2003	Entre 440 e 615 observações
Kim et al. (2013)	Verificaram se os gestores gerenciaram os resultados a fim de influenciar futuras alterações de <i>ratings</i> .	Estados Unidos	1990-2011	29.882 observações
Brown et al. (2015)	Analisaram se as empresas classificadas próximas ao limite das categorias grau de investimento e grau especulativo gerenciaram suas atividades reais de forma mais agressiva do que as empresas distantes desse limite.	Estados Unidos	1989-2009	6.402 observações
Lin e Shen (2015)	Investigaram os efeitos do risco idiossincrático das empresas familiares no risco de crédito; e analisaram a relação entre o risco de crédito e o gerenciamento de resultados sob a condição de risco idiossincrático.	Listagem <i>Taiwan Economic Journal</i>	2005-2009	2.368 observações
Miiller e Martínez (2016)	Averiguaram se o <i>rating</i> de crédito na emissão de debênture foi determinado pela diferença entre o lucro contábil e tributário ou por meio do gerenciamento de resultados.	Brasil	2004-2014	96 observações

Figura 8. Estudos que abordaram o *rating* como motivação para o gerenciamento de resultados

Fonte: A Autora (2016).

No que diz respeito às classificações de *rating* de crédito, Jiang (2008) identificou que as empresas que atingiram o lucro de *benchmark* aumentaram a probabilidade de elevação na

classificação de *rating* e reduziram o *spread* inicial de rendimento de títulos, apresentando, portanto, menor custo da dívida. Análises adicionais indicaram que as empresas com alto risco de inadimplência obtiveram maiores benefícios ao atingir os lucros de *benchmarks*. Além disso, observaram que a redução do custo da dívida aproximada pela classificação de crédito foi enfraquecida nas empresas que gerenciaram os resultados para atingir os lucros de *benchmarks*.

Jorion *et al.* (2009) identificaram que as reduções dos *ratings* dos emissores de grau especulativo não estavam vinculadas ao aumento dos padrões das classificações de crédito. Enquanto que as mudanças observadas nos emissores com grau de investimento foram explicadas pelo aumento da volatilidade dos valores de mercado; redução do poder explicativo das informações contábeis; e aumento do gerenciamento de resultados. Por fim, relataram não haver evidências que sustentassem a ideia de que as agências de *rating* reforçaram seus padrões de crédito.

Os resultados da pesquisa desenvolvida por Alissa *et al.* (2013) indicaram que as empresas classificadas abaixo ou acima do esperado, gerenciaram os resultados com a finalidade de alterar as notas futuras de *rating* de crédito. Além disso, as empresas que apresentaram *rating* esperado no grau de investimento possuíam mais incentivos para gerenciar os resultados.

Demirtas e Cornaggia (2013) constataram que as empresas realizaram escolhas contábeis com a finalidade de gerenciar os resultados para cima antes da classificação inicial do *rating* emitido pela agência Moody's. Ao elevar os lucros, os gestores esperavam obter classificações mais favoráveis, que conseqüentemente reduziriam o custo da dívida. Observaram também que os aumentos das acumulações contábeis que antecederam as classificações iniciais foram revertidos nos anos seguintes.

Kim *et al.* (2013) detectaram o aumento do gerenciamento por meio das atividades reais em períodos que precederam as alterações de *rating*. Enquanto que o gerenciamento de resultados por *accruals* reduziu significativamente, tendo em vista que as agências de risco o consideraram como um sinal negativo. Concluíram que os gestores que almejavam mudanças de *rating* no ano subsequente adotaram de forma mais intensa as práticas de gerenciamento por meio das atividades reais, ao invés da manipulação por *accruals*.

Brown *et al.* (2015) constataram que as empresas industriais com classificações de *rating* emitidas pela *Standard and Poor's* (S&P) mais próximas ao grau especulativo (BBB e BB), realizaram escolhas mais agressivas de gerenciamento de resultados. Verificaram também, que o gerenciamento de resultado não interferiu de forma negativa nas decisões de

rating do ano subsequente; e que as classificações das agências de *rating* não foram afetadas pelo gerenciamento de resultados.

Lin e Shen (2015) verificaram que as empresas familiares presentes na base de dados do *Taiwan Economic Journal*, que controlaram o risco idiossincrático e adotaram práticas de gerenciamento de resultados por meio de atividades reais aumentaram as classificações de *rating* de crédito. Todavia, quando as empresas gerenciaram os resultados por meio dos *accruals*, o risco de crédito foi elevado.

Miiller e Martinez (2016) investigaram se o *rating* de crédito na emissão de debênture foi determinado pela diferença entre o lucro contábil e tributário ou por meio do gerenciamento de resultados. Constataram que a diferença entre o lucro contábil e tributário das empresas brasileiras não determinaram o *rating* de crédito. Todavia, as empresas que gerenciaram os resultados tiveram seus *ratings* rebaixados, tendo em vista que os analistas interpretaram esse procedimento como um fator de risco de solvência.

Apesar dos estudos mencionados na Figura 8 abordarem o risco de crédito como incentivo para o gerenciamento de resultados, alguns estudos consideraram que os *ratings* de crédito inibem o gerenciamento de resultados. Dentre as justificativas, esses estudos mencionam que as agências de *rating* podem detectar as práticas de manipulação das informações contábeis e como consequência reduzir as classificações de *rating* das entidades. Os estudos também indicaram que as manipulações por meio dos *accruals* são detectadas com maior frequência pelas agências de *rating*, se comparadas às manipulações das atividades reais da entidade (Kim *et al.*, 2013; Lin & Shen, 2015; Gounopoulos & Pham, 2016).

As pesquisas evidenciadas anteriormente indicaram que as empresas gerenciaram os resultados para obter melhores classificações de crédito. Nesse sentido, a hipótese que orienta este estudo prediz que os *accruals* discricionários interferem nas classificações de crédito atribuídas pelas agências de *rating* e Bloomberg® às companhias listadas na BM&FBovespa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção apresentam-se os procedimentos metodológicos que fundamentam os resultados evidenciados nesta pesquisa. Primeiramente, evidenciam-se as definições metodológicas das características da pesquisa. Em seguida, relatam-se os critérios utilizados para seleção da amostra. Na sequência demonstram-se as classificações de risco de crédito. Após evidenciam-se as variáveis adotadas nesta pesquisa, compostas pelas notas de *rating*, risco de crédito, gerenciamento de resultados e demais variáveis que possam estar potencialmente correlacionadas. Por fim, apresenta-se o desenho e constructos da pesquisa, assim como a hipótese de testes e as técnicas empregadas no tratamento dos dados.

3.1 DEFINIÇÕES DAS CARACTERÍSTICAS DA PESQUISA

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa descritiva quanto ao seu objetivo (Sampieri, Collado, & Lucio, 2006), pois analisa a relação entre o gerenciamento de resultados e os riscos de créditos atribuídos pelas agências de *rating* e *Bloomberg*® para companhias que negociam na BM&FBovespa, no período de 2010 a 2015.

Em relação aos procedimentos de coleta de dados, a pesquisa é caracterizada como documental e bibliográfica (Cervo & Bervian, 1983; Martins & Theóphilo, 2009). Quanto à dimensão do tempo, a pesquisa é classificada como longitudinal, pois a análise dos dados abrange o período de 2010 a 2015. No que diz respeito ao efeito do pesquisador nas variáveis em estudo, esta pesquisa é classificada como *ex-post facto*, uma vez que os pesquisadores não possuem controle sobre as variáveis no sentido de manipulá-las (Cooper & Schindler, 2003).

3.2 POPULAÇÃO E SELEÇÃO DA AMOSTRA

A população da pesquisa contempla as companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa em 31 de dezembro de 2015. Em função dos objetivos específicos “c” e “d” apresentarem variáveis dependentes diferenciadas, adotou-se amostras distintas, denominadas de *Rating* e Risco de Crédito. Essa opção decorre em função da alta variação do

número de empresas que apresentam essas variáveis. Devido à ausência de dados para algumas empresas da amostra, durante o período de 2010 a 2015, as amostras consideradas integram um Painel Desbalanceado. Os critérios de seleção das amostras são evidenciados na Tabela 1 e Tabela 2.

Tabela 1:

Seleção da amostra de empresas com classificações de *Rating*

Critérios	Número de empresas
Empresas com classificações de <i>rating</i>	137
(-) Empresas financeiras	(33)
(-) Empresas com ausência do <i>rating</i> delimitado por esta pesquisa	(45)
(=) Amostra final de <i>rating</i>	59

Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra final de *rating* foi composta por 59 empresas, selecionadas de acordo com os critérios estabelecidos na Tabela 1. As empresas financeiras foram excluídas, por apresentarem diversas particularidades nos procedimentos contábeis, os quais podem interferir nas *proxies* de mensuração do gerenciamento de resultados. Na sequência foram excluídas as empresas com ausência do *rating* delimitado por esta pesquisa. A delimitação se fez necessária, pois as empresas apresentam diferentes classificações de *rating* de crédito, que não são o foco desta pesquisa. Neste caso, consideraram-se apenas as empresas com classificações de longo prazo e em moeda estrangeira; e que fossem denominadas de emissões de longo prazo da S&P; *ratings* internacionais de crédito de emissor de longo prazo da Fitch Ratings; *rating* emissor e *rating* de longo prazo da Moody's.

Os critérios utilizados para seleção das empresas que compõem a amostra Risco de Crédito são apresentados na Tabela 2.

Tabela 2:

Seleção da amostra de empresas com risco de crédito

Critérios	Número de empresas
Empresas listadas na Bovespa	418
(-) Empresas financeiras	(143)
(-) Empresas que não possuem estimativas de risco de crédito da <i>Bloomberg</i> para o período de 2010 a 2015.	(45)
(-) Empresas com ausência de informações durante o período de 2010 a 2015	(6)
(=) Amostra final de risco de crédito	224

Fonte: Dados da pesquisa.

A amostra final de risco de crédito ficou composta por 224 empresas, selecionadas de acordo com os critérios estabelecidos na Tabela 2, excluindo-se as empresas financeiras pelo mesmo motivo já apresentado. Apesar da opção em trabalhar com painel desbalanceado, seis empresas foram excluídas por não apresentarem nenhum valor referente ao risco de crédito ou às informações contábeis durante o período de 2010 a 2015. A amostra segregada em setores, de acordo com a classificação da BM&FBovespa é apresentada na Figura 9.

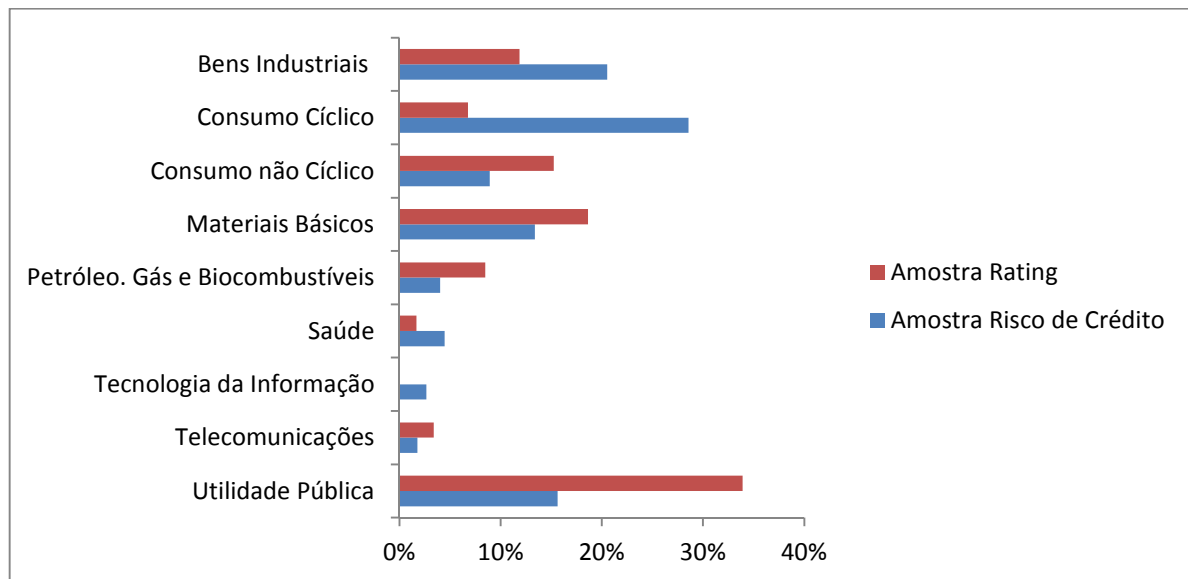


Figura 9. Distribuição das amostras por setores

Fonte: Elaborado a partir da classificação Setorial da BM&FBovespa.

Em relação à amostra *Rating* destacam-se os setores de utilidade pública (34%) e materiais básicos (19%). O setor de consumo cíclico (29%) é o mais representativo da amostra Risco de Crédito, seguido pelo setor de bens industriais (21%).

3.3 CLASSIFICAÇÕES DE RATING DE CRÉDITO

As classificações de *rating* de crédito são utilizadas pelos agentes financeiros desde o século XVIII (Cantor & Packer, 1994), por proporcionarem maior transparência e auxiliar os participantes do mercado na tomada de decisão. Os *ratings* refletem opiniões das agências de risco em relação à capacidade de crédito que um emissor tem em liquidar suas obrigações dentro dos prazos contratuais, expressando também, a qualidade de crédito e a probabilidade de *default* das entidades (Standard & Poor's, 2014). Em âmbito mundial, as principais

agências de classificação de *rating* são representadas pela S&P, *Fitch Ratings e Moody's*. Essas agências atribuem notas de crédito às empresas, países e seus títulos de acordo com a probabilidade de pagamento dos juros e de suas dívidas (Soares *et al.*, 2012). Por agruparem o risco de crédito de emissão ou do emissor em uma única escala, os *ratings* de crédito são utilizados por diversos investidores e instituições financeiras, pois auxiliam na tomada de decisão dos investimentos e na precificação da dívida (Freitas & Minardi, 2013).

