

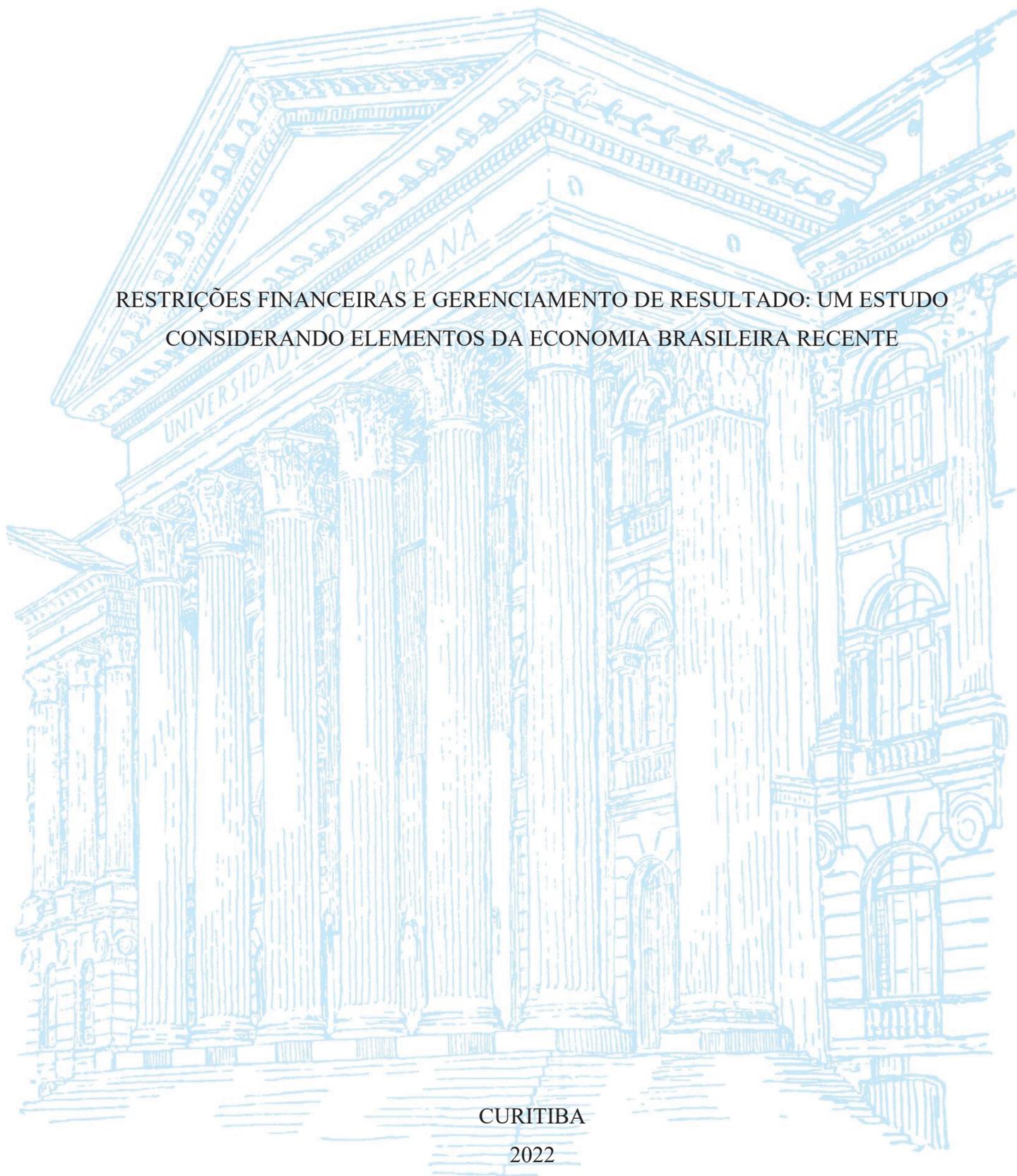
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARCELA CAROLINE SIBIM

RESTRICÇÕES FINANCEIRAS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO: UM ESTUDO
CONSIDERANDO ELEMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA RECENTE

CURITIBA

2022



MARCELA CAROLINE SIBIM

RESTRICÇÕES FINANCEIRAS E GERENCIAMENTO DE RESULTADO: UM
ESTUDO CONSIDERANDO ELEMENTOS DA ECONOMIA BRASILEIRA RECENTE

Tese 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 Doutora em Contabilidade.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca

CURITIBA

2022

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ
SISTEMA DE BIBLIOTECAS – BIBLIOTECA DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Sibim, Marcela Caroline

Restrições financeiras e gerenciamento de resultado : um estudo considerando elementos da economia brasileira recente / Marcela Caroline Sibim. – Curitiba, 2022.

1 recurso on-line : PDF.

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

Orientador: Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca.

1. Gestão de resultados. 2. Controle financeiro. 3. Cenário econômico. I. Fonseca, Marcos Wagner da. II. Universidade Federal do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. III. Título.

Bibliotecária: Maria Lidiane Herculano Graciosa CRB-9/2008

TERMO DE APROVAÇÃO

Os membros da Banca Examinadora designada pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação CONTABILIDADE da Universidade Federal do Paraná foram convocados para realizar a arguição da tese de Doutorado de **MARCELA CAROLINE SIBIM** intitulada: **Restrições financeiras e gerenciamento de resultado: um estudo considerando elementos da economia brasileira recente.**, sob orientação do Prof. Dr. MARCOS WAGNER DA FONSECA, que após terem inquirido a aluna e realizada a avaliação do trabalho, são de parecer pela sua APROVAÇÃO no rito de defesa.

A outorga do título de doutora está sujeita à homologação pelo colegiado, ao atendimento de todas as indicações e correções solicitadas pela banca e ao pleno atendimento das demandas regimentais do Programa de Pós-Graduação.

CURITIBA, 25 de Fevereiro de 2022.

Assinatura Eletrônica

02/03/2022 20:12:37.0

MARCOS WAGNER DA FONSECA

Presidente da Banca Examinadora

Assinatura Eletrônica

02/03/2022 23:00:38.0

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

02/03/2022 19:53:33.0

FERNANDO MOTTA CORREIA

Avaliador Externo (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

03/03/2022 07:20:49.0

RODRIGO OLIVEIRA SOARES

Avaliador Interno (UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ)

Assinatura Eletrônica

03/03/2022 08:31:04.0

PEDRO GUILHERME RIBEIRO PICCOLI

Avaliador Externo (PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ)

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus pela conclusão dessa tese, que representa uma importante etapa da minha vida. Ao longo dessa trajetória muitos desafios foram vencidos, contribuindo para minha formação pessoal e acadêmica.