As agências de *rating* aplicam metodologias próprias, e não divulgadas, para medir a qualidade de crédito, mas sabe-se que os *ratings* de crédito atribuído pelas agências de risco geralmente englobam tanto aspectos quantitativos, quanto qualitativos. As variáveis relacionadas aos aspectos quantitativos são obtidas nas demonstrações contábeis da entidade, enquanto que as análises qualitativas são realizadas por meio de relatórios, entrevistas e discussões. As agências ainda consideram que fatores exógenos, como os aspectos econômicos, podem vir a influenciar na capacidade de liquidação da mesma (Brito *et al.*, 2009; Murcia, Murcia, Rover, & Borba, 2014).

Os *ratings* de crédito são atribuídos pelas agências de risco conforme escalas específicas compostas por combinações de letras, algarismos e sinais. Normalmente, os *ratings* expressos por meio de letras comunicam as opiniões das agências sobre o nível relativo de risco de inadimplência. As classificações de crédito foram coletadas na base de dados *Bloomberg®*. As classificações de *rating* de crédito das principais agências de risco são apresentadas na Figura 10.

Grau de Investimento	S&P	Fitch	Moody's	Definição
	AAA	AAA	Aaa	Maior qualidade de crédito. Capacidade do devedor de honrar seu compromisso financeiro em relação à obrigação é extremamente forte. É improvável que essa capacidade seja afetada adversamente por eventos previsíveis.
	AA+	AA+	Aa1	Difere da classificação máxima em um pequeno grau. A capacidade de honrar o compromisso financeiro em relação à obrigação é muito forte, o que proporciona qualidade de crédito muito elevada.
	AA	AA	Aa2	
	AA-	AA-	Aa3	
	A+	A+	A1	Alta qualidade de crédito. Sugere expectativa de inadimplência baixa. A capacidade do devedor de honrar seus compromissos financeiros é satisfatória.
A	A	A2		
A-	A-	A3		
BBB+	BBB+	Baa1	Qualidade boa de crédito. Risco de inadimplência baixo. No entanto, as condições econômicas desfavoráveis podem reduzir a capacidade de honrar os compromissos financeiros em relação às obrigações.	
BBB	BBB	Baa2		
BBB-	BBB-	Baa3		

	S&P	Fitch	Moody's	Definição
Grau Especulativo	BB+	BB+	Ba1	Menos vulneráveis ao não pagamento do que outras emissões especulativas. No entanto, as incertezas ou exposições a condições financeiras e econômicas poderiam levar a capacidade inadequada do devedor de honrar seu compromisso financeiro em relação à obrigação.
	BB	BB	Ba2	
	BB-	BB-	Ba3	
	B+	B+	B1	Altamente especulativo. O risco de inadimplência está presente, mas existe certa segurança, pois o devedor atualmente tem a capacidade de honrar seu compromisso financeiro em relação à obrigação.
	B	B	B2	
	B-	B-	B3	
	CCC+	CCC+	Caa1	O <i>default</i> é uma possibilidade real. Vulneráveis ao não pagamento e dependente de condições econômicas e financeiras favoráveis para honrar os compromissos financeiros em relação à obrigação.
	CCC	CCC	Caa2	
CCC-	CCC-	Caa3		
CC	CC	Ca	Nível elevado de risco de crédito. Altamente vulnerável ao não pagamento. O default é provável.	
C	C	C	Nível excepcionalmente elevado. O default é iminente ou inevitável. Para a agência Moody's representam a mais baixa classificação e normalmente em default, apresentando poucas perspectivas de recuperação do principal ou juros.	
D	RD/D	-	<i>Default.</i>	

Figura 10. Classificação dos Ratings de Crédito

Fonte: Adaptado de Standard and Poor's (2014), Fitch Ratings (2016), Moody's (2016).

As notas de *rating* de crédito apresentadas na Figura 10 foram segregadas em duas categorias, sendo: grau de investimento e grau especulativo. As empresas classificadas no grau de investimento apresentam menores riscos de crédito, por isso a probabilidade de inadimplência varia de baixa a moderada. A categoria grau especulativo, indica que as empresas possuem maior probabilidade de inadimplência, podendo em alguns casos indicar que essa inadimplência já ocorreu (Fitch Ratings, 2016).

As classificações de *rating* são revistas periodicamente para avaliar se a qualidade de crédito da empresa permanece inalterada. Neste caso, as empresas podem emitir sinais, conhecidos como *outlooks*, que indicam potencial mudança de *rating* (Paiva, 2011). A partir do momento em que se observam mudanças na qualidade de crédito das empresas, as agências atribuem novas notas de *rating*, que se comparadas à classificação anterior podem corresponder a um *upgrade* ou *downgrade* (Brito *et al.*, 2009).

No que diz respeito às classificações de *rating*, foram consideradas as notas atribuídas em escala global e em moeda estrangeira, tendo em vista que estas medem a probabilidade de pagamento na moeda da jurisdição do domicílio do emissor, considerando os riscos de transferência e conversibilidade (Fitch Ratings, 2016). Tendo em vista que as notas atribuídas pelas agências de *rating* são equivalentes, consideraram-se as classificações das três principais agências de *rating*, a fim de não limitar a amostra. As notas de *rating* consideradas

para seleção das empresas foram representadas pelos *ratings* de emissão de longo prazo da S&P; *ratings* internacionais de crédito de emissor de longo prazo da Fitch Ratings; *rating* emissor e *rating* de longo prazo da Moody's. Assim, para as empresa que apresentaram apenas uma dessas classificações, foram coletados os *ratings* históricos correspondentes. Todavia, para as empresas que apresentaram *rating* de mais de uma agência consideraram-se, por prudência, as piores classificações (Miiller & Martinez, 2016).

O fato das notas de *rating* serem expressas por meio de letras demanda sua conversão em valores numéricos, para que a operacionalização dos testes estatísticos seja possível. Neste caso, empregou-se *dummies* para distinguir o grau de classificação das empresas, sendo atribuído 1 para o grau de investimento e 0 para o grau especulativo.

Por expressarem uma medida relativa de risco, os *ratings* de crédito não fornecem uma estatística específica sobre a probabilidade de inadimplência da entidade, não refletindo, muitas vezes, as pequenas diferenças de risco para as empresas enquadradas em uma mesma categoria (Fitch Ratings, 2016). Nesse contexto, além das notas de *rating* de crédito, consideraram-se as emissões de risco de crédito atribuídas pela *Bloomberg*®, para verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito.

As medidas de risco de crédito, assim como os *ratings*, são expressas por letras e números. Todavia, o mesmo é associado a uma probabilidade de inadimplência, como apresentado na Figura 11.

Para obtenção das classificações de crédito considerou-se as notas de *rating* emitidas pelas principais agências de risco e a estimativa de risco de crédito emitida pela *Bloomberg*®. O risco de crédito da *Bloomberg*® corresponde a uma função específica denominada de DRISK, que apresenta o risco de crédito e os CDS *Spreads* das empresas. Assim, as medidas de risco de *default* são atribuídas às entidades por meio do mapeamento da probabilidade de *default* para o risco de inadimplência. Essas medidas atuam como um resumo do nível de qualidade de crédito, fornecendo estimativas quantitativas da probabilidade de inadimplências de um emissor (Bloomberg, 2015).

A modelagem de probabilidade de inadimplência do *Bloomberg*® tem origem no modelo estrutural de Merton (1974). Este modelo considera que a empresa será solvente quando o valor de seus ativos forem maiores do que os valores de seus passivos. A estrutura original de Merton (1974) é limitada, pois pressupõe que as empresas envolvem-se em inadimplência somente no vencimento de suas obrigações. Considerando que probabilidade de inadimplência pode ocorrer a qualquer momento, as estimativas de risco de crédito da

Bloomberg® buscam superar essa limitação ao incorporar a possibilidade de a empresa incorrer em inadimplência antes do vencimento das obrigações (Bloomberg, 2015).

Com o objetivo de identificar a probabilidade de inadimplência, a *Bloomberg*® avalia o desempenho das entidades, calculando a proporção da acurácia. Este teste quantifica a capacidade do modelo de identificar as empresas inadimplentes como mais arriscadas do que as empresas adimplentes. Após o ordenamento das empresas de acordo com o risco de inadimplência, o modelo prevê a taxa de inadimplência entre um grupo de empresas. Por fim, avalia-se a capacidade do modelo em emitir avisos prévios (Bloomberg, 2015).

A Escala de Risco de Crédito do *Bloomberg*®, apresentada na Figura 11, evidencia a probabilidade de inadimplência das entidades, de modo que a medida de risco de crédito IG-1 corresponde a menor probabilidade de inadimplência, enquanto que a medida DS5 a maior probabilidade de inadimplência. As empresas classificadas na medida de risco de crédito DDD são consideradas inadimplentes (Bloomberg, 2015).

Medida de Risco de Crédito	Limite inferior da probabilidade de <i>default</i>	Limite superior da probabilidade de <i>default</i>
IG - 1	0.000%	0.0020%
IG - 2	0.0020%	0.0040%
IG - 3	0.0040%	0.0080%
IG - 4	0.0080%	0.0152%
IG - 5	0.0152%	0.0286%
IG - 6	0.0286%	0.0529%
IG - 7	0.0529%	0.0960%
IG - 8	0.0960%	0.1715%
IG - 9	0.1715%	0.3000%
IG -10	0.3000%	0.5200%
HY - 1	0.5200%	0.88%
HY - 2	0.88%	1.50%
HY - 3	1.50%	2.40%
HY - 4	2.40%	4.00%
HY - 5	4.00%	6.00%
HY - 6	6.00%	10.00%
DS - 1	10.00%	15.0%
DS - 2	15.0%	22.0%
DS - 3	22.0%	30.0%
DS - 4	30.0%	50.0%
DS - 5	50.0%	100.0%
DDD	<i>Default</i>	<i>Default</i>

Figura 11. Risco de Crédito e Probabilidade de Inadimplência

Fonte: Bloomberg (2015).

A fim de verificar de que modo o risco de crédito estava alinhado com as classificações de crédito de agências de *rating*, a *Bloomberg*® publicou em sua base de dados o estudo de caso desenvolvido por Lee (2016). Ao comparar o risco de crédito com os *ratings* das principais agências de risco (S&P, Fitch Ratings e Moody's), o autor constatou que a probabilidade de inadimplência aumenta à medida que a alavancagem se eleva. Apesar disso, o mesmo comportamento não foi observado para os *ratings*, tendo em vista que esses parecem se agrupar em torno da classificação BBB apresentados pelas Agências de Risco.

Os valores de risco de crédito evidenciados pela *Bloomberg*® são mensurados com base em dados operacionais e de mercado, com a finalidade de que os mesmo estimem a credibilidade das entidades para o próximo ano. Para obter o risco de crédito da empresa *n* no ano *t*, consideraram-se os valores de probabilidade de inadimplência estimados em *t-1*. Ao fornecer o risco de inadimplência, a função risco de crédito engloba em seu algoritmo informações atualizadas dos mercados de ações, com a finalidade de produzir dados que estimem a credibilidade de uma empresa.

3.4 MODELO PARA ESTIMAR O NÍVEL DOS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

O modelo adotado neste estudo para mensuração de gerenciamento de resultado utiliza como *proxy* para o gerenciamento os *Accruals* Discricionários (DA), tendo em vista que esses são os componentes manipulados de forma artificial para gerenciar os resultados contábeis. Os *Accruals* Discricionários (DA) serão mensurados por meio da diferença entre os *Accruals* Totais (TA) e os *Accruals* não Discricionários (NDA).

Os *Accruals* Totais podem ser estimados por meio da abordagem do Balanço Patrimonial ou das Demonstrações dos Fluxos de Caixa. A primeira abordagem considera que as mudanças nas contas do Capital Circulante estão articuladas com os componentes dos *accruals* de receitas e despesas apresentados na Demonstração de Resultado. Neste caso, os *accruals* correspondem à diferença entre a variação do Ativo Circulante e variação do Disponível, deduzindo-se a variação do Passivo Circulante (líquido da variação dos financiamentos e empréstimos de curto prazo), reduzindo-se o montante das despesas com depreciação e amortização. Por outro lado, os *accruals* calculados segundo a abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa são obtidos por meio da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional, conforme Equação 1.

Os *accruals* totais serão calculados por meio da abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa, tendo em vista que a mensuração pelo método do Balanço Patrimonial pode estar sujeita a erros de estimativas. Hribar e Collins (2002) mencionaram que uma parcela da variação nas contas do Capital de Giro está relacionada a eventos não operacionais, sendo evidenciados erroneamente como *accruals*. Essa distorção no cálculo dos *accruals* totais faz com que os *accruals* discricionários sejam mensurados de maneira incorreta.

Os *Accruals* Não Discricionários, relacionados aos lançamentos contábeis inerentes as atividades da empresa, serão calculados por meio do modelo Kothari *et al.* (2005), que apresentam duas abordagens para detectar o gerenciamento de resultados. Em uma das abordagens os autores recomendam a estimação dos *accruals* discricionários por meio da comparação de empresas semelhantes. A outra abordagem utiliza o Modelo Jones Modificado (1995), incluindo um intercepto e a variável retorno sobre ativo (ROA), corrente ou defasado, com a finalidade de especificar a performance da entidade. Ao realizar essas inclusões os autores mencionaram estar reduzindo os problemas de heterocedasticidade e minimizando os erros de estimação dos *accruals* discricionários, a partir da inclusão da variável ROA.

Objetivando controlar a influência do desempenho empresarial na estimação dos *accruals* discricionários, Kothari *et al.* (2005) incorporaram ao Modelo Jones Modificado (1995) o ROA defasado, para condizer com o crescimento das receitas em períodos anteriores, como evidenciado na Equação 2. Primeiro, para obtenção dos *Accruals* Não Discricionários, serão estimados os coeficientes $\hat{\alpha}_1, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4$ (Equação 3). Por fim, os *accruals* discricionários, utilizados como *Proxy* para o gerenciamento de resultados, serão mensurados por meio da Equação 4. A seguir apresentam-se as etapas do processo de estimação dos *accruals*.

$$TA_{i,t} = \frac{LL_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \frac{FCO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (1)$$

$$NDA_{i,t} = \alpha_1 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) \quad (2)$$

$$TA_{i,t} = \hat{\alpha}_1 + \hat{\beta}_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{\Delta R_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

Em que,

$TA_{i,t}$ = *accruals* totais da empresa i no período t;

$NDA_{i,t}$ = *accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

$DA_{i,t}$ = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

$LL_{i,t}$ = lucro líquido da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

$FCO_{i,t}$ = fluxo de caixa operacional da empresa i no final do período t , ponderados pelos ativos totais no final do período $t-1$;

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

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

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

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

$ROA_{i,t-1}$ = retorno sobre o ativo da empresa i do período $t-1$;

$\hat{\alpha}_1, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4$ = coeficientes estimados; e

$\varepsilon_{i,t}$ = termo de erro (resíduos) da empresa i do período t .

Vale ressaltar, que a variável PPE apresenta algumas particularidades, devido às limitações encontradas no decorrer dessa pesquisa. Em função da adoção das Interpretações e Orientações Técnicas e Contábeis (ICPC) 01 (R1) em 2009, as empresas de utilidade pública foram orientadas a reclassificarem seus ativos imobilizados, relacionados aos contratos de concessão. Assim, os Ativos Imobilizados foram reclassificados em Intangível. Essa reclassificação fez com que a maior parte das empresas de utilidade pública não apresentasse saldo no imobilizado. Por este motivo e considerando que os saldos das despesas com amortização compõem o cálculo dos *accruals* totais, incluiu-se a variável intangível no cálculo dos *accruals* não discricionários, fornecendo uma melhor captação dos *accruals* discricionários. A inclusão do intangível segue a lógica do imobilizado, onde os *accruals* discricionários são geridos por meio da depreciação, assim também, é possível manipular os *accruals* da amortização. Essa inclusão é oportuna, pois Dechow *et al.* (1995) consideraram as despesas com depreciação e amortização no cálculo dos *Accruals* Totais; e os valores evidenciados nas Demonstrações dos Fluxos de Caixa englobam também as despesas com depreciação e amortização.

Os *Accruals* Discricionários descritos na Equação 4 são os resíduos da regressão. Quanto maior for a distância do resíduo de zero (positiva ou negativamente), maior será o

nível de gerenciamento de resultados. Os resíduos negativos representam uma Contabilidade Conservadora, sugerindo que as entidades buscaram reduzir o lucro reportado, enquanto que os positivos são caracterizados por uma contabilidade agressiva, indicando que o propósito do gerenciamento era elevar o lucro reportado (Martinez, 2001).

3.5 VARIÁVEIS INDEPENDENTES

As variáveis independentes foram adotadas com a finalidade de auxiliar a análise da relação entre o gerenciamento de resultados e os *ratings* e risco de crédito. As variáveis tamanho da empresa (TAM), alavancagem (ALAV), crescimento de vendas (CRESC) e setor foram consideradas nesta pesquisa por apresentarem potencial explicativo para a relação previamente estabelecida. Tanto as variáveis independentes quanto as que compõem o modelo do gerenciamento de resultados foram coletadas na base de dados *Bloomberg*®, por meio dos mnemônicos relatados no Apêndice Mnemônicos *Bloomberg* das variáveis. Quando os valores não foram informados pela base de dados, optou-se por coletá-los manualmente no site da BM&FBovespa. As variáveis explicativas estão resumidas na Figura 12.

Variáveis	Operacionalização	Evidências	Referências
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total	Empresas de maior porte obtêm maiores classificações de <i>rating</i> e sua probabilidade de inadimplência é menor.	Damasceno <i>et al.</i> (2008), Demirtas e Cornaggia (2013), Fernandino, Takamatsu, e Lamounier (2014).
Alavancagem	$\frac{PC + PNC}{AT}$	Empresas com altos índices de alavancagem apresentam classificações de crédito inferiores e riscos de crédito superiores	Koopman, Kräussl, Lucas, e Monteiro (2009), Kim <i>et al.</i> (2013), Murcia <i>et al.</i> (2014).
Crescimento das Vendas	$\frac{Rec\ Líq_{i,t} - Rec\ Líq_{i,t-1}}{Rec\ Líq_{i,t-1}}$	Empresas com crescimento de vendas apresentam maiores notas de <i>rating</i> e risco de crédito inferior.	Demirtas e Cornaggia (2013), Mateut (2014), Murcia <i>et al.</i> (2014).
Setor	<i>Dummy</i> setor	Empresas classificadas em setores com menores riscos apresentam maiores notas de <i>rating</i> e menor risco de crédito.	Murcia <i>et al.</i> (2014); Rogers, Mendes-da-Silva e Rogers (2016).

Figura 12. Variáveis Explicativas

Nota. PC = passivo circulante; PNC = passivo não circulante; AT = ativo total; Rec Líq = receita líquida.
Fonte: A autora (2016).

A variável tamanho é uma *proxy* utilizada para se referir ao porte da empresa. Esta *proxy* foi mensurada por meio do logaritmo natural do ativo total (Poon & Chan, 2008). Damasceno *et al.* (2008), Murcia *et al.* (2014), Demirtas e Cornaggia (2013), Fernandino *et al.* (2014), Pereira e Martins (2015) e Rogers *et al.* (2016) constataram que empresas de maior porte possuem classificações de *rating* de crédito mais elevadas. Em relação ao risco de crédito, Marins e Neves (2013) e Fernandino *et al.* (2014) afirmaram que as empresas de maior porte apresentaram menor probabilidade de inadimplência. Espera-se, portanto, que o tamanho das empresas esteja positivamente relacionado às notas de *ratings* e negativamente relacionado ao risco de crédito.

A alavancagem é mensurada por meio da soma do Passivo Circulante com o Passivo Não Circulante, dividido pelo Ativo Total. Assim, as empresas que apresentam maior índice de alavancagem apresentam maiores quantidades de dívida. Demirtas e Cornaggia (2013) constataram que as empresas com elevada probabilidade de falência da entidade apresentaram menores notas de *rating* de crédito. Nesse sentido, a alavancagem está negativamente relacionada com as mudanças de *rating* (Kim *et al.*, 2013; Murcia *et al.*, 2014; Pereira & Martins, 2015). Em função da quantidade de dívidas, as empresas com maior índice de alavancagem também apresentaram maior risco de crédito (Koopman *et al.*, 2009; Freitas & Minardi, 2013). Assim, espera-se encontrar uma relação negativa entre a alavancagem e as notas de *rating*; e uma relação positiva entre a alavancagem e risco de crédito das entidades.

No que diz respeito a variável crescimento das vendas, Demirtas e Cornaggia (2013) constataram que as empresas com desempenho superior apresentaram maiores classificações de *rating*. Adams, Burton e Hardwick. (2003) e Murcia *et al.* (2014) também encontraram evidências de que as empresas com maiores taxas de crescimento, possuem melhores notas de *rating*. Quanto ao risco de crédito, Mateut (2014) verificou que as empresas que apresentaram crescimento anteciparam a liquidação de suas obrigações. Pode-se inferir, portanto, que essas empresas apresentaram menor probabilidade de inadimplência. Desse modo, espera-se encontrar uma relação positiva entre o crescimento das vendas e as notas de *rating*; e uma relação negativa entre o crescimento das vendas e o risco de crédito.

A variável setor é operacionalizada por meio de *dummies*, ou seja, para cada setor da amostra atribuiu-se 0 e 1 para indicar se as empresas enquadravam-se (1) ou não (0) no respectivo setor. Considerando as empresas da amostra, a variável setor foi segmentada em 8 variáveis *dummies*, a saber: bens industriais; consumo cíclico; consumo não cíclico; materiais básicos; petróleo, gás e biocombustíveis; saúde; telecomunicações; e utilidade pública.

Segundo Damasceno *et al.* (2008) os setores são relevantes no momento da atribuição das notas de *rating*, pois alguns apresentam maiores riscos que outros. Apesar de Rogers *et al.* (2016) não ter segregado os setores para análise, o sinal obtido foi negativo e o mesmo foi significativo. Em relação à inadimplência, Murcia *et al.* (2014) verificou que as empresas controladas pelo Estado são menos propensas à inadimplência, pois recebem auxílio financeiro do mesmo em situações adversas. Por prestarem serviços essenciais à população, os Estados também procuram evitar situações de inadimplência. Nesse contexto, empresas classificadas em setores com menores riscos apresentam maiores notas de *rating* e menor risco de crédito.

3.6 DESENHO E CONSTRUCTO DA PESQUISA

As variáveis adotadas neste estudo são apresentadas na Figura 13, que sintetiza o seu encadeamento na investigação:

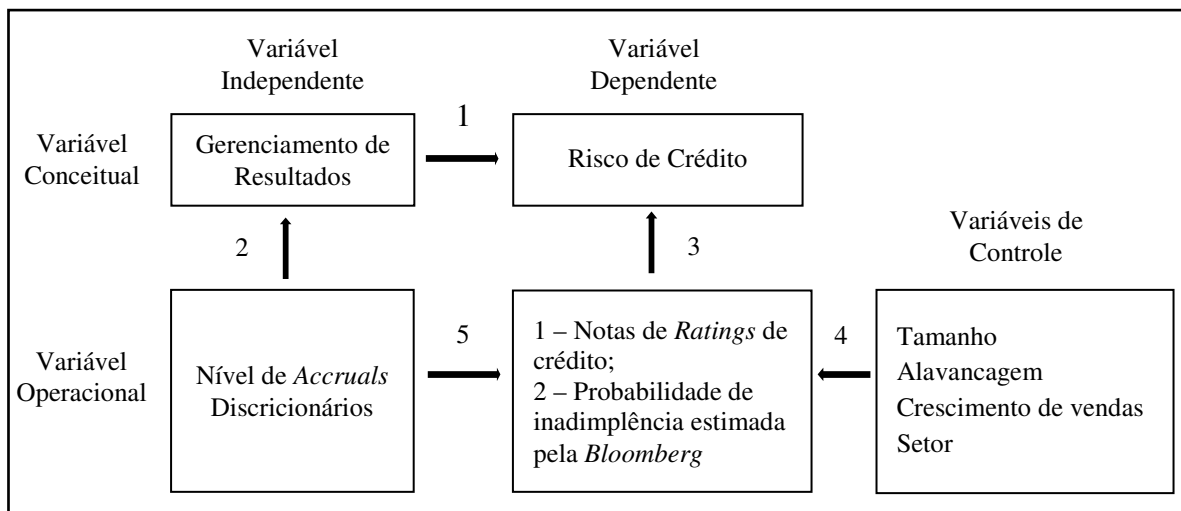


Figura 13. Libby Box da pesquisa

Nota. 1 – Validade externa; 2 e 3 – validade do constructo; 4 – validade estatística; 5 – validade interna

Fonte: Adaptado de Libby, Bloomfield e Nelson (2002).

A hipótese da pesquisa pressupõe que **os *accruals* discricionários interferem nas classificações de crédito atribuídas pelas agências de *rating* e *Bloomberg*® às companhias listadas na BM&FBovespa.** O estudo se fundamenta no pressuposto de que as empresas gerenciam os resultados com o objetivo de interferir nas classificações de crédito, de forma a manter ou elevar as notas de *rating*, reduzindo assim, a probabilidade de inadimplência

estimada pela agência de risco. Apesar dos estudos constarem essa relação, alguns relataram que o gerenciamento realizado com a finalidade de elevar os resultados contábeis podem estar associados a menores classificações de *ratings* de crédito.

3.7 HIPÓTESES DE TESTE

Os *ratings* de crédito indicam a probabilidade de inadimplência das entidades, ao evidenciar a capacidade que essas têm em cumprir as obrigações financeiras dentro do prazo determinado (Standard & Poor's, 2014). Por representarem um parâmetro da qualidade de crédito das entidades (Demirtas & Cornaggia, 2013) os *ratings* influenciam na tomada de decisão dos investidores, intermediários, emissores, instituições financeiras e apresentam implicações significativas para as empresas, incluindo o custo dos empréstimos futuros e impactos imediatos sobre as ações, avaliações de títulos e precificação da dívida (Jung *et al.*, 2013; Standard & Poor's, 2014).

Ao considerar a importância atribuída pelo mercado de capitais às notas de *rating* e as consequências dessas classificações, as entidades são motivadas a gerenciar seus resultados contábeis, com propósito de obterem melhores classificações de *rating* de crédito (Gray *et al.*, 2006; Miiller & Martinez, 2016). Nesse contexto, apresenta-se a seguinte hipótese de teste:

H₁: Há relação significativa e positiva entre os níveis de gerenciamento de resultados e as maiores notas de rating de crédito atribuídas pelas principais agências de risco.

O risco de crédito da *Bloomberg*® foi mensurado por meio da análise de dados operacionais e de mercado. Essa medida corresponde a uma estimativa da probabilidade de inadimplência das entidades, fornecendo ao mesmo tempo, um resumo do nível de qualidade de crédito (Bloomberg, 2015). Por representarem a qualidade de crédito, as entidades podem ser motivadas a gerenciarem seus resultados a fim de obter uma menor probabilidade de inadimplência. Em razão disto apresenta-se a seguinte hipótese de teste:

H₂: Há relação significativa e negativa entre os maiores níveis de gerenciamento de resultados e o menor risco de crédito atribuído pela Bloomberg®.