Aos meus familiares, agradeço por todo apoio recebido, mesmo diante das dificuldades enfrentadas ao longo do desenvolvimento desse trabalho. Agradeço em especial, a minha mãe Eliane por todos os seus conselhos, que me fortaleceram ao longo desses anos e contribuíram para a conclusão do doutorado. Agradeço também ao meu pai Paulo, e ao meu esposo Lucas Rafael, por toda paciência e por compreenderem minha ausência nos períodos de dedicação à essa tese.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Marcos Wagner da Fonseca por todo apoio ao longo desses anos. Agradeço imensamente as discussões, reuniões e direcionamentos que foram essenciais para a finalização dessa tese. Obrigada por todo conhecimento compartilhado.

Aos professores Dr. Romualdo Douglas Colauto, Dr. Fernando Motta Correia, Dr. Rodrigo Oliveira, e Dr. Pedro Guilherme Ribeiro Piccoli 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, pelos ensinamentos e pela convivência ao longo desses anos. Também agradeço aos servidores Márcio e a Camila por toda atenção e prontidão.

Aos colegas de mestrado e doutorado agradeço o convívio, apoio e ensinamentos. Meu agradecimento especial a minha amiga Paula, por todos os momentos de partilha e construção do conhecimento. Obrigada pela sua amizade e por todo o apoio recebido nessa etapa final.

Agradeço a CAPES, pelo apoio financeiro recebido no início do doutorado.

RESUMO

O objetivo dessa tese é analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos. A tese defende, portanto, que as empresas restritas financeiramente gerenciam seus resultados, sendo essa relação intensificada em cenários econômicos adversos. Para analisar o objetivo proposto nesta tese, foram selecionadas as empresas listadas na [B]3 no período de 2010 a 2020, resultando em uma amostra de 194 empresas. Em seguida, para segregar as empresas da amostra em restritas e não restritas financeiramente, as empresas foram classificadas em setores econômicos e posteriormente foram classificadas em ordem crescente de tamanho e idade. Em função da classificação das restrições financeiras, a amostra final resultou em 1.495 observações. Os dados para operacionalização das variáveis foram coletados por meio da plataforma Eikon disponibilizada pela Thomson Reuters. Por outro lado, o cenário econômico é representado pelas variáveis crises econômicas, taxa cambial e taxa de juros. Essas variáveis foram obtidas por meio do relatório do CODACE, e nos sites do IPEA e do Banco Central do Brasil, respectivamente. As variáveis do cenário econômico são expressas na forma de *dummies*. Para estimar os *accruals* discricionários adotou-se o modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005). Em seguida, para analisar a relação proposta neste estudo, utilizou-se como estratégia a análise de dados em painel de Efeitos Fixos. Os resultados indicaram uma relação significativa a 1% entre as restrições financeiras e os *accruals* discricionários. No entanto, o sinal não atendeu a relação esperada de que as empresas restritas financeiramente gerenciam mais seus resultados. Apesar do resultado inverso, o mesmo pode ser explicado pela relação não linear existente entre as duas variáveis (Thanh et al., 2020). Em seguida, os cenários econômicos atuaram como variáveis moderadoras na relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados. Observa-se a significância estatística a 1% na relação apresentada, quando moderadas pela crise econômica e pela taxa de juros, e uma significância de 10% quando moderada pela taxa de câmbio. No que diz respeito às moderações, as crises econômicas apresentam-se positivas e significativa, indicando que em períodos de crise, as empresas restritas intensificam as práticas de gerenciamento de resultados, em comparação aos demais períodos. Por outro lado, apesar da moderação da taxa cambial ser significativa, ela modera negativamente a relação entre as empresas com restrições e gerenciamento de resultado. Neste caso, as empresas com racionamento ao crédito gerenciam menos seus resultados em períodos de elevada taxa cambial. Por fim, a moderação da taxa de juros não apresentou significância estatística.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Restrições Financeiras. Cenários Econômicos.

ABSTRACT

The objective of this thesis is to analyze the relationship between financial constraints and earnings management, in the face of different economic scenarios. The thesis therefore argues that financially constrained companies manage their results, and this relationship is intensified in adverse economic scenarios. To analyze the objective proposed in this thesis, we selected the companies listed in [B]3 in the period from 2010 to 2020, resulting in a sample of 194 companies. Then, to segregate the sample companies into financially constrained and unconstrained, the companies were classified into economic sectors and later they were classified in increasing order of size and age. Due to the classification of financial constraints, the final sample resulted in 1,495 observations. Data for operationalization of variables were collected through the Eikon platform made available by Thomson Reuters. On the other hand, the economic scenario is represented by the variables economic crises, exchange rate and interest rate. These variables were obtained from the CODACE report, and from the IPEA and Banco Central do Brasil websites, respectively. The variables of the economic scenario are expressed in the form of dummies. To estimate discretionary accruals, the model of Kothari, Leone and Wasley (2005) was adopted. Then, to analyze the relationship proposed in this study, the analysis of data in a Fixed Effects panel was used as a strategy. The results indicated a significant relationship at 1% between financial constraints and discretionary accruals. However, the signal did not meet the expected relationship that financially constrained companies manage their results more. Despite the inverse result, the same can be explained by the non-linear relationship between the two variables (Thanh et al., 2020). Then, the economic scenarios acted as moderating variables in the relationship between financial constraints and earnings management. A statistical significance of 1% is observed in the presented relationship, when moderated by the economic crisis and the interest rate, and a significance of 10% when moderated by the exchange rate. With regard to moderation, economic crises are positive and significant, indicating that in periods of crisis, constrained companies intensify earnings management practices, compared to other periods. On the other hand, although exchange rate moderation is significant, it negatively moderates the relationship between constrained firms and earnings management. In this case, companies with credit rationing manage their results less in periods of high exchange rate. Finally, interest rate moderation was not statistically significant.

Keywords: Earnings Management. Financial Constraints. Economic Scenarios.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Cálculo dos Accruals Totais pela abordagem do Fluxo de Caixa	24
Figura 2 - Estrutura Operacional da Tese.....	47

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Motivações e resumo dos principais temas e autores.....	28
Tabela 2 - Seleção da amostra de empresas	48
Tabela 3 - Operacionalização das variáveis de controle e moderadora.....	53
Tabela 4 - Cronologia trimestral do ciclo de negócios brasileiros	56
Tabela 5 - Seleção da Amostra final em Observações, por Setor Econômico	61
Tabela 6 - Observações com Restrições e Sem Restrições Financeiras, por Setor Econômico	61
Tabela 7 - Análise Descritiva das Variáveis.....	62
Tabela 8 - Resultado da Estimação por Efeitos Fixos dos accruals discricionários.....	64
Tabela 9 - Resultados das Estimações POLS, Efeitos Fixos e Aleatórios entre as Restrições Financeiras e o Gerenciamento de Resultados	68
Tabela 10 - Resultados das Estimações (FE) entre as Restrições Financeiras e o Gerenciamento de resultados, moderadas pela Crise, Taxa Cambial e Taxa de Juros.....	71