3.8 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

O estudo adotou duas técnicas de análise de dados, em função das hipóteses 1 e 2 apresentarem variáveis dependentes distintas. Na primeira hipótese, a variável dependente foi composta pelas notas de *rating* de crédito, mensurada por meio de *dummies*. Devido a essa particularidade, utilizou-se o Modelo *Logit* Binário, como técnica de análise de dados. Por outro lado, a hipótese 2 apresentou como variável dependente o risco de crédito, considerada uma variável contínua. Neste caso, há possibilidade de empregar a técnica de análise de dados em painel, proporcionando a estimação de regressões contendo várias empresas (*cross-section*) ao longo de um período de tempo (séries temporais).

3.8.1 Modelo *Logit* Binário

Os Modelos para dados binários são aplicados quando a variável dependente assume dois valores distintos, com o objetivo de prever a probabilidade de sucesso ou insucesso, condicional em um conjunto de variáveis independentes. Fávero, Belfiore, Silva, e Chan (2009) mencionam que a regressão logística investiga a relação entre variáveis explicativas e uma variável dependente categórica binária, neste caso, foi utilizado 1 para as empresas que apresentaram Grau de Investimento e 0 para empresas com Grau Especulativo, pressupondo inexistência de homogeneidade de variância e normalidade dos resíduos.

Ao empregar o modelo, busca-se verificar se o gerenciamento de resultados pode ser considerado fator explicativo para as notas atribuídas pelas as agências de *rating*. Avalia-se também, os efeitos do gerenciamento de resultados e das variáveis de controle em relação às classificações de *rating* de crédito. Neste estudo, o modelo é apresentado na Equação 5.

$$L_{i,t} = \ln\left(\frac{P_{i,t}}{1-P_{i,t}}\right) = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que:

$L_{i,t}$ = variável dependente *rating*;

$\ln\left(\frac{P_{i,t}}{1-P_{i,t}}\right)$ = sendo que $P_{i,t} = 1$ se as empresas apresentarem grau de investimento e $1-P_{i,t} = 0$

se as empresas apresentarem grau especulativo;

ADi,t = *accruals* discricionários da empresa i no período t ;

TAM_{i,t} = tamanho da empresa i no período t;

ALAV_{i,t} = alavancagem da empresa i no período t;

CRESC_{i,t} = crescimento da empresa i no período t;

SETOR_{i,t} = setor da empresa i no período t;

β_0 = intercepto do modelo;

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = coeficientes angulares para cada variável independente.

$\varepsilon_{i,t}$ = erro da regressão da empresa i no período t.

A escolha da regressão logística binária ao invés do modelo logístico multinomial decorre em função do reduzido número de categorias da amostra (Fernandino *et al.*, 2014). Os autores ainda mencionaram que o emprego de diversas variáveis dependentes reduziria os graus de liberdade, influenciando a capacidade de análise da significância estatística dos parâmetros da equação 5.

3.8.2 Modelagem de Dados em Painel

A modelagem de dados em painel foi empregada neste estudo, pois permite: estimar regressões com empresas diversas ao longo de um período de tempo; utilizar um número maior de observações, minimizar a multicolinearidade entre as variáveis do modelo; e controlar a heterogeneidade (Hsiao, 1986). Assim, o modelo regressivo empregado para descrever a relação entre o gerenciamento de resultados e a probabilidade de inadimplência da amostra Risco de Crédito é evidenciado na Equação 6.

$$RC_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Em que,

RC_{i,t-1} = risco de crédito da empresa i no final do período t-1;

AD_{i,t} = *accruals* discricionários da empresa i no período t;

TAM_{i,t} = tamanho da empresa i no período t;

ALAV_{i,t} = alavancagem da empresa i no período t;

CRESC_{i,t} = crescimento da empresa i no período t;

SETOR_{i,t} = setor da empresa i no período t;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = coeficientes dos modelo de regressão.

$\varepsilon_{i,t}$ = erro da regressão da empresa i no período t.

Ao adotar a modelagem de dados em painel verificou-se qual das seguintes abordagens, *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios, seria mais adequada para este estudo. Fávero *et al.* (2009) indicaram que o teste de Chow é o primeiro teste a ser realizado, para verificar qual modelo, POLS ou efeitos fixos, seria mais apropriado. Neste caso apresentaram-se as seguintes hipóteses:

H₀: os interceptos são iguais para todas as crooss-sections (POLS).

H₁: os interceptos são diferentes para todas as crooss-sections (efeitos fixos).

Em seguida, para verificar qual abordagem, POLS ou de Efeitos Aleatórios, seria adequada, aplicou-se o teste de Breusch-Pagan. Neste caso, apresentaram-se as seguintes hipóteses para serem testadas:

H₀: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é zero (POLS).

H₁: a variância dos resíduos que refletem diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).

Por fim, para verificar qual a abordagem seria mais apropriada, Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos, aplicou-se o teste Hausman. As hipóteses a serem testadas são:

H₀: modelo de correção dos erros é adequado (efeitos aleatórios).

H₁: modelo de correção dos erros não é adequado (efeitos fixos).

Assim, a partir da identificação da abordagem adequada foi possível estimar os coeficientes do modelo regressivo de Kothari *et al.* (2005), referente ao gerenciamento de resultados para a amostra de *Rating* e Risco de Crédito. O modelo regressivo com dados em painel também foi empregado para descrever a relação entre o gerenciamento de resultados e o Risco de Crédito. Os testes estatísticos e a análise da regressão com dados em painel foram realizados com por meio do *software* Stata[®] 13. Os resultados obtidos foram evidenciados na seção 4.2.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Esta seção destina-se a apresentação e discussão dos resultados alcançados com esta pesquisa, divididos em dois momentos: primeiro, apresenta-se a descrição e análise do *rating*; após a descrição e análise do risco de crédito. Adicionalmente, mostra-se a relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito.

4.1 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DO *RATING*

Os resultados evidenciados nesta seção são apresentados de acordo com os testes estatísticos realizados. Primeiro demonstram-se as estatísticas do modelo Kothari *et al.* (2005), uma vez que o mesmo fornece os resíduos da regressão, ou seja, os *accruals* discricionários. Na sequência foi realizada a análise descritiva. Ao final da seção são relatados os resultados obtidos por meio do modelo *Logit* Binário.

4.1.1 *Accruals* discricionários das empresas da amostra *Rating*

Os *accruals* discricionários utilizados como *proxy* do gerenciamento de resultados por meio do modelo de Kothari *et al.* (2005) possui uma constante e o ROA que permitem controlar a heterocedasticidade, suavizar os problemas decorrentes do porte empresarial, especificar a performance da entidade e minimizar os erros de estimação dos *accruals* discricionários.

Os resultados dos testes estatísticos do modelo Kothari *et al.* (2005) compreenderam 354 observações referente ao período de 2010 a 2015, como apresentado na Tabela 3.

Tabela 3:

Estimativas dos *accruals* discricionários pelo modelo Kothari *et al.* (2005) para amostra *Rating*

R^2 within	0,9251		Número de observações	350
between	0,3411		Número de grupos	59
overall	0,8108		F(4,58)	11832,57
			Prob > F	0,0000
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão robusto	T	P> t
Constante	-0,043	0,007	-5,98	0,000***
$1/A_{i,t-1}$	25,614	20,324	1,26	0,213
$\Delta R - \Delta CR / A_{i,t-1}$	-0,031	0,017	-1,78	0,080*
$PPE / A_{i,t-1}$	-0,070	0,009	-7,73	0,000***
ROA_{t-1}	1,166	0,074	15,75	0,000***
sigma_u	0,07159968			
sigma_e	0,05639042			
Rho	0,61717694	(fraction of variance due to u_i)		

Nota. Variável dependente *accruals* totais (TA), obtida pelo enfoque dos Fluxos de Caixa: Lucro líquido – fluxo de caixa operacional, ponderadas pelo ativo deflacionado.

*** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5%, * significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao estimar os *accruals* discricionários verificou-se normalidade dos dados. Apesar dos mesmos não seguirem uma distribuição normal, Wooldridge (2002) fundamentando-se no Teorema do Limite Central, discorre que os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) satisfazem a normalidade assintótica, indicando que eles aproximadamente possuem distribuição normal em amostras suficientemente grandes.

Ao realizar o teste de Durbin-Watson, os resultados da estatística d (1,1389) indicaram problemas de autocorrelação. Os problemas de autocorrelação ocorrem quando os resíduos incorporam os efeitos de uma variável excluída do modelo (Fávero *et al.*, 2009). Analisando os problemas de heterocedasticidade, os resultados do Teste Breusch-Pagan / Cook-Weisberg (p-valor 0,000) rejeitaram a hipótese nula que os dados não apresentam heterocedasticidade. Neste caso, como os resultados dos testes indicaram violação dos pressupostos de uma regressão linear, medidas corretivas foram adotadas.

O diagnóstico de multicolinearidade foi realizado por meio do teste de Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF). Tendo em vista que os valores estimados se aproximam de 1, o modelo não apresentou problemas de multicolinearidade.

Os resultados estatísticos indicam que as variáveis $PPE/A_{i,t-1}$ (Propriedade, Plantas e Equipamentos) e ROA_{t-1} (Retorno sobre o Ativo), possuem valor preditivo significativo de 1% para explicar o comportamento dos *accruals* totais. Enquanto que a variável $\Delta R - \Delta CR / A_{i,t-1}$

(variação da receita líquida – variação de contas a receber) apresentou significância ao nível de 10%. O sinal negativo do coeficiente da variável $PPE/A_{i,t-1}$ está de acordo com o comportamento retratado em Jones (1991), uma vez que os mesmos estão associados aos *accruals* redutores do lucro como depreciação e amortização. O sinal positivo do ROA também está de acordo com o relatado por Kothari *et al.* (2005), indicando que a performance da entidade contribui para explicação dos *accruals*. Os resultados sugerem que as empresas da amostra gerenciam seus resultados. Apesar da variável $1/A_{i,t-1}$ não apresentar significância estatística, os coeficientes foram mantidos, pois a intenção não é validar o modelo de Kothari *et al.* (2005), uma vez que o mesmo encontra-se estabelecido na literatura para fins de previsão.

4.1.2 Estatística descritiva das variáveis da amostra *Rating*

As notas de *rating* representam a qualidade de crédito das entidades por meio de classificações qualitativas, ou seja, as notas são compostas por letras, sinais e números. Em virtude dessa particularidade, as pesquisas que envolvem classificações de *rating* conferem valores a essas notas, por meio de *dummy* ou escala ordinal, tornando possível a operacionalização dos testes estatísticos.

Este estudo atribuiu valores as notas de *rating* por meio de *dummies*, destinando 1 para as empresas com classificações no Grau Investimento e 0 para as empresas com Grau Especulativo. A Tabela 4 expõe, anualmente, a frequência das notas de *rating* relacionadas ao grau de investimento.

Tabela 4:
Frequência das notas de *ratings* do Grau de Investimento

Notas de Rating	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
AAA/Aaa												
AA+ / Aa1												
AA / Aa2												
AA- / Aa3												
A+ / A1												
A / A2					1	1,7	1	1,85	1	1,85		
A- / A3			2	3,39	1	1,7	1	1,85	1	1,85		
BBB+ / Baa1	2	3,39	1	1,69	1	1,7	1	1,85	1	1,85		
BBB / Baa2	1	1,69	4	6,78	6	10,17	7	12,96	6	11,11		
BBB- / Baa3	11	18,64	14	23,73	11	18,64	11	20,37	15	27,78		
Total	14	23,72	21	35,59	20	33,91	21	38,88	24	44,44	0	0

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar a Tabela 4 observa-se que as agências de risco não atribuíram a nenhuma empresa da amostra notas que correspondessem a qualidade máxima de crédito, representada pelas notas AAA/Aaa. No entanto, observa-se um predomínio de empresas com classificações BBB-/Baa3, indicando que tais empresas podem ser rebaixadas a categoria de grau especulativo, devido ao sinal negativo.

Ao analisar o ano de 2015 observou-se o rebaixamento das notas de *rating* da categoria grau de investimento para grau especulativo. Essas reduções são reflexos de fatores endógenos e exógenos que acabam interferindo nas avaliações das agências de risco. Possivelmente, as notas de *rating* foram alteradas em função do rebaixamento do risco soberano brasileiro e das dificuldades econômicas que o país vem enfrentando, e que acabam interferindo no desenvolvimento da empresa.

A Tabela 5 apresenta a frequência das notas de *rating* relacionadas ao grau especulativo.

Tabela 5:

Frequência das notas de ratings do Grau Especulativo

Notas de Rating	2010		2011		2012		2013		2014		2015	
	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%	Freq.	%
BB+ / Ba1	8	13,56	10	16,95	10	16,95	12	22,22	10	18,52	1	1,92
BB / Ba2	9	15,26	7	11,86	11	18,64	11	20,37	10	18,52	3	5,77
BB- / Ba3	9	15,26	8	13,56	4	6,78	2	3,70	3	5,56	11	21,15
B+ / B1	1	1,69	3	5,09	2	3,39	1	1,85	3	5,56	13	25,0
B / B2	3	5,08			2	3,39	3	5,56	2	3,7	13	25,0
B- / B3	2	3,39	3	5,09	1	1,69	2	3,71			3	5,77
CCC+ / Caa1									1	1,85	4	7,69
CCC / Caa2			1	1,69	1	1,69					1	1,92
CCC- / Caa3									1	1,85	2	3,85
CC / Ca												
C / C												
D / -					2	3,39	2	3,71			1	1,93
Total	32	54,24	32	54,24	33	55,92	33	61,12	30	55,56	52	100

Fonte: Dados da pesquisa.

Ao analisar as classificações do grau especulativo, observa-se que ao longo dos 6 anos, as classificações das empresas indicaram boa qualidade de crédito para a maioria das empresas. Por outro lado, o grupo de empresas com classificações B⁺/B1 e B/B2 apresentaram incertezas financeiras, sendo vulneráveis ao não cumprimento de suas obrigações.

Em relação ao exercício de 2012 observa-se o rebaixamento de duas empresas ao nível *default*. Na comparação entre 2013 e 2014 observou-se uma melhora nas classificações das

entidades, pois estas passaram a integrar o grau de investimento. A ausência de notas referente às notas CC/Ca e C sugere que as agências não estão classificando as empresas com elevado risco de crédito, mas a estão classificando diretamente em *default*.

A Figura 14 tem a finalidade de evidenciar a frequência das notas de *rating* das empresas classificadas no grau de investimento e especulativo, durante o período de 2010-2015.

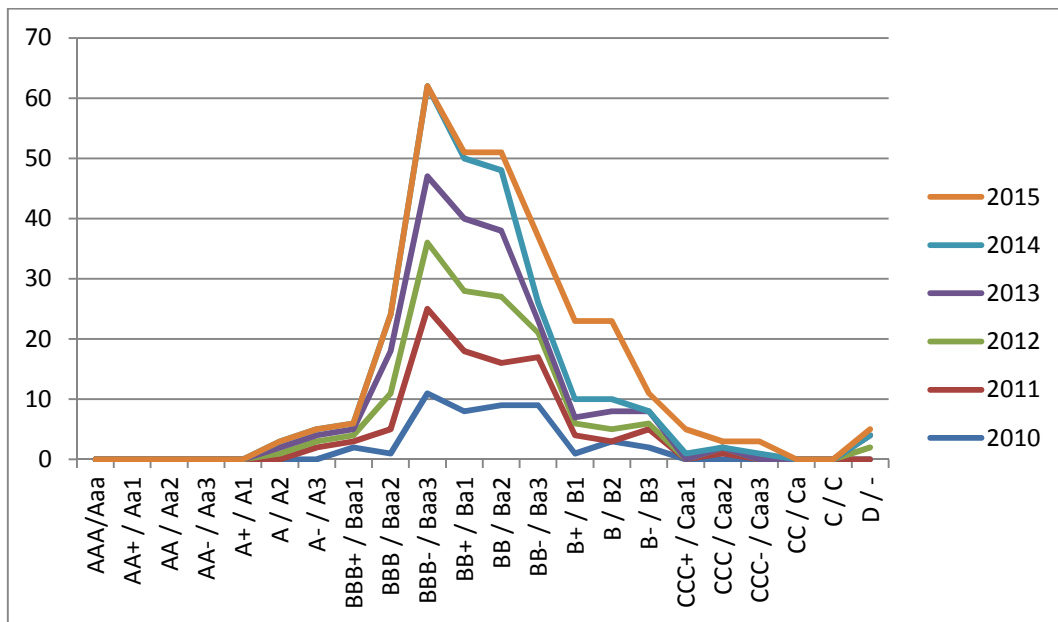


Figura 14. Frequência anual das notas de Rating de Crédito

Fonte: Dados da pesquisa.

A Figura 14 representa uma análise global (2010-2015) das classificações de *rating*, sendo possível observar que no decorrer dos 6 anos, houve uma maior concentração de empresas próximos ao limiar entre o grau de investimento e grau especulativo, como evidenciado por Silva(2012) e Murcia *et al.* (2014).

As estatísticas descritivas dos *Accruals* Discricionários, Tamanho, Alavancagem e Crescimento das Vendas são evidenciadas na Tabela 6, com o propósito de inferir sobre as principais medidas de dispersão das variáveis, que compõem a amostra *Rating*.

Tabela 6:

Estatística Descritiva das Variáveis da Amostra Rating

Varáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>Accruals</i> Discricionários	351	0,096	0,173	0,000	2,001
Tamanho	351	9,388	1,405	3,187	14,753
Alavancagem	351	0,676	0,865	0,075	16,358
Crescimento das Vendas	350	0,269	2,580	-1,000	48,030

Fonte: Dados da pesquisa.

Os *accruals* discricionários são evidenciados na Tabela 6 em termos absolutos, pois mensura-se a amplitude do gerenciamento e não o fato dele ser negativo ou positivo. A estatística descritiva demonstra que as empresas gerenciam os resultados para atender a objetivos específicos, tais como: não divulgar perdas anuais (Roychowdhury, 2006; Reis *et al.*, 2015); atender as previsões dos analistas (Dhaliwal *et al.*, 2004); iludir os investidores em função dos incentivos recebidos do mercado de capitais (Martinez, 2001). Ao analisar dispersão, observa-se que esta não é elevada, indicando que em média as observações para esta variável permanecem próximas à zero. Em relação aos valores de gerenciamento de resultados, observa-se o valor máximo de *accruals* mensurados foi 2,001, indicando que as empresas gerenciaram os resultados.

O tamanho da empresa mensurado por meio do Logaritmo Natural do Ativo Total foi influenciado pelo ativo das companhias de maior porte, como indicado pelas medidas de amplitude e pela heterogeneidade da amostra (Murcia *et al.*, 2014; Pereira e Martins, 2015). Quanto à alavancagem, constatou-se que em média, as empresas da amostra optam por utilizar capital de terceiros, para financiamento de seus ativos, tendo em vista que os ativos são financiados na proporção de 32,40% do capital próprio e 67,60% do capital de terceiros, como observado nos estudo de Soares *et al.* (2012) e Demirtas e Cornaggia (2013) e Rogers *et al.* (2016). Em relação ao crescimento das vendas, observa-se que este apresenta maior dispersão quando comparados às demais variáveis da amostra *Rating* (Demirtas & Cornaggia, 2013; Murcia *et al.*, 2014). A elevada dispersão pode ser resultante das particularidades empresarias, uma vez que a amostra apresenta empresas classificadas em setores distintos.

4.1.3 Análise da relação entre Variáveis Explicativas e o *Rating*

O objetivo desta seção foi verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e os *ratings* de créditos atribuídos pelas agências classificadores de riscos. O modelo *Logit* binário para dados em painel será utilizado para verificar o comportamento das variáveis explicativas em relação às notas de *rating* de crédito, das 59 empresas da amostra *Rating*, durante o período de 2010 a 2015. Dentre as características desse modelo, destaca-se a utilização de uma variável dependente não contínua. Vale ressaltar, que o painel é desbalanceado devido à ausência de classificações de *ratings* e informações contábeis necessárias para todos os períodos de uma mesma empresa. Na Tabela 8 evidenciam-se os resultados obtidos por meio da aplicação do modelo *logit* binário para painel.

Tabela 7:
Resultado Logit para Painel

		Número de observações	311	
		Número de grupos	59	
		Wald chi2(11)	17,54	
Log likelihood = -108,51318		Prob > chi2	0,0929	
GrauInv	Coefficiente	Erro Padrão	T	P> t
Constante	-10,724	4,840	-2,220	0,027**
DA	-10,886	6,189	-1,760	0,079*
Tam	1,323	0,504	2,630	0,009***
Alav	-4,134	3,213	-1,290	0,198
Cresc	-0,335	1,061	-0,320	0,752
Bens Ind	-2,667	2,312	-1,150	0,249
CC	-2,554	2,484	-1,030	0,304
CNC	-1,202	1,884	-0,640	0,524
Mat Bas	-0,637	1,759	-0,360	0,717
PGBio	-0,169	2,669	-0,060	0,950
Saúde	-27,694	13532,420	0,000	0,998
Telecom	4,453	3,771	1,180	0,238
U Pub	0,000	(omitted)		
/lnsig2u	2,930239	0,4114133		
sigma_u	4,32806	0,8903106		
rho	0,8506097	0,0522794		

Nota. DA = *accruals* discricionários; Tam = tamanho; Alav = alavancagem; Cresc = crescimento; Bens Ind = bens industriais; CC = consumo cíclico; CNC = consumo não cíclico; Mat Bas = materiais básicos; PGBio = petróleo, gás e biocombustíveis; Telecom = telecomunicações; U Púb = utilidade pública; /cur = intercepto.

*** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5%, * significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Analisando-se a Tabela 8, observa-se uma relação inversa entre os *accruals* discricionários e os *ratings* de crédito, rejeitando a hipótese de que há relação positiva entre os níveis de gerenciamento e as notas de *rating*. Apesar do coeficiente negativo, a relação entre ambas mostrou-se significativa, ao nível de 10%. Esses resultados contrariam os resultados de Alissa *et al.* (2013) e Demirtas e Cornaggia (2013), que verificaram que as empresas que gerenciaram seus resultados apresentaram notas de *rating* superiores. Inere-se que a redução das notas de *ratings* ocorra, devido a interpretação do gerenciamento de resultados pelos analistas como um fator de risco de solvência. Lin & Shen (2015) e Gounopoulos & Pham (2016) mencionam que o gerenciamento por *accruals* é detectado com

mais facilidade pelas agências de risco e como consequência, observa-se o rebaixamento das notas de *rating*.

A variável tamanho mostrou-se significativa ao nível de 1%, confirmando que as empresas de maior porte apresentaram notas de *rating* superiores (Damasceno *et al.*, 2008; Fernandino *et al.*, 2014). Infere-se que por serem mais estáveis, são capazes de preservar a qualidade de seus créditos e como consequência obter notas superiores. Damasceno *et al.* (2008), Alissa *et al.* (2013), Demirtas e Cornaggia (2013), Fernandino *et al.* (2014), Murcia *et al.* (2014), Pereira e Martins (2015) e Rogers *et al.* (2016) também encontram uma relação positiva entre o *rating* e o porte empresarial, confirmando os achados dessa pesquisa.

Apesar da alavancagem não ser significativa, o sinal negativo atendeu a relação esperada, pois empresas com altos níveis de alavancagem apresentam menores classificações de *rating* (Gray *et al.*, 2006; Rogers *et al.*, 2016), em função do não cumprimento de obrigações (Kim *et al.*, 2013; Murcia *et al.*, 2014). Desta forma, as empresas com melhores classificações de *rating* dependem menos do capital de terceiros (Pereira & Martins, 2015).

No que diz respeito à relação entre crescimento das vendas das entidades e o *rating* de crédito, o sinal negativo contradiz a relação esperada de que as empresas em crescimento recebem melhores classificações (Demirtas & Cornaggia, 2013; Murcia *et al.*, 2014), por apresentarem forte desempenho de fluxos de caixa e maior valor econômico (Adams *et al.*, 2003). O coeficiente negativo pode ser explicado pela escolha de outras fontes para financiamento de seu crescimento (Nakamura *et al.*, 2007).

Apesar de não significantes, com exceção do setor de telecomunicações, os demais apresentaram sinal semelhante ao obtido por Rogers *et al.* (2016). Quanto ao setor de utilidade pública, este foi omitido por apresentar multicolinearidade.

4.2 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DO RISCO DE CRÉDITO

Esta seção evidencia primeiro os resultados do modelo de Kothari *et al.* (2005) utilizados para obtenção dos *accruals* discricionários. Em seguida apresentam-se as estatísticas descritivas e a matriz de correlação das variáveis pertencentes à amostra Risco de Crédito. Ao final da seção são apresentados os resultados do diagnóstico de painel e as estatísticas relacionadas ao modelo adotado. A fim de complementar os resultados obtidos,

segregou-se os níveis de gerenciamento de resultados em quintis para associá-los ao risco de crédito.

4.2.1 *Accruals* Discricionários das Empresas da Amostra Risco de Crédito

Os *accruals* discricionários das empresas com estimativas de risco de crédito foram mensurados anualmente (2010-2015) por meio da aplicação do modelo Kothari *et al.* (2005). Primeiramente foram verificados os pressupostos do modelo de regressão linear elencados por Fávero *et al.* (2009). Finalizada essa análise preliminar, realizou-se o teste de MQO, com erro padrão robustos para estimação dos *accruals* discricionários. Os resultados são evidenciados na Tabela 09.

Tabela 8:

Estimativas dos *accruals* discricionários pelo modelo Kothari *et al.* (2005) para amostra Risco de Crédito

		Número de observações	1325	
		F (4, 1320)	126,94	
		Prob > F	0,0000	
		R-squared	0,9578	
		Root MSE	0,33887	
Variáveis	Coefficiente	Erro padrão robusto	t	P > t
Constante	-0,031	0,025	-1,27	0,205
$1/A_{i,t-1}$	-17,239	13,054	-1,32	0,187
$\Delta R - \Delta CR / A_{i,t-1}$	-0,052	0,043	-1,21	0,226
$PPE / A_{i,t-1}$	0,003	0,004	0,59	0,555
ROA_{t-1}	0,899	0,074	12,23	0,000***

Nota. Variável dependente *accruals* totais (TA), obtida pelo enfoque do fluxo de caixa: Lucro líquido – fluxo de caixa operacional, ponderadas pelo ativo deflacionado.

*** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5%, * significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

O primeiro pressuposto a ser analisado corresponde à normalidade dos dados. Apesar dos dados não apresentarem distribuição normal, os estimadores de MQO satisfazem a normalidade assintótica. Ou seja, em função da amostra ser suficientemente grande os mesmos aproximam-se da distribuição normal.

No que diz respeito aos problemas de autocorrelação, a estatística *d* (2,2414) do teste de Durbin-Watson indicou não haver problemas de autocorrelação. Em relação à heterocedasticidade, os resultados do Teste de Breusch-Pagan / Cook-Weisberg (p-valor 0,000) indicou que os resíduos não são homocedásticos, violando os pressupostos da

regressão linear. Neste caso consideraram-se os erros padrões robustos, com o propósito de levar em consideração a heterocedasticidade dos dados.