LISTA DE SIGLAS

[B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão

CEOs - Chief Executive Officers

Codace - Comitê de Datação do Ciclo Econômico

CRSP - Centro de Pesquisa em Preços de Valores Mobiliários

I/B/E/S - Sistema de Estimativa de Corretores Institucionais

IPOs - Initial Public Offering

PIB - Produto Interno Bruto

PMEs - pequenas e médias empresas

POLS - *Pooled Ordinary Least Squares*

SOX - Lei Sarbanes-Oxley

STATA – *Data Analysis and Statistical Software*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	16
1.2.1 Objetivo Geral	16
1.2.1 Objetivos Específicos	16
1.3 TESE.....	17
1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	17
1.5 ORGANIZAÇÃO DA TESE	21
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	22
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	22
2.2 RESTRIÇÕES FINANCEIRAS COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	29
2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E OS CENÁRIOS ECONÔMICOS	34
2.3.1 Gerenciamento de Resultados e Crises Econômicas	34
2.3.2 Gerenciamento de Resultados e os Cenários Econômicos	39
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	43
3 METODOLOGIA.....	47
3.1 MODELO TEÓRICO E OPERACIONAL DA PESQUISA	47
3.2 POPULAÇÃO E SELEÇÃO DA AMOSTRA	48
3.3 CLASSIFICAÇÕES DE RESTRIÇÕES FINANCEIRAS	49
3.4 MODELO PARA ESTIMAR OS <i>ACCRUALS</i> DISCRICIONÁRIOS	51
3.5 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS	53
3.6 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS	57
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	60
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS	60

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS	63
4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS DA RELAÇÃO ENTRE RESTRIÇÕES FINANCEIRAS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E OS CENÁRIOS ECONÔMICOS.....	66
5 CONCLUSÕES.....	77
REFERÊNCIAS	81
APÊNDICES	96

1 INTRODUÇÃO

As informações divulgadas por meio das demonstrações contábeis são primordiais para comunicação entre os gestores e os *stakeholders* interessados na condição econômica e financeira da empresa. Por meio das informações relatadas os acionistas são capazes de mensurar o desempenho empresarial, os credores estabelecem as cláusulas restritivas dos contratos de dívidas, e os fornecedores verificam a capacidade de pagamento da empresa (Dhaliwal, Gleason, & Mills, 2004; Bergstresser & Philippon, 2006; Orazalin & Akhmetzhanov, 2019; Ali & Bansal, 2021).

No entanto, as informações divulgadas por meio das demonstrações contábeis podem não apresentar a realidade empresarial, em função das escolhas contábeis realizadas pelos gestores. De acordo com Healy e Wahlen (1999) as normas contábeis permitem que os gestores escolham entre diferentes critérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação ao divulgar as informações contábeis. Por outro lado, mesmo observando a legislação em vigor e as normas contábeis, as escolhas realizadas pelos gestores podem decorrer dos inventivos recebidos e não condizer com a realidade dos negócios (Martinez, 2001; Stolowy & Breton, 2004).

Quando as escolhas contábeis são realizadas para influenciar o resultado empresarial, alterando os valores iniciais obtidos na ausência da manipulação, e não por questões estratégicas, identifica-se o gerenciamento de resultados (Mohanram, 2003). Portanto, o gerenciamento de resultados é caracterizado por um conjunto de escolhas realizadas com a finalidade de atender a objetivos específicos (Scott, 2012).

Os principais incentivos que os gestores recebem para realizar o gerenciamento de resultados estão vinculados ao desempenho empresarial em relação aos *benchmarks*, sendo elencados conforme apresentado a seguir: apresentar desempenho superior ao obtido no período anterior evidenciando melhorias, atender ou superar as expectativas dos analistas, e alcançar bônus significativos (Martinez, 2001; Mohanram, 2003).

Mohanram (2003) menciona que ignorar esses *benchmarks* podem trazer sérias consequências às empresas, tendo em vista que a relação entre o preço das ações e os lucros não é linear em torno dos *benchmarks*. Ou seja, a perda de um centavo na meta de lucro pode comprometer o preço das ações, fazendo com que seu valor caia consideravelmente. Da mesma forma, as empresas que alcançam as metas observam um aumento expressivo no preço

de suas ações. Já aquelas empresas estabelecidas próximas as metas serão incentivadas a gerenciar os resultados com a finalidade de superá-las elevando ainda mais seus lucros.

No entanto, para as empresas que se encontram com restrições financeiras, o gerenciamento de resultados ocorre para mascarar os problemas financeiros (Dimitras, Kyriakou, & Iatridis, 2015), a fim de influenciar a percepção dos investidores, uma vez que o risco e as alterações dos lucros são amenizados (Zendersky, 2005). Cabe mencionar que as restrições financeiras são ocasionadas pelas diferenças entre os recursos externos e internos decorrentes da assimetria informacional (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988). Portanto, as restrições financeiras são caracterizadas como aumento nos custos do financiamento externo ou como maior dificuldade em obtê-los (Kaplan & Zingales, 1997).

As alterações no ambiente econômico também representam incentivos para adoção de práticas de gerenciamento de resultados, uma vez que as crises interferem na situação financeira e conseqüentemente nos resultados empresariais (Filip & Raffournier, 2014; Dimitras et al., 2015). Iatridis e Dimitras (2013) mencionam que em períodos de crise econômica, as empresas realizam ajustes em suas políticas comerciais e de produção com o objetivo de dar continuidade às suas atividades, superando a crise econômica. Os autores ainda acrescentam que devido à pressão do ambiente econômico ocasionado pela crise financeira, as empresas podem ser motivadas a realizar escolhas contábeis que consolidem a imagem de sua situação financeira.

A crise econômica pode ser definida como *booms* econômicos insustentáveis acompanhados de recessões (Roubini & Mihm, 2010). Em período de recessão, as tomadas de decisões estratégicas possuem tendência contraditória e apresentam impacto nas decisões comerciais afetando as vendas, a política de preços e as decisões de investimentos e financiamento (Fabregá & Nicolau, 2016).

Dentre as crises mundiais vivenciadas pelas entidades, Filip e Raffournier (2014) mencionaram que a crise financeira de 2008, conhecida como Crise do *Subprime*, interferiu drasticamente no nível de atividade econômica, apresentando conseqüências significativas para a economia mundial. No entanto, os reflexos da crise do *Subprime* não foram sentidos imediatamente no Brasil, pois as políticas macroeconômicas estimularam o mercado com a finalidade de isolar a economia brasileira (Silva & Paulo, 2017).

De acordo com Silva (2016) entre 2003 e 2010 a economia brasileira apresentou tendência de crescimento, no entanto, de 2011 a 2014 observou-se uma desaceleração econômica do Produto Interno Bruto (PIB) devido ao novo modelo de matriz macroeconômica, desenvolvido, segundo Oreiro (2017), para impulsionar o crescimento

econômico. Tal crescimento foi observado até o segundo trimestre de 2014, pois após esse período houve uma recessão decorrente da elevação inflacionária, cuja estabilidade ocorreu somente em 2017 (Oreiro, 2017; Silva & Paulo, 2017).

A estabilidade alcançada em 2017 perdurou até o 4º trimestre de 2019, evidenciando um crescimento acumulado de 5,10% (Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE), 2020). Apesar do Brasil vivenciar um período de expansão, o ano de 2020 foi marcado pelo início de uma recessão ocasionada pela crise global de 2020. A crise de 2020 foi ocasionada pela pandemia da Covid-19, originada pelo vírus SARS-CoV-2. Essa pandemia rapidamente apresentou efeitos sociais e econômicos que resultaram na redução do PIB e no aumento do desemprego (Melo & Cabral, 2020; Campos & Miranda, 2021).

Devido aos efeitos sociais e econômicos ocasionados pelas crises, em períodos de recessão econômica, os usuários das informações financeiras reduzem sua confiança na qualidade das informações relatadas pelas empresas, pois acreditam que os gestores utilizam os *accruals* discricionários para gerenciar os resultados devido à instabilidade financeira, buscando melhorar sua performance empresarial, a fim de atender aos interesses dos *stakeholders* (Habib, Uddin Bhuiyan, & Islam, 2013; Azizah, 2021).

Desse modo, as crises econômicas podem motivar as empresas a adotarem práticas de gerenciamento de resultados para reduzir perdas decorrentes de más gestões anteriores, evitar sanções políticas, e reduzir os lucros com a finalidade de apresentar resultados condizentes com as demais empresas do setor econômico (Silva, Weffort, Flores, & Silva, 2014). Nesse contexto, pesquisas foram realizadas para verificar se as empresas gerenciaram os resultados em períodos de crise, constatando um aumento do gerenciamento de resultados em períodos de crise (Iatridis & Dimitras, 2013; Silva et al., 2014; Trombetta & Imperatore, 2014; Flores, Weffort, Silva, & Carvalho, 2016; Moura, Soares, Manzoni, & Krueger, 2017). Por outro lado, os resultados obtidos por Gorgan, Gorgan, Dumitru e Pitulice (2012), Filip e Raffournier (2014), Arthur, Tang, & Lin (2015), e Cimini (2015), indicaram uma redução das práticas de gerenciamento de resultados em períodos de crise.

Os movimentos das taxas de câmbio também podem influenciar na adoção das práticas de gerenciamento de resultados. De acordo com Mengistu, Montero e Segura (2017), em negociações externas, os movimentos das moedas são inesperados, e por isso, as empresas envolvidas no comércio exterior constantemente se preocupam com os movimentos das taxas de câmbio. De acordo com Lock, Chu, Song, & Lee (2019) as empresas se preocupam com os movimentos das taxas de câmbio, pois esses podem representar riscos que afetam os fluxos de

caixa e os lucros reportados das entidades. Portanto, às incertezas econômicas podem interferir no crescimento econômico das empresas.

Devido aos movimentos cambiais, representados pela valorização e desvalorização cambial, as empresas podem ser motivadas a gerenciar os seus resultados com a finalidade de atender aos objetivos específicos da administração (Stein & Wang, 2016). Nesse contexto, as empresas também podem ser motivadas a gerenciar os resultados para mascarar os impactos adversos decorrentes das alterações cambiais desfavoráveis a entidade (Pincus & Rajgopal, 2002), e conseqüentemente, interferir no retorno anual das ações (Lock et al., 2019).

Assim como observado nos movimentos das taxas de câmbio, as alterações nas taxas de juros, representada neste estudo pela taxa Selic, poderiam incentivar os gestores a gerenciarem os resultados. Mishkin (1995) menciona que o aumento da taxa de juros conduz ao aumento dos custos de financiamento externo, ocasionando uma redução nos gastos com investimento. Portanto, devido à elevação da taxa de juros, as empresas tendem a gerenciar seus resultados com a intenção de obter valores maiores de empréstimo, taxas de juros menores, bem como, menores custos de contratação, visto que seus relatórios financeiros serão analisados pelos credores para tomada de decisão (Bowen, Noreen, & Lacey, 1981; Frame, Srinivasan, & Woosley, 2001).

Nesse contexto, ao considerar os cenários econômicos adversos, as empresas precisam tomar decisões imediatas e de curto prazo, devido às ameaças encontradas no decorrer do período e à necessidade de dar continuidade ao negócio, mesmo que isso interfira em sua situação financeira futura (Asel, Posch, & Speckbacher, 2011). Salienta-se que em períodos de crise econômica, as empresas podem ter dificuldade em gerar recursos internos e ao mesmo tempo, podem ter sua capacidade de endividamento reduzida, em função da redução da oferta de empréstimos (Zeitun, Temimi, & Mimouni, 2017).

Ao interferir na situação financeira e nos resultados empresariais, as crises econômicas conseqüentemente influenciam as decisões de investimento e financiamento, apresentando impactos significativos em empresas com restrições financeiras. Almeida e Campello (2010) mencionam que em períodos de crise econômica, as restrições financeiras se acentuam, elevando o nível de interdependência entre recursos internos e externos. Portanto, os gestores tendem a gerenciar os resultados para reduzir a necessidade em obter créditos, reduzir os custos dos financiamentos e evitar as restrições financeiras (Camargo & Carvalho, 2020).

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Considerando a contextualização exposta na introdução, a questão de pesquisa que orienta este estudo é: Qual a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos brasileiros?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Com a finalidade de auxiliar o desenvolvimento do estudo e responder à questão de pesquisa, os objetivos são segregados em geral e específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Em consonância com o problema de pesquisa, esta tese tem como objetivo geral analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos brasileiros.

1.2.1 Objetivos Específicos

- a) Determinar as empresas restritas e não restritas financeiramente;
- b) Identificar o nível do gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto;
- c) Analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto;
- d) Analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto, diante dos cenários econômicos do Brasil representados pelas crises econômicas, taxa cambial e taxa Selic.

1.3 TESE

A restrição financeira é caracterizada por uma elevação nos custos de financiamento externo, sendo representada também, pela dificuldade em adquiri-los (Kaplan & Zingales, 1997). Além da dificuldade em obter empréstimos, as restrições impendem as entidades de realizar investimentos e emitir ações, além resultarem em falta de liquidez dos ativos devido as restrições de crédito (Lamont, Polk, & Saá-Requejo, 2001).

Em períodos de recessões e contrações monetárias, as restrições financeiras se agravam, de modo que o nível de interdependência entre recursos internos e externos se elevam para as empresas com restrições financeiras. Desse modo, as diferenças nos procedimentos dos financiamentos externos após choques negativos ficam mais evidentes entre empresas restritas (Almeida & Campello, 2010).

Em função das situações adversas encontradas nesses períodos, os gestores são incentivados a gerenciar os resultados contábeis de modo a evitar as restrições financeiras e com o propósito de interferir na percepção dos credores no que diz respeito ao risco e à capacidade de pagamento empresarial.