O teste de Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF) não apontou problemas de multicolinearidade, uma vez que os valores se aproximaram de 1. Quanto à significância da regressão, o Teste F (4,1339) 126,96 de p-valor 0,000 rejeitou a hipótese nula de que a regressão não é significativa. Por fim, a variável dependente possui um alto poder explicativo ($R^2 = 0,9576$), ou seja, 95,76% dos *accruals* totais podem ser explicados pelas demais variáveis do modelo.

Ao analisar os resultados evidenciados na Tabela 09, observa-se que somente a variável ROA_{t-1} (retorno sobre o ativo) apresentou valor preditivo significativo (p-valor 0,000) para explicar o comportamento dos *accruals* totais. Assim como retratado por Kothari *et al.* (2005), o sinal do coeficiente foi positivo.

4.2.2 Estatística descritiva das variáveis da amostra Risco de Crédito

Na Tabela 10 apresentam-se as estatísticas descritivas anuais da variável dependente, risco de crédito, com o objetivo de identificar o período com maior probabilidade de inadimplência e a dispersão do risco de crédito.

Tabela 9:

Estatística descritiva do Risco de Crédito

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Média	0,013	0,007	0,009	0,010	0,013	0,014
Desvio Padrão	0,072	0,020	0,024	0,034	0,049	0,027
Mínimo	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Máximo	0,892	0,199	0,212	0,445	0,648	0,243
Observações	185	193	201	202	206	212

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável risco de crédito mensura a probabilidade das empresas entrarem em *default* no ano seguinte. Em relação à média do risco de crédito, observou-se aumento da probabilidade de inadimplência das empresas no período de 2011 a 2015. Analisando a média anual das classificações constata-se que no ano de 2015 as empresas em média apresentaram maior dificuldade financeira, sendo classificadas pelo *Bloomberg* na categoria especulação. Todavia quando se verificou a probabilidade de inadimplência máxima, os dados sugerem que uma empresa específica da amostra apresentou sérias dificuldades financeiras, tendo em vista

que a probabilidade máxima de inadimplência foi de 0,892. Apesar da dificuldade financeira, nenhuma empresa da amostra se encontrou em situação de *default*, uma vez que o risco máximo estimado foi 0,892.

A estatística descritiva das variáveis de controle risco de crédito, *accruals* discricionários, tamanho, alavancagem e crescimento das vendas são relatadas na Tabela 11.

Tabela 10:
Estatística Descritiva das Variáveis da Amostra Risco de Crédito

Varáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação	Mínimo	Máximo
<i>Accruals</i> Discricionários	1344	0,173	1,596	9,23	0,000	55,943
Tamanho	1333	7,746	1,803	0,23	1,787	13,710
Alavancagem	1333	1,069	4,083	3,82	0,000	70,368
Crescimento das Vendas	1328	0,239	3,161	13,23	-1,000	109,771

Fonte: Dados da pesquisa.

Os valores evidenciados na Tabela 11 demonstram que a dispersão dos *accruals* discricionários é elevada, uma vez que o coeficiente de variação foi de 9,23, indicando que os valores se afastam dos valores médios mensurados para as empresas da amostra. Vale ressaltar, que os valores dos *accruals* discricionários reportados na tabela estão em termos absolutos.

As diferenças setoriais e de porte entre as entidades influenciam as medidas de amplitude e dispersão, como observado na Tabela 11. O valor médio superior a 1,0 da alavancagem decorre-se do fato de que algumas empresas da amostra apresentaram elevado prejuízo, influenciando nos valores do Patrimônio Líquido. Assim, ao analisar a média da alavancagem, não é possível inferir se as empresas estão optando por financiamento de terceiros ou próprios. Embora uma empresa da amostra tenha apresentado um crescimento de 109,771, observou-se que em média, as empresas apresentaram crescimento de 23,9%. O elevado crescimento de algumas empresas pode ser justificado pela atividade desenvolvida.

4.2.3 Matriz de correlação da amostra Risco de Crédito

Na matriz de correlação, os coeficientes demonstram a relação bivariada entre as variáveis, indicando se há ou não associação entre as mesmas. Os resultados da correlação de *Spearman* entre as variáveis risco de crédito, *accruals* discricionários e variáveis de controle são apresentados na Tabela 12.

Tabela 11:

Matriz de correlação variáveis da amostra Risco de Crédito

		RC	DA	Tam	Alav	Cresc	Bens Ind	CNC	Mat Bas	PGBio	Saúde	Tec	Telecom	U Púb
RC	Coef.	1.000												
	Sig.													
DA	Coef.	,215***	1.000											
	Sig.	.000												
Tam	Coef.	-,195***	-,409***	1.000										
	Sig.	.000	.000											
Alav	Coef.	,505***	,280***	-,109***	1.000									
	Sig.	.000	.000	.000										
Cresc	Coef.	-,163***	-,095***	,134***	-,076***	1.000								
	Sig.	.000	.001	.000	.006									
Bens Ind	Coef.	.041	,055**	-,227***	,154***	-,054**	1.000							
	Sig.	.157	.043	.000	.000	.049								
CNC	Coef.	-,013	.001	,126***	.036	,054**	-,158***	1.000						
	Sig.	.664	.975	.000	.184	.048	.000							
Mat Bas	Coef.	-,005	-,016	.042	-,059**	-,048*	-,201***	-,123***	1.000					
	Sig.	.855	.564	.123	.030	.082	.000	.000						
PGBio	Coef.	.037	.052*	,082***	-,004	-,021	-,104***	-,064**	-,081***	1.000				
	Sig.	.206	.055	.003	.889	.449	.000	.020	.003					
Saúde	Coef.	-,121***	-,070**	-,087***	-,161***	,067**	-,110***	-,067**	-,085***	-,044	1.000			
	Sig.	.000	.011	.001	.000	.015	.000	.014	.002	.104				
Tec	Coef.	-,047	,063**	-,138***	-,036	-,006	-,085***	-,052*	-,066**	-,034	-,036	1.000		
	Sig.	.102	.022	.000	.186	.823	.002	.059	.017	.213	.188			
Telecom	Coef.	-,051*	-,050*	,188***	-,054**	-,034	-,069**	-,042	-,053*	-,028	-,029	-,022	1.000	
	Sig.	.079	.067	.000	.048	.212	.012	.125	.051	.311	.285	.412		
U Púb	Coef.	-,092***	-,139***	,331***	-,031	.039	-,220***	-,134***	-,170***	-,088***	-,093***	-,072***	-,058**	1.000
	Sig.	.001	.000	.000	.252	.161	.000	.000	.000	.001	.001	.009	.033	

Nota. DA = accruals discricionários; Tam = tamanho; Alav = alavancagem; Cresc = crescimento das vendas; Bens Ind = bens industriais; CNC = consumo não cíclico; Mat Bas = materiais básicos; PGBio = petróleo, gás e biocombustíveis; Tec = tecnologia da informação; Telecom = telecomunicações; U Púb = utilidade pública.

*** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5%, * significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

A matriz de correlação evidencia significância estatística na relação entre as variáveis risco de crédito e *accruals* discricionários, ao nível de 1%. O sinal negativo do coeficiente está de acordo com a relação esperada, uma vez que as empresas podem gerenciar os resultados com a finalidade de reduzir sua probabilidade de inadimplência.

As variáveis de controle tamanho, alavancagem e crescimento das vendas apresentaram-se significantes ao nível de 1%, quando associadas a variável dependente. Considerando que as empresas de maior porte tendem a ser mais consistentes e a apresentarem menor volatilidade, o sinal negativo está de acordo com o esperado, revelando que as maiores empresas apresentam menor probabilidade de inadimplência, em função da diversificação dos negócios e melhores oportunidades de financiamento.

O sinal positivo da variável alavancagem está de acordo com Koopman *et al.* (2009) e Freitas e Minardi (2013). A relação positiva indica que empresas com maiores índices de alavancagem apresentam maior probabilidade de falência. Em relação a variável crescimento, observa-se que as empresas com maiores oportunidades de crescimento apresentam menor probabilidade de inadimplência com verificado por Mateut (2014).

A associação entre o risco de crédito e os setores demonstrou-se significativa, somente para aqueles classificados em saúde, telecomunicações e utilidade pública. Em relação ao setor de utilidade pública, esperava-se um sinal positivo para o coeficiente, uma vez que empresas reguladas pelo Estado apresentam menor risco de crédito (Murcia *et al.*, 2014). No entanto o sinal negativo contraria a relação esperada.

4.2.4 Análise da relação entre Variáveis Explicativas e o Risco de Crédito

O objetivo desta seção é identificar se há relação entre as variáveis explicativas, *accruals* discricionários, tamanho, alavancagem e crescimento das vendas, com o risco de crédito, calculado pela função risco de crédito do *Bloomberg*. A regressão múltipla para dados em painel determina que alguns testes sejam realizados, a fim de identificar o modelo que melhor retrate o comportamento dos *accruals* discricionários e das variáveis de controle em relação ao risco de crédito. Os testes para identificar qual abordagem: *pooled*, painel de efeitos fixos ou efeitos aleatórios representaria de forma mais adequada os dados foram realizados com auxílio do software Stata 13.

Constatando que o modelo MQO não foi o mais adequado, realizou-se o Teste de Hausman para identificar se o modelo de dados em painel é de efeitos fixos ou de efeitos

aleatórios. Os resultados dos testes realizados para a escolha do modelo mais adequado são apresentados na Tabela 13.

Tabela 12:
Diagnóstico do modelo em painel

Testes	Coef.	p-valor
Teste de Chow	84,21	0,000
Teste de Breusch-Pagan	249,42	0,000
Teste de Hausman	14,59	0,0056

Fonte: Dados da pesquisa.

O teste de Chow e o de Breusch-Pagan rejeitaram a hipótese nula de que o modelo POLS agrupado é o adequado, validando a hipótese alternativa de que os modelos de efeitos fixos ou aleatórios são mais apropriados, como observado na Tabela 13. O resultado do teste de Hausman rejeitou a hipótese nula de que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. Na Tabela 14 são apresentados os resultados da regressão pelo Modelo de Efeitos Fixos.

Tabela 13:
Regressão Amostra Risco de Crédito

R-sq: within	0,0041	Número de observações	1194	
Between	0,0030	Número de grupos	224	
Overall	0,0003	F(4,223)	84,21	
		Prob > F	0,0000	
Variáveis	Coeficiente	Erro padrão robusto	T	P > t
Constante	0,0269922	0,0436762	0,62	0,537
DA	-0,0010876	0,0003704	-2,94	0,004***
Tam	-0,0019207	0,0053888	-0,36	0,722
Alav	-0,0009565	0,0017969	-0,53	0,595
Cresc	0,0002675	0,0002163	1,24	0,217
sigma_u	0,03661277			
sigma_e	0,02957067			
Rho	0,60521156	(fraction of variance due to u_i)		

Nota. DA = *accruals* discricionários; Tam = tamanho; Alav = alavancagem; Cresc = crescimento; Bens Ind = bens industriais; CC = consumo cíclico; CNC = consumo não cíclico; Mat Bas = materiais básicos; PGBio = petróleo, gás e biocombustíveis; Tec = tecnologia da informação; Telecom = telecomunicações; U Púb = utilidade pública.

*** significante ao nível de 1%, ** significante ao nível de 5%, * significante ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa

A estatística F de p-valor 0,000 rejeitou a hipótese nula de que a regressão não é significativa. No entanto, os valores do R^2 within (0,0041), between (0,0030) e overall (0,0003) indicam baixo poder explicativo da variável dependente.

Os resultados evidenciados na Tabela 14 referente aos *accruals* discricionários não rejeitam a hipótese de que a relação entre os maiores níveis de gerenciamento de resultados e o menor risco de crédito é negativa e significativa ao nível de 1%. Os resultados indicam que as empresas são motivadas a gerenciar seus resultados com o propósito de reduzir a probabilidade de inadimplência e possivelmente neutralizar situações de insolvência.

Em relação a variável tamanho, verifica-se que esta atendeu a relação esperada, como evidenciado nas pesquisas de Marins e Neves (2013) e Fernandino *et al.* (2014), no entanto não apresentou significância estatística. As empresas de maior porte tendem a apresentar menor probabilidade de inadimplência, por serem mais estáveis e capazes de minimizar o impacto das mudanças econômicas (Murcia *et al.*, 2014). Outro aspecto que contribui para essa relação seja negativa é a facilidade das grandes empresas em obter crédito devido a sua estrutura e importância econômica.

Por representar o endividamento das entidades, a relação esperada entre a alavancagem e o risco de crédito era positivo. De acordo com a Tabela 14, observou-se que a variável não atendeu a relação esperada de que o aumento da alavancagem está associado a maior probabilidade de inadimplência das empresas (Koopman *et al.*, 2009; Freitas & Minardi, 2013). Os resultados da variável crescimento das vendas não atenderam a relação esperada de que as empresas em crescimento possuem menor probabilidade de inadimplência. Os resultados, ao contrário, dão indícios de que as empresas em crescimento recorrem ao capital de terceiros para financiamento de seu crescimento (Mateut, 2014), tornando-se mais endividadas e conseqüentemente apresentando maior probabilidade do não cumprimento de suas obrigações (Nakamura *et al.*, 2007). As variáveis setoriais não foram evidenciadas na Tabela 14, pois o Modelo de Efeitos Fixos omite as variáveis *dummies*.

4.2.5 Relação entre os Níveis de Gerenciamento de Resultado e o Risco de Crédito

Adicionalmente, o trabalho também verificou a relação entre o nível de gerenciamento de resultados e o risco de crédito calculado pelo *Bloomberg*® para as companhias que negociaram ações na BM&FBovespa no período de 2010-2015. Os resultados da regressão pelo Modelo de Efeitos Fixos indicaram que o gerenciamento de

resultados apresentou influência estatística significativa sobre o risco de crédito, atendendo a relação esperada de que as empresas gerenciam seus resultados com a finalidade de reduzir sua probabilidade de inadimplência.