Segundo Ali e Bansal (2021) um dos maiores incentivos para os gestores adotarem as práticas de gerenciamento de resultados decorre da pressão exercida pelo mercado de capitais. Neste caso, a pressão do ambiente econômico estimula os gestores a realizarem escolhas contábeis que fortaleçam a imagem e a situação financeira da entidade (Iatridis & Dimitras, 2013). Assim, o gerenciamento de resultados omite o desempenho real da entidade e interfere no custo de capital (Orazalin & Akhmetzhanov, 2019).

Considerando os elementos teóricos e empíricos apresentados, essa tese defende que as empresas brasileiras restritas financeiramente gerenciam seus resultados, sendo essa relação intensificada em cenários econômicos adversos.

1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

O gerenciamento de resultados é um tema que tem recebido atenção dos acadêmicos (Filip & Raffournier, 2014), principalmente na área de Contabilidade voltada para usuários externos, sendo apontado como um dos temas de maior interesse nas pesquisas contemporâneas (Vladu & Cuzdriorean, 2014). Em função do interesse acadêmico, um

extenso número de pesquisas sobre os determinantes e as consequências da manipulação de resultados foram realizadas (Filip & Raffournier, 2014).

Academicamente o interesse em pesquisar o gerenciamento de resultados, decorre do fato de que os gestores adotam tais práticas com a finalidade de alterar o desempenho econômico e financeiro da empresa, seja por meio dos *accruals* ou por decisões operacionais, influenciando a percepção dos agentes econômicos e a qualidade dos resultados reportados, e consequentemente interferindo na tomada de decisões.

A adoção das práticas de manipulação decorre das motivações que os gestores recebem para gerenciar os resultados de forma oportuna. Apesar das motivações que conduzem os gestores a manipular os resultados, o gerenciamento de resultados é dispendioso, e se agressivo, envolve riscos de auditoria, litígio, possível agravamento do desempenho futuro, bem como, riscos associados a reputação empresarial (Desai, Hogan, & Wilkins, 2006; DuCharme, Malatesta, & Sefcik, 2004; Karpoff, Lee, & Martin, 2008; Cohen & Zarowin, 2010).

Segundo Dechow, Ge e Schran (2010) o *trade-off* entre os custos e os benefícios do gerenciamento de resultados é alterado quando uma empresa apresenta financiamento externo. Nesse aspecto, os relatórios oportunistas podem apresentar vantagens adicionais, se a disponibilidade de financiamento externo proporcionar maior utilidade à empresa.

Em empresas com restrições financeiras, o gerenciamento de resultados pode ser mais evidente, já que normalmente, essas empresas não possuem uma reputação estabelecida nos mercados financeiros. Por apresentarem custos de transação mais elevados ao obter financiamento externo, em função dos problemas de agência e de assimetria informacional (Kaplan & Zingales, 1997), o incentivo para o gerenciamento de resultados pode ser maior ainda, do que em empresas sem restrições financeiras, tendo em vista que há um benefício percebido ao manipular os resultados.

Os problemas adversos relacionados às restrições financeiras, podem ser maximizados em momentos negativos da economia, como por exemplo, em uma crise econômica, pois há um aumento do custo dos fundos externos. Esse aumento acaba por dificultar ainda mais o acesso aos recursos para as empresas restritas financeiramente, uma vez que essas são mais vulneráveis e mais inaptas a suportar uma recessão econômica (Bernanke, Gertler, & Gilchrist, 1996), estimulando ainda mais as práticas de gerenciamento de resultados contábeis.

A partir do exposto, analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos é relevante às

pesquisas acadêmicas e ao mercado de capitais, especialmente aos *stakeholders* interessados na condição econômica e financeira da empresa, uma vez que, o gerenciamento de resultados tende a ser utilizado como uma ferramenta para amortecer vários tipos de choques econômicos no desempenho operacional das entidades (Chang, Hsin, & Shiah-Hou, 2013). Além disso, os efeitos econômicos que eram considerados pelas pesquisas acadêmicas como fenômenos isolados, passaram a serem incluídos nos estudos, contribuindo com a explicação dos fenômenos de forma mais ampla (Flores et al., 2016).

De acordo com Filip e Raffournier (2014) grande parte desses estudos não consideravam o ambiente macroeconômico das empresas em suas pesquisas, supondo que as condições econômicas eram constantes ou que não influenciariam os gestores na adoção do gerenciamento de resultados. Desse modo, outro fator que contribuiu com o aumento do número de pesquisas nessa área está relacionado ao fato de que em períodos de crise, há uma maior pressão do ambiente econômico, motivando os gestores a realizarem escolhas contábeis que consolidem a imagem e a situação financeira empresarial (Iatridis & Dimitras, 2013).

Desse modo, diversos estudos foram desenvolvidos constatando que os períodos de crise apresentaram impactos significativos no gerenciamento de resultados (Habib et al., 2013; Silva et al., 2014; Trombetta & Imperatore, 2014; Flores et al., 2016; Moura et al., 2017; Paulo & Mota, 2019; Türegün, 2020), dentre outros. Apesar dos estudos que relacionam o gerenciamento de resultados às crises econômicas, não se identificou na literatura estudos que verificassem a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos. Salienta-se que os cenários econômicos são representados nesta tese pelas crises econômicas, taxa de câmbio e taxa de juros.

Internacionalmente identificaram-se dois artigos que auxiliaram no desenvolvimento desta tese, sendo o primeiro de Habib et al. (2013) e o outro de Dimitras et al. (2015). No entanto, os autores investigaram as empresas com dificuldades financeiras, ao invés de empresas com restrições financeiras, objeto deste estudo. É importante ressaltar que empresas em dificuldades financeiras (*financial distress*) são distintas de empresas com restrições financeiras (*financial constraints*). Segundo Platt e Platt (2002) o *financial distress* pode ser compreendido como uma etapa anterior à falência ou liquidação. Enquanto, as restrições financeiras são caracterizadas pelo aumento dos custos de financiamento externo devido a assimetria informacional e aos problemas de agência (Kaplan & Zingales, 1997). Portanto, as empresas com restrições financeiras possuem um racionamento do crédito.

Em relação aos artigos, Habib et al. (2013) analisaram as práticas de gerenciamento de resultados em empresas com dificuldades financeiras, além de verificarem se durante a crise financeira global tais práticas sofreram alterações. Enquanto Dimitras et al. (2015) verificaram como a crise financeira afetou as empresas em dificuldades financeiras e a adoção de práticas de gerenciamento de resultados. No entanto, identificou-se também um estudo nacional relacionado ao tema em questão, cujo objetivo foi verificar a relação entre crises financeiras e a qualidade dos lucros das empresas públicas da América Latina, considerando os efeitos das restrições financeiras (Tortoli & Moraes, 2018). Apesar desses estudos abordarem assuntos relacionados ao tema dessa tese, eles não analisaram a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos, o que torna esse estudo inovador.

Além da instabilidade financeira ocasionada pelas crises econômicas, esta tese adiciona as variáveis taxa de câmbio e taxa de juros para atuarem como moderadoras na relação analisada. Segundo Serafini e Sheng (2011) essas variáveis exercem uma influência significativa nos resultados empresariais, bem como na economia do país.