Com o objetivo de relacionar os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito, segregaram-se os *accruals* discricionários em quintis. Tendo em vista que o painel é desbalanceado, cada quintil foi composto por 265 observações, como apresentado na Tabela 15.

Tabela 14:
Identificação dos níveis de gerenciamento

Quintis	Parâmetro (DA)		Nº Obs.	Níveis de Gerenciamento
	De	Até		
Q1	-55,943	-0,097	265	Elevado
Q2	-0,097	-0,035	265	Moderado
Q3	-0,035	-0,003	265	Baixo
Q4	-0,003	0,035	265	Baixo
Q5	0,035	9,136	265	Elevado

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 15, que os *accruals* discricionários negativos predominam a amostra Risco de Crédito, tendo em vista que das 1.325 observações, 795 apresentaram somente *accruals* discricionários negativos. Assim, as empresas gerenciaram seus resultados para baixo com o objetivo de reduzir o lucro reportado, sugerindo o predomínio da contabilidade conservadora.

Em seguida realizou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov para cada quintil para verificar se as variáveis risco de crédito e gerenciamento de resultados apresentavam distribuição normal. Considerando que os testes rejeitaram a hipótese nula da existência de distribuição normal, realizou-se a estatística descritiva e a correlação de *spearman* para verificar a relação entre os níveis de gerenciamento e a probabilidade de inadimplência das entidades, como apresentado na Tabela 16.

Tabela 15:
Estadística descritiva e correlação dos quintis

Quintis	RC		DA		Correlação de <i>Spearman</i>	
	Média	Desv. Pad	Média	Desv. Pad	Coefficiente	P-valor
Q1	0,028	0,063	-0,656	3,511	-0,259	0,000***
Q2	0,015	0,062	-0,060	0,019	-0,136	0,037**
Q3	0,005	0,009	-0,019	0,009	-0,050	0,434
Q4	0,004	0,012	0,015	0,011	-0,101	0,116
Q5	0,002	0,012	0,128	0,575	-0,325	0,000***

Nota. Q1= quintil 1; Q2= quintil 2; Q3= quintil 3; Q4= quintil 4; Q5= quintil 5; RC = Risco de Crédito; DA = *accruals* discricionários; Desv. Pad = desvio padrão.

Fonte: Dados da pesquisa.

A Tabela 16 indica que as empresas agrupadas no quintil 1 apresentam um elevado nível de gerenciamento de resultados negativos, ou seja, gerenciam os resultados para baixo mais intensamente. Observa-se também, que as empresas do primeiro quintil estão entre aquelas que apresentam maior risco de crédito. Esses resultados são confirmados pela correlação de *Spearman*, que indicou a existência de uma forte relação entre os níveis negativos de gerenciamento de resultados e a maior probabilidade de inadimplência. Acredita-se que as empresas gerenciam seus resultados para reduzir o risco de inadimplência, como observado pelo sinal negativo do coeficiente.

As empresas classificadas no quintil 2 também apresentaram significância e uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito, não rejeitando a hipótese de teste. A média de 0,015 do risco de crédito indica que as empresas classificadas como especulativas gerenciam moderadamente seus resultados para baixo, utilizando-se de uma contabilidade conservadora.

As empresas classificadas no quintil 5 apresentaram um nível positivo e elevado de gerenciamento de resultados. Ou seja, as empresas buscam elevar seus resultados contábeis, utilizando-se de uma contabilidade mais agressiva. Neste caso, a relação entre o risco de crédito e os níveis de gerenciamento de resultados foi significativa ao nível de 1%. Ao comparar com o risco de crédito, observa-se que as empresas que elevaram seus resultados estavam classificadas no grau de investimento, em função da baixa probabilidade de inadimplência.

Ao segregar os *accruals* discricionários e compará-los com a média do risco de crédito de cada quintil, observou-se que os níveis negativos e elevados de gerenciamento de resultados também apresentaram maior probabilidade de inadimplência. Quando segregados em quintis, os sinais dos coeficientes da correlação de *Spearman* foram negativos e para os

quintis 1, 2 e 5 foram significativos ao nível de 1%, 5% e 1%, respectivamente, não rejeitando a hipótese 2 de que há relação significativa e negativa entre os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito atribuído pela Bloomberg, conforme constado pelo modelo de efeitos fixos (Tabela 14).

5 CONCLUSÕES

As notas de *rating* de crédito atuam como parâmetros da qualidade do crédito empresarial, sendo utilizadas pelos agentes econômicos para verificar o risco de crédito, definir as estruturas do financiamento, negociar os títulos empresariais e prever a probabilidade de inadimplência das entidades. Por mensurar a probabilidade de *default* das entidades, os *ratings* são relevantes para o mercado financeiro.

As agências de risco consideram diversos fatores para definição e atribuição das notas de *rating*, como por exemplo, as informações contábeis. Neste caso, os *ratings* podem atuar como motivadores da prática do gerenciamento de resultados, objetivando minimizar a probabilidade de *default* das entidades e como consequência influenciar as classificações de *rating*. Quando os gestores utilizam de sua discricionariedade para gerenciar os resultados de modo a atender questões específicas, estão utilizando do oportunismo para apresentar resultados que favoreçam a entidade, mas que não representam a realidade empresarial.

O fato das empresas gerenciarem os resultados para alterar as notas de *rating* pode estar relacionado às motivações do mercado de capitais, contratuais ou regulatórias. Em relação ao mercado de capitais, as empresas podem gerenciar os resultados com a finalidade de obter melhores classificações de *rating* de crédito para influenciar a percepção de risco dos agentes do mercado e influenciar no preço das ações. Contratualmente, as empresas com melhores classificações obtêm contratos com cláusulas menos restritivas, considerando que a empresa se apresenta maior qualidade de crédito e dificilmente entrará em *default*. Quanto às questões regulatórias, alguns setores apresentam menor risco de crédito que outros. As empresas do setor público, por exemplo, apresentam menor probabilidade de inadimplência, tendo em vista que os governos adotam medidas para evitar a inadimplência das empresas que fornecem serviços básicos à população.

Nesse contexto, o presente estudo verificou a relação entre o nível de gerenciamento de resultados e riscos de créditos atribuídos pelas agências de *ratings* e *Bloomberg*® para companhias que negociam na BM&FBovespa. A hipótese que motivou o desenvolvimento deste estudo está relacionada ao fato de que as empresas podem gerenciar seus resultados com a intenção de influenciar as percepções das agências classificadoras de riscos e minimizar seu risco de crédito. Considerando que os *ratings* refletem a qualidade de crédito, a probabilidade de inadimplência e o risco de *default* das entidades, este estudo utilizou-se

de duas métricas para verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito das empresas.

A primeira métrica foi composta pelas notas de *rating* de longo prazo, emitidas em escala global e em moeda estrangeira, sendo atribuído 1 para as empresas cujas notas estivessem na categoria de Investimento e 0 para as empresas classificadas como Especulativas. Pelo fato da variável dependente ser binária, adotou-se o modelo logit binário para verificar a hipótese 1, de que os níveis de gerenciamento interferem positivamente as notas de *rating*. A segunda métrica utilizou a regressão com efeitos fixos para verificar se a relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito do *Bloomberg* é negativa. O risco de crédito representa as estimativas da probabilidade de inadimplência das entidades.

Apesar das notas de *rating* e do risco de crédito apresentarem finalidades semelhantes, por representarem a qualidade de crédito das entidades e indicarem a probabilidade do não cumprimento das obrigações, as empresas que compõem as amostras de *rating* e de risco de crédito apresentam algumas particularidades relacionadas à quantidade de empresas e a classificação setorial. Ambas as amostras constituem painel desbalanceado para um período de 2010-2015.

Em relação à hipótese 1, esperava-se uma relação positiva e significativa entre os níveis de gerenciamento de resultados e as notas de *rating*, pois as empresas tendem a gerenciar seus resultados para influenciar as classificações (Ali & Zhang, 2008; Jiang, 2008; Demirtas & Cornaggia, 2013). Analisando ainda as classificações de *rating*, observa-se que as empresas brasileiras apresentaram concentração de notas em torno do limiar entre o grau de investimento e grau especulativo. Neste caso, esperava-se um gerenciamento dos resultados mais intenso e agressivo (Alissa *et al.*, 2013; Brown *et al.*, 2015).

Os resultados obtidos para a amostra *Rating* foram significantes ao nível de 10%, mas o sinal negativo contraria a relação esperada. Apesar dos resultados contrariarem as evidências teóricas existem explicações alternativas para os resultados desta pesquisa. Primeiramente, empresas com classificações superiores, não gerenciam seus resultados com a mesma intensidade que as empresas do grau especulativo ou que podem ser rebaixadas de categoria, por apresentarem maior qualidade de crédito. Além disso, as agências de risco podem ter detectado as práticas de manipulação e ter reduzido às classificações de *rating* (Kim *et al.*, 2013; Lin & Shen, 2015; Gounopoulos & Pham, 2016). Por fim, outros fatores são considerados na atribuição das notas de *rating*, e neste caso, o gerenciamento pode não

ter influência a ponto de interferir nas classificações, tendo em vista que fatores exógenos também comprometem as notas de *rating*.

Os resultados referentes a amostra do risco de crédito não rejeitaram a hipótese 2, indicando haver uma relação negativa e significativa ao nível de 1% entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito. Neste caso, o gerenciamento de resultados com o propósito de obter melhores resultados, pode reduzir a probabilidade de inadimplência, e influenciar na melhora dos índices contábeis, obtenção de empréstimos e investimentos. Ao segregar a amostra em quintis, os resultados também atenderam a relação esperada e indicaram que as empresas são mais conservadoras ao gerenciar seus resultados, uma vez que o sinal negativo dos *accruals* discricionários predominou.

Apesar dos procedimentos realizados, esta pesquisa possui algumas limitações. Em relação à amostra, não foram analisadas as empresas do setor financeiro, de fundos e seguros, por apresentarem diferenças de interpretação dos indicadores contábeis, que influenciariam no cálculo do gerenciamento de resultados.

No que diz respeito aos *ratings*, optou-se por trabalhar apenas com emissões em escala global e em moeda estrangeira, excluindo as emissões realizadas pelas agências nacionais. Em relação à categorização da variável dependente *rating*, recomenda-se a adoção de uma escala ordinal, o que poderia levar a outros resultados em função do modelo utilizado. No caso deste estudo não foi possível categorizar as notas de *rating* em uma escala ordinal, pois as classificações se concentraram em torno do grau de investimento e grau especulativo. Por este motivo, adotou-se uma variável binária.

Quanto ao gerenciamento de resultados sugere-se a adoção de outros modelos, que poderiam melhor capturar os *accruals*. Em relação às variáveis de controle, recomenda-se a inserção de outras variáveis que possam auxiliar na explicação do modelo, como por exemplo, a liquidez e a governança corporativa.

De posse dos resultados dessa pesquisa, sugere-se como recomendações para estudos futuros, que a relação entre os níveis de gerenciamento de resultados e as notas de *rating* das empresas listadas na América Latina seja investigada, para verificar se os resultados obtidos se assemelham aos dessa pesquisa. Sugere-se ainda, analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e as alterações das notas de *rating* (*dowgrade/ upgrade*) para as empresas da América Latina.

REFERÊNCIAS

- Adams, M., Burton, B., & Hardwick, P. (2003). The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 539-572.
- Ali, A., & Zhang, W. (2008). Proximity to broad credit rating change and earnings management. [Working Paper]. *Social Science Research Network*. Recuperado de: <<http://ssrn.com/abstract=1163003>>.
- Alissa, W., Bonsall, S. B., Koharki, K., & Penn, M. W. (2013). Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2), 129-147.
- Almeida, J. E. F., & Almeida, J. C. G. (2009). Auditoria e earnings management: estudo empírico nas empresas abertas auditadas pelas big four e demais firmas de auditoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 62-74.
- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2013). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44-62.
- Baioco, V., Almeida, J. E., & Rodrigues, A. (2014). Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 110-136.
- Baptista, E. M. B. (2009). Teoria em gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(2), 5-20.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International accounting standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 76(1), 1-26.
- Beaver, W. H. (1981). *Financial reporting: an accounting revolution*. Prentice Hall.
- Beaver, W. H., McNichols, M. F., & Nelson, K. K. (2003). Management of the loss reserve accrual and the distribution of earnings in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 35(3), 347-376.

- Ben-Amar, W., & Missonier-Piera, F. (2008). Earnings management by friendly takeover targets. *International Journal of Managerial Finance*, 4(3), 232-243.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529.
- Bispo, O. N. de A. (2010). *Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- Black, D. E., & Christensen, T. E. (2009). US managers' use of 'pro forma' adjustments to meet strategic earnings targets. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 297-326.
- Bloomberg. (2015). *Bloomberg credit risk DRSK <GO> fixed income: framework, methodology & usage*.
- Blume, M. E., Lim, F., & MacKinlay, A. C. (1998). The declining credit quality of US corporate debt: Myth or reality?. *The journal of finance*, 53(4), 1389-1413.
- Brito, G. A. S., Assaf Neto, A., & Corrar, L. J. (2009). Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista contabilidade & finanças*, 20(51), 28-43.
- Brown, K., Chen, V. Y. S., & Kim, M. (2015). Earnings management through real activities choices of firms near the investment–speculative grade borderline. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(1), 74-94.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 633-652.
- Cantor, R., & Packer, F. (1994). The Credit Rating Industry. *Quarterly Review*, 19(2), 1-26.
- Cervo, A. L., & Bervian, P. A. (1983). *Metodologia científica: para uso dos estudantes*

universitários. 3. ed. São Paulo: Mcgraw-Hill do Brasil.

Colauto, R. D. & Beuren, I. M. (2006). Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 10(2), 95-116.

Cooper, D. & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em administração*. 7 ed. Porto Alegre: Bookman.