Em relação aos movimentos da taxa de câmbio, esses podem representar riscos que interferem nos fluxos de caixa e nos lucros reportados pelas entidades (Lock et al., 2019), podendo incentivar as empresas a gerenciarem seus resultados. Por isso, os efeitos do gerenciamento de resultados sobre a taxa de câmbio também fornecem informações úteis aos investidores (Chang et al., 2013). Do mesmo modo, a taxa de juros é primordial para as entidades, pois interfere nos custos de financiamento externo (Mishkin, 1995), incentivando as práticas de gerenciamento de resultados.

Na perspectiva empresarial, estudar o gerenciamento de resultados é relevante, pois o tema está ganhando atenção entre os formuladores de políticas, profissionais e investidores, pois a credibilidade das informações conduz a um desempenho melhor (Akhigbe, McNulty, & Stevenson, 2013), e minimiza os custos de capital (Karjalainen, 2011). Man e Wong (2013) também mencionam que existem preocupações, quando o gerenciamento de resultados compromete a confiabilidade das informações divulgadas, evidenciando números que não condizem com a real situação econômica e financeira da entidade, e que conseqüentemente interferem na tomada de decisão dos *stakeholders*.

1.5 ORGANIZAÇÃO DA TESE

A presente tese está estruturada em cinco seções. A primeira seção é composta pela Introdução, na qual a pesquisa é contextualizada e os problemas e objetivos para consecução da tese são abordados. A tese e as justificativas que embasam o desenvolvimento desta pesquisa são apresentados na sequência.

A segunda seção apresenta o referencial utilizado para fundamentação teórico-empírica, que discorre sobre o gerenciamento de resultados, as restrições financeiras, e os cenários econômicos. Nesta seção, também são evidenciados os estudos correlacionados, os conceitos e as evidências que justificam o desenvolvimento desta tese. A fundamentação teórica está estruturada com os seguintes tópicos: Gerenciamento de Resultados, Restrições Financeiras como motivação para o Gerenciamento de Resultados, Gerenciamento de Resultados e os Cenários Econômicos, e Desenvolvimento das Hipóteses.

Na terceira seção apresentam-se os procedimentos metodológicos adotados para o desenvolvimento de cada etapa da pesquisa, a fim de obter os dados que serão analisados para responder ao problema proposto nesta tese. Primeiramente as características da pesquisa são definidas, assim como o modelo operacional da tese, e em seguida a composição da amostra é detalhada. Na sequência define-se a classificação das empresas restritas e irrestritas financeiramente, indicando também, o método utilizado para estimar os *accruals* discricionários e a operacionalização das variáveis da pesquisa. Por fim, apresenta-se a técnica empregada para analisar os dados coletados.

A quarta seção evidencia os resultados obtidos, apresentando inicialmente as estatísticas descritivas e, em seguida, os resultados decorrentes dos testes estatísticos. Posteriormente esses resultados são discutidos considerando o embasamento teórico apresentado na seção 2. Por fim, a quinta seção aborda os principais aspectos da tese, retomando o objetivo proposto e evidenciando os resultados mais relevantes. A quinta seção também inclui as limitações encontradas no desenvolvimento da pesquisa, bem como, sugestões para realizações de novos estudos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

O gerenciamento de resultados é caracterizado por intervenções intencionais nos relatórios financeiros com o objetivo de obter ganhos próprios (Schipper, 1989) ou atender a objetivos específicos (Scott, 2012). Desse modo, as práticas relacionadas ao gerenciamento de resultados decorrem do julgamento utilizado pelos gestores na elaboração dos relatórios financeiros e na composição de transações para modificar tais relatórios com a finalidade de iludir às partes interessadas quanto ao desempenho da empresa ou para intervir nos resultados contratuais resultantes das informações relatadas (Healy & Wahlen, 1999).

O julgamento dos gestores viabilizado pelo conjunto de escolhas contábeis proporcionadas pelas normas vigentes permite que diferentes critérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação sejam utilizados ao reportar as informações financeiras. Por vezes, os métodos e estimativas adotados não representam adequadamente a economia subjacente das empresas (Healy & Wahlen, 1999), mesmo que a legislação em vigor e as normas contábeis tenham sido atendidas (Martinez, 2001; Stolowy & Breton, 2004). Quando o conjunto de escolhas é realizado com o propósito de atender a objetivos específicos, o mesmo é interpretado como gerenciamento de resultados (Scott, 2012).

Para Beneish (2001) o gerenciamento de resultados está mais presente quando são constatados desempenhos extremamente bons ou ruins. No entanto, Mohanram (2003) afirma que o gerenciamento de resultados pode ser realizado com a finalidade de manter os resultados empresariais estáveis e previsíveis, interferindo na percepção dos usuários sobre as condições econômicas e financeiras da empresa. Desse modo, a discricionariedade proporcionada pelas normas contábeis, permite que os gestores optem por determinadas escolhas que consequentemente influenciarão as decisões de curto e longo prazo dos usuários externos (Bispo, 2010).

As escolhas contábeis adotadas pelos gestores para gerenciar os resultados é pautada na intenção de intervir na transferência de riqueza entre a empresa e a sociedade, provedores de fundos ou os próprios gestores, modificando o lucro por ação e a estrutura de capital da empresa (Stolowy & Breton, 2004). Quando a intervenção na transferência de riqueza ocorre entre a empresa e a sociedade e os provedores de fundos, há um beneficiamento por parte da empresa, visto que a manipulação das contas tende a minimizar os custos políticos e o custo

de capital, respectivamente. Por outro lado, quando os gestores gerenciam os resultados buscando benefícios próprios, como por exemplo, a maximização de sua remuneração, considera-se que os gestores estão agindo contra a empresa (Stolowy & Breton, 2004).

As manipulações das informações contábeis realizadas para modificar a Transferência de Riqueza podem alterar o lucro ou reduzir os riscos empresariais, ao intervir na percepção dos agentes do mercado sobre o resultado evidenciado. A possibilidade de alterar as bases de transferência de riqueza, representadas pelo Lucro e pelo Risco Estrutural, são possíveis devido à assimetria de informações existentes entre os gestores e stakeholders (Stolowy & Breton, 2004). Para o autor, a alteração do Lucro pode ser realizada por meio da adição ou remoção de receitas e despesas, ou por meio da classificação de contas que possam alterar o lucro, impactando no resultado reportado. Por outro lado, o risco estrutural da empresa representada pela relação dívida/patrimônio é modificado por meio dos lucros inflados artificialmente ou por omissões de financiamentos, com a finalidade de reduzir os riscos e influenciar na estrutura empresarial.

As manipulações contábeis realizadas de acordo com as normas contábeis e legislação vigente não constituem fraude. Segundo Martinez (2001) o gerenciamento de resultados opera dentro dos limites prescritos pela legislação, mas em virtude da discricionariedade proporcionada, as escolhas são realizadas de acordo com os incentivos recebidos e não segundo a realidade dos negócios. Para Mohanram (2003) as decisões que não são realizadas por razões estratégicas, mas apenas para alterar o resultado da empresa, levando a resultados distintos dos que seriam evidenciados na ausência de manipulação representam o gerenciamento de resultados.

Com a finalidade de distinguir as escolhas contábeis que atendem as normas daquelas considerada ilegais, Dechow e Skinner (2000) segregaram essas escolhas em conservadoras, neutras ou agressivas, de modo que as escolhas que atendem as normas contábeis, caracterizam o gerenciamento de resultados. Por outro lado, as escolhas que violam tais normas são consideradas ações fraudulentas (Park & Shin, 2004). Por não atenderem às normas em vigor, tais práticas apresentam implicações legais, sendo consideradas inaceitáveis (Dechow & Skinner, 2000; Martinez, 2001; Stolowy & Breton, 2004).

Segundo Schipper (1989) existem diferentes formas de manipular os resultados, sendo por meio de atividades reais (decisões operacionais) ou com base em *accruals* (acréscimos). O gerenciamento de resultados com base em atividades reais está associado a decisões de investimento e financiamento em momentos específicos com a finalidade de modificar os ganhos relatados. Enquanto o gerenciamento com base em acréscimos considera

as oportunidades fornecidas pelas normas contábeis, como por exemplo, a alteração das estimativas de vida útil de ativos depreciáveis.

O gerenciamento por decisões operacionais é realizado de acordo com a percepção dos gestores, ocorrendo ao longo do período, enquanto o gerenciamento por *accruals* geralmente ocorre entre o encerramento do período e a publicação das demonstrações financeiras. Desse modo, o gerenciamento de resultados realizado por meio de decisões operacionais constitui uma forma *ex-ante*, enquanto os *accruals* representam uma forma *ex-post* de gerenciamento de resultados (Cupertino, 2013).

Os *accruals* são caracterizados pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional (Healy, 1985; Mohanram, 2003), decorrentes da diferença temporal no reconhecimento de receitas e despesas pelo regime de caixa e o regime de competência (Cunha & Piccoli, 2017). Apesar das contas entrarem na composição do lucro podem não ter reflexos imediatos no caixa devido ao regime de competência (Martinez, 2001). Por isso, apesar de determinadas contas influenciarem o lucro, não provocam movimentações no grupo disponibilidades.

Uma das vantagens do gerenciamento de resultados por *accruals* reside no fato de que tal manipulação, apesar de modificar o lucro, não interfere no fluxo de caixa do exercício em curso (Dechow & Dichev, 2002; Cupertino, 2013). Por não interferir no fluxo de caixa, a possibilidade de prejudicar o valor da empresa no longo prazo é menor. Além disso, os investidores, órgãos reguladores e auditores nem sempre conseguem detectar os efeitos dessa prática de gerenciamento de resultados.

De acordo com a literatura, os *accruals* podem ser segregados em discricionários e não discricionários (Teoh, Welch, & Wong, 1998), como apresentado na Figura 1.

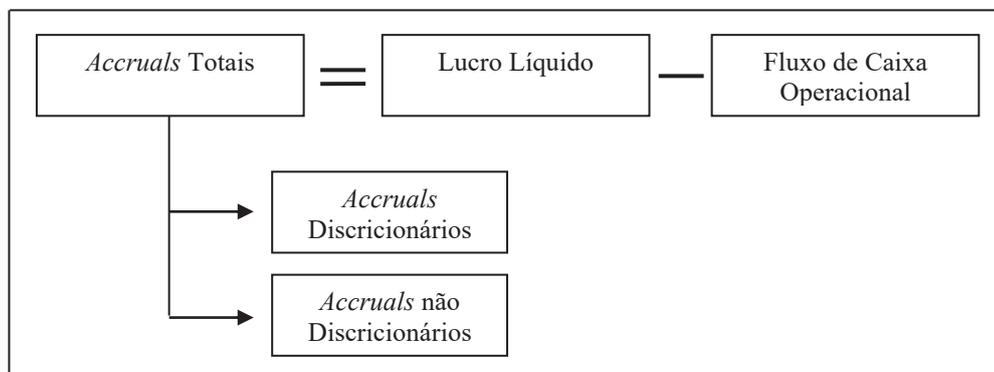


Figura 1. Cálculo dos Accruals Totais pela abordagem do Fluxo de Caixa
 Fonte: Sibim (2017), com base em Martinez (2001) e Hribar e Collins (2002).

Os *accruals* não discricionários são vinculados aos ajustes contábeis exigidos pela legislação e normas contábeis, ou seja, são característicos das atividades empresariais. Por outro lado, os *accruals* discricionários estão associados ao gerenciamento de resultados, pois os ajustes contábeis decorrem das escolhas realizadas pelos gestores, atendendo a objetivos específicos (Healy, 1985). Nesse aspecto, quando os *accruals* são positivos, considera-se que a intenção do gestor foi elevar o lucro com a intenção de melhorar o resultado empresarial, enquanto os *accruals* negativos indicam o contrário (Goulart, 2007).

Os *accruals* discricionários são utilizados como *proxy* para o gerenciamento de resultados (Teoh et al., 1998). A literatura acadêmica apresenta diversos modelos aceitos para mensurar os *accruals* discricionários, como por exemplo, o modelo de Jones (1991), Jones Modificado (Dechow, Sloan, & Sweeney, 1995), o modelo KS (Kang & Sivaramakrishnan, 1995), dentre outros. De modo a complementar o modelo de Jones Modificado, Kothari, Leone e Wasley (2005) acrescentaram o desempenho da empresa ao mensurar os *accruals* discricionários. Apesar da diversidade de modelos, todos utilizam informações retiradas do Balanço Patrimonial, da Demonstração de Resultado e da Demonstração do Fluxo de Caixa para mensurar os *accruals* discricionários (Martinez, 2001; Goulart, 2007).

O gerenciamento de resultados por meio dos *accruals*, proporcionado pela discricionariedade assegurada pelas normas contábeis, permite que os gestores, de maneira oportunista, adotem escolhas para maximizar o resultado reportado, influenciando a informação apresentada aos demais usuários (Cunha & Piccoli, 2017). Todavia, faz-se necessário compreender os motivos que influenciam os gestores a modificar suas escolhas contábeis, interferindo na mensuração, reconhecimento e evidenciação da informação, uma vez que, segundo Martinez (2001), as alterações propositais das informações contábeis são realizadas com a intenção de atender a motivações específicas.

As motivações relacionadas ao gerenciamento de resultados, também conhecida como incentivos, estão vinculadas ao mercado de capitais, a questões contratuais e regulamentares (Healy & Wahlen, 1999). Ou seja, os principais motivos que conduzem os gestores a gerenciar os resultados empresariais estão associados à performance da entidade, ao *benchmark*, a expectativa dos analistas e aos contratos de remuneração dos gestores (Mohanram, 2003).