Damasceno, D. L., Artes, R., & Minardi, A. M. A. F. (2008). Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. *Revista de Administração*, 43(4), 344-355.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 70(2), 193-225.

DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176.

Demirtas, K. O., & Cornaggia, K. R. (2013). Initial credit ratings and earnings management. *Review of Financial Economics*, 22(4), 135-145.

Dhaliwal, D. S., Gleason, C. A., & Mills, L. F. (2004). Last-chance earnings management: Using the tax expense to meet analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 431-459.

Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28-40.

Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.

Fernandino, G. F., Takamatsu, R. T., & Lamounier, W. M. (2014). Impacto dos Índices Contábeis na Aplicação de Rating de Crédito em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(3), 78-94.

- Field, A. (2009). *Descobrimdo a estatística usando o SPSS*. (2a ed.). Porto Alegre: Artmed, 2009.
- Fitch Ratings. (2016). *Emissores Internacionais e Escalas Ratings de Crédito*. Recuperado de: <https://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_credit_emissor2?p=rtg_escala_lp_1#rtg_escala_lp_1>.
- Franz, D. R., HassabElnaby, H. R., & Lobo, G. J. (2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.
- Freitas, A. D. P. N., & Minardi, A. M. A. F. (2013). The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. *BAR-Brazilian Administration Review*, 10(4), 439-461.
- Gray, S., Mirkovic, A., & Ragunathan, V. (2006). The determinants of credit ratings: Australian evidence. *Australian Journal of Management*, 31(2), 333-354.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2), 187-243.
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2016). Credit Ratings and Earnings Management around IPOs. *Journal of Business Finance & Accounting*.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.
- Healy, P. (1996). Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 107-115.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2012). *Business Analysis Valuation: Using Financial Statements*. Cengage Learning. Recuperado de: <https://books.google.com.br/books?hl=pt-BR&lr=&id=sT8LAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR5&dq=Business+analysis+%26+valuation:+using+financial+statements&ots=NomaElz0nV&sig=gxPlnb9bka0BEP9-M8_yuZxWW8w#v=onepage&q=Business%20analysis%20%26%20valuation%3A%20using%20financial%20statements&f=false>
- Healy, 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.

Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.

Hribar, P. & Collins, D. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1).

Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of accounting and economics*, 19(1), 29-74.

Indjejikian, R. J., Matejka, M., Merchant, K. A., & Van der Stede, W. A. (2014). Earnings targets and annual bonus incentives. *The Accounting Review*, 89(4), 1227-1258.

Jiang, J. (2008). Beating earnings benchmarks and the cost of debt. *The Accounting Review*, 83(2), 377-416.

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 193-228.

Jordan, C. E., & Clark, S. J. (2004). Big bath earnings management: the case of goodwill impairment under SFAS No. 142. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 20(2), 63-70.

Jordan, C. E., & Clark, S. J. (2015). Do New CEOs Practice Big Bath Earnings Management Via Goodwill Impairments?. *Journal of Accounting and Finance*, 15(7), 11-21.

Jorion, P., Shi, C., & Zhang, S. (2009). Tightening credit standards: the role of accounting quality. *Review of Accounting Studies*, 14(1), 123-160.

Jung, B., Soderstrom, N., & Yang, Y. S. (2013). Earnings smoothing activities of firms to manage credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645-676.

Kang, Q., & Liu, Q. (2007). Credit rating changes and CEO incentives. [Working Paper]. *Social Science Research Network*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=971277>.

Kim, Y. S., Kim, Y., & Song, K. (2013). Credit rating changes and earnings management. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 42(1), 109-140.

Klann, R. C. (2011). *Gerenciamento de resultados: análise comparativa de empresas*

brasileiras e inglesas antes e após a adoção das IFRS. Tese de Doutorado em Ciências Contábeis e Administração, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, Santa Catarina, Brasil.

- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2015). Impacto da Convergência Contábil Internacional na Suavização de Resultados em Empresas Brasileiras. *BBR (Brazilian Business Review)*, 12(2), 1-25.
- Koopman, S. J., Kräussl, R., Lucas, A., & Monteiro, A. B. (2009). Credit cycles and macro fundamentals. *Journal of Empirical Finance*, 16(1), 42-54.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Lee, Y. (2016). DRSK early signals rating change. Bloomberg, 1, 1-3.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings Management and Investors Protection: an International Comparison. *Journal of Financial Economics*, 3(69), 505–527.
- Li, K., Griffin, D., Yue, H., & Zhao, L. (2013). How does culture influence corporate risk-taking?. *Journal of Corporate Finance*, 23, 1-22.
- Li, S., & Richie, N. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 175-190.
- Libby, R., Bloomfield, R., & Nelson, M. W. (2002). Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society*, 27(8), 775-810.
- Lin, Y. M., & Shen, C. A. (2015). Family firms' credit rating, idiosyncratic risk, and earnings management. *Journal of Business Research*, 68(4), 872-877.
- Machado, D. (2012). *Influência da política de remuneração dos executivos no nível de gerenciamento de resultados em empresas industriais brasileiras, estadunidenses e inglesas*. 2012. Tese de doutorado em Ciências Contábeis e Administração, Universidade Regional de Blumenau, Blumenau, Santa Catarina, Brasil.
- Man, C. K., & Wong, B. (2013). Corporate governance and earnings management: A survey of literature. *Journal of Applied Business Research*, 29(2), 391-418.
- Marins, J., & Neves, M. (2013). Inadimplência de Crédito e Ciclo Econômico: um exame

da relação no mercado brasileiro de crédito corporativo. *BCB: Trabalhos para discussão*, (304).

- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados Contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Martinez, A. L. (2006). Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do *income smoothing* no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 2(1), 09-25.
- Martinez, A. L., & Castro, M. A. R. (2011). Bond ratings and income smoothing in Brazil. *Latin American Business Review*, 12(2), 59-81.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. do (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no brasil?. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2 ed. São Paulo: Atlas.
- Mateut, S. (2014). Reverse trade credit or default risk? Explaining the use of prepayments by firms. *Journal of Corporate Finance*, 29, 303-326.
- Mckee, T. E. (2005). *Earnings management: an executive perspective*. United States of America: Thompson.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Miiller, D. L., & Martinez, A. L. (2016). Book-tax difference, earnings management and bond ratings in the brazilian market. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 91.
- Moody's. (2016). *Rating Symbols and Definitions*. Recuperado de: < https://www.moodys.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_79004>.
- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12.

- Moore, M. L. (1973). Management changes and discretionary accounting decisions. *Journal of Accounting Research*, 11(1), 100-107.
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2002). *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. New York: John Wiley & Sons.
- Murcia, F. C. de S., Murcia, F. D., Rover, S., & Borba, J. A. (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., de Carvalho Filho, A. F., da Costa, A. C. F., & do Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.
- Paiva, E. V. D. S. (2011). *Formação de preço de debêntures no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Papaikonomou, V. (2010) Credit rating agencies and global financial crisis. *Studies in Economics and Finance*, 27(2), 161-174.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Pereira, L. H. M., & Martins, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa. *REGE Revista de Gestão*, 22(2), 205-221.
- Pinches, G. E., Singleton, J. C. (1978). The adjustment of stock prices to bond rating changes. *The Journal of Finance*, 33(1), 29-44.
- Poon, W. P., & Chan, K. C. (2008). An empirical examination of the informational content of credit ratings in China. *Journal of Business Research*, 61(7), 790-797.
- Reis, E. M. dos, Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: Um

Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260.

Riahi-Belkaoui, A. (2003). *Accounting: by principle or design?*. London: Praeger.

Rodrigues, A., & Martins, E. (2010). Gerenciamento da informação contábil através das provisões técnicas constituídas por sociedades seguradoras. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 46-66.

Rogers, D., Mendes-da-Silva, W., & Rogers, P. (2016). Credit rating change and capital structure in Latin America. *BAR-Brazilian Administration Review*, 13(2).

Ronen, J. & Yaari, V. (2008). *Earnings Management: emerging insights in theory, practice, and research*. Springer Series in accounting scholarship; SPRINGER; New York.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.

Sampieri, R. H., Collado, C. F., & Lucio, P. B. (2006). *Metodologia de Pesquisa*. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill.

Schäffer, U., Lüdtke, J. P., Bremer, D., & Häußler, M. (2012). The effect of accounting standards on Big Bath behavior. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 82(1), 47-73.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.

Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. (6. ed.). Toronto: Pearson.

Silva, D. R. (2012). *Associações entre rating de crédito e estrutura de capitais de empresas listadas na América Latina*. Tese de Doutorado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, São Paulo, Brasil.

Silva, P. Y. C. da, & Fonseca, M. W. da. (2015). Gerenciamento de resultados: estudo empírico em empresas brasileiras e portuguesas antes e após a adoção das IFRS. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)*, 12(3), 193-209.

Soares, G. D. O. G., Coutinho, E. S., & Camargos, M. A. de (2012). Determinantes do Rating

- de Crédito de Companhias Brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), 109-143.
- Souza, M. M. de (2015). Big Bath: Evidências brasileiras na adoção inicial da norma que trata de redução no valor recuperável do goodwill. *Revista Ambiente Contábil*, 7(1), 35-50.
- Standard and Poor's. (2014). *Guide to credit rating essentials: What are credit ratings and how do they work?* Recuperado de:
<http://www.spratings.com/documents/20184/760102/SPRS_Understanding-Ratings_GRE.pdf/298e606f-ce5b-4ece-9076-66810cd9b6aa>.
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 249-281.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63-99.
- Tonin, J. M. da F., & Colauto, R. D. (2015). Relação entre *Income Smoothing* e *Ratings* em Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(1), 104-122.
- Trapp, A. C. G. (2009). *A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness?. *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.
- Vasconcelos, C., Miyashiro, I., Reis, D., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de *rating* sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 37.
- Vladu, A. B., & Cuzdriorean, D. D. (2014). Detecting earnings management: Insights from the last decade leading journals published research. *Procedia Economics and Finance*, 15, 695-703.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of

accounting standards. *Accounting review*, 112-134.

Watts, R. L., & Zimmermann, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs: Prentice Hall.

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.

Wooldridge, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.

GLOSSÁRIO

Accruals: Os *accruals* (acréscimos) são rendimentos auferidos e despesas incorridas que possuem impacto nas demonstrações de resultados; e afetam o balanço patrimonial, que representa os passivos e os ativos não monetários utilizados na contabilidade de exercício.

Benchmark: é um padrão contra o qual o desempenho de um fundo de investimento mobiliário ou de investimento pode ser medido.

Bloomberg: principal provedora global de notícias financeiras, incluindo dados históricos de preços em tempo real e, dados financeiros, notícias negociação e analista de cobertura, bem como notícias gerais e esportes.

Default: A inadimplência é a falta de pagamento de juros ou principal em um empréstimo ou segurança quando vencida. O *default* ocorre quando um devedor é incapaz de cumprir a obrigação legal de reembolso da dívida, e também refere-se a casos em que uma parte não executa em um contrato de futuros como exigido por uma troca.

Downgrade: alteração negativa na classificação de *rating*. Esta situação ocorre quando os analistas sentem que as perspectivas futuras para a segurança enfraqueceram da recomendação original, geralmente devido a uma mudança material e fundamental nas operações da empresa, perspectivas futuras ou da indústria.

Ex-ante: "antes do evento", é um termo que se refere a eventos futuros, como retornos futuros ou perspectivas de uma empresa.

Ex-post: "depois do fato". O uso de retornos históricos tem sido habitualmente a abordagem mais conhecida para prever a probabilidade de incorrer em uma perda em um investimento em qualquer dia.

Goodwill: Goodwill é, de forma direta, a diferença entre o valor de mercado de um bem e o seu valor financeiro ou de mercado.

Impairment: o teste do *impairment* é uma análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado e no intangível.

Market-to-book: A relação *market-to-book* é uma relação usada para encontrar o valor de uma empresa, comparando o valor contábil de uma empresa com seu valor de mercado. O valor contábil é calculado com base no custo histórico da empresa ou no valor contábil. O valor de mercado é determinado no mercado de ações por meio de sua capitalização de mercado.

Performance: desempenho eficaz.

Proxy: escolhido e usado para simplificar estudos que exigem uma variável de mercado, estatística ou comparação.

Spread: diferença entre o lance e o preço de venda de um título ou ativo.

Stakeholders: parte interessada na empresa e que pode afetar ou ser afetada pelo negócio. Os principais interessados em uma corporação típica são seus investidores, funcionários e

clientes. No entanto, outras partes interessadas também inclui comunidade, governo ou associação comercial.

Turnover: processo de rotação da mão de obra numa empresa que se traduz por movimentos de entrada e saída de trabalhadores e que pode ser avaliado através da relação entre o número de entradas (ou de saídas) no decurso de um certo período de tempo e o efetivo total médio.

Upgrade: uma mudança positiva na classificação de *rating*. Uma atualização é geralmente desencadeada por uma melhoria constante nos fundamentos e financeiros da entidade que emitiu o título.

APÊNDICE – MNEMÔNICOS BLOOMBERG DAS VARIÁVEIS

Variáveis	Código para localização no <i>Bloomberg</i>
Lucro Líquido	NI_INCLUDING_MINORITY_INT_RATIO
Fluxo de Caixa Operacional	CF_CASH_FROM_OPER
Ativo Total	BS_TOT_ASSET
Receita Líquida	SALES_REV_TURN
Contas a Receber	BS_ACCT_NOTE_RCV
Imobilizado Bruto	BS_GROSS_FIX_ASSET
Intangível	BS_DISCLOSED_INTANGIBLES
Passivo Circulante	BS_CUR_LIAB
Passivo não Circulante	NON_CUR_LIAB
Risco de Crédito	BB_1YR_DEFAULT_PROB
<i>Rating</i>	CRPC

Fonte: Elaborado pelo autor