As motivações vinculadas ao mercado de capitais buscam modificar a percepção dos investidores e analistas quanto ao risco de investimento nas ações empresariais, uma vez que os investidores e analistas utilizam as informações contábeis para verificar o risco, bem como, o retorno esperado dos investimentos e títulos lançados pela empresa. Na intenção de reduzir

o risco percebido dos investimentos e considerando a utilização frequente das informações divulgadas pela empresa, os gestores são incentivados a gerenciar os resultados (Martinez, 2001; Goulart, 2007). Desse modo, as informações contábeis criam incentivos para que os gestores gerenciem os resultados com a finalidade de intervir no desempenho do preço das ações de curto prazo (Healy & Wahlen, 1999), reduzindo ou elevando o preço da ação de modo a influenciar as percepções do mercado.

Os incentivos relacionados ao mercado de capitais foram abordados por diversos estudos que consideraram que o gerenciamento de resultados pode ser motivado pelos seguintes fatores: evitar a divulgação de resultados negativos (Burgstahler & Eames, 2003; Roychowdhury, 2006; Martinez, 2008; Reis, Lamounier, & Bressan, 2015; Santana & Sarquis, 2021); atender às expectativas dos analistas (Dhaliwal et al., 2004; Yu, 2008; Martins, Paulo, & Monte, 2016; Mota, Cunha, Oliveira, & Paulo, 2017); influenciar a percepção dos agentes econômicos (Almeida, Lopes & Corrar, 2013; Sincerre, Sampaio, Famá, & Santos, 2016; Ali & Bansal, 2021).

O fato de os gestores serem motivados a gerenciar os resultados com a finalidade de evitar a divulgação de resultados negativos, é considerado um dos motivos mais analisados nas pesquisas acadêmicas (Paulo, 2007). De acordo com o autor, quando o preço das ações corresponde às informações empresariais desfavoráveis, os gestores são motivados a manipular os resultados para evitar a divulgação de resultados negativos.

Além disso, as expectativas geradas pelos analistas quanto ao resultado empresarial reportado também conduzem os gestores a adotarem práticas de gerenciamento de resultados. Paulo (2007) mencionou que alguns estudos apontaram que as empresas que alcançaram ou superaram as previsões dos analistas, apresentaram resultados com menores riscos e receberam um “prêmio” por isso.

Por fim, em relação às motivações do mercado de capitais vinculadas a percepção dos agentes econômicos, Baptista (2009) afirma que o incentivo que o gestor recebe para gerenciar os resultados tem origem na intenção de não desapontar o mercado em momentos de *gap* entre as expectativas das partes interessadas e o desempenho empresarial. Todavia, cabe mencionar que a supervisão dos analistas pode inibir tais práticas.

As motivações relacionadas às questões contratuais, decorrem do fato de que as informações contábeis são utilizadas para auxiliar no monitoramento e regulação dos contratos de remuneração e de empréstimos, estabelecidos entre a empresa e seus *stakeholders*, com a finalidade de reduzir o conflito de interesses entre as partes interessadas (Healy & Wahlen, 1999).

Em decorrência da discricionariedade que os gestores possuem sobre os relatórios contábeis, Watts e Zimmerman (1990) acreditam que os contratos não são eficientes em alinhar os interesses dos gestores e seus *stakeholders*, pois os gestores podem utilizar essa discricionariedade para elevar sua própria riqueza, causando danos às outras partes, bem como, podem aumentar a riqueza de todos os interessados. Desse modo, a discricionariedade proporcionada pelas normas contábeis e os incentivos contratuais que os gestores recebem nos contratos de remuneração e empréstimo, contribuem para a adoção das práticas de gerenciamento de resultados.

Apesar disso, Healy e Wahlen (1999) mencionam que os contratos de remuneração buscam alinhar os interesses da administração e dos *stakeholders*, uma vez que os gestores podem ser motivados a gerenciar os resultados a fim de influenciar seu pacote de remuneração resultante dos números contábeis reportados. Por outro lado, os contratos de empréstimos apresentam cláusulas restritivas que limitam as ações dos gestores para evitar o beneficiamento de outros *stakeholders* contrariamente ao interesse de seus credores.

Em relação aos contratos de remuneração estudos como o de Bergstresser e Philippon (2006), Panucci Filho e Carmona (2016), Harakeh, El-Gammal e Matar (2019), e Dal Magro, Dani e Klann (2019) verificaram que os Chief Executive Officers (CEOs) com remuneração variável gerenciaram os resultados por meio dos *accruals* discricionários com a finalidade de interferir em suas próprias remunerações variáveis.

No caso das motivações vinculadas aos contratos de empréstimos, o gerenciamento de resultados pode ser abordado sob a perspectiva *ex-ante* ou *ex-post*. De acordo com Schipper (1989) quando as empresas gerenciam os resultados com a finalidade de obter menor variância no lucro, a perspectiva considerada é a *ex-ante*, visto que a intenção é reduzir o risco do investimento e conseqüentemente o custo dos financiamentos. Por outro lado, na perspectiva *ex-post*, o objetivo é evitar a violação das cláusulas contratuais por meio do gerenciamento de resultados (Watts & Zimmerman, 1990). Desse modo, apesar das cláusulas contratuais atuarem como limitadoras dos investimentos e financiamentos, os administradores realizam escolhas contábeis que minimizam a probabilidade de inadimplência para não violar as cláusulas contratuais (Defond & Jiambalvo 1994).

Na perspectiva *ex-ante* os estudos de Nardi e Nakao (2009) e de Orazalin e Akhmetzhanov (2019) analisaram as motivações vinculadas aos contratos de empréstimos com a finalidade de reduzir os custos de financiamento. Na perspectiva *ex-post*, as pesquisas investigaram se os gestores foram motivados a gerenciar os resultados para evitar o

descumprimento das cláusulas contratuais (Franz, HassabElnaby, & Lobo, 2014; Dyreng, Hillegeist, & Penalva, 2020; Konraht & Colauto, 2021).

Nesse contexto, os contratos de dívida são relevantes, pois os credores adotam as informações contábeis para regular as atividades empresariais, seja pela exigência de desempenhos específicos ou pela imposição de limites aos investimentos e financiamentos (Beneish, 2001). O pressuposto, segundo o autor, está pautado nos incentivos fornecidos aos gestores pelos contratos de dívidas para elevar os ganhos, a fim de minimizar as restrições ou evitar possíveis custos decorrentes de violações contratuais.

As motivações regulamentares são caracterizadas pelos incentivos que os gestores de empresas monitoradas por agências de regulação recebem para contornar regulações específicas do setor por meio do gerenciamento de resultados (Healy & Wahlen, 1999). De acordo com Paulo (2007) o gerenciamento de resultados é realizado com a intenção de alcançar as metas específicas adotadas na mensuração dos riscos vinculados às atividades empresariais. Ou seja, as empresas reguladas por órgãos específicos são incentivadas a gerenciar os resultados se houver benefício em tal prática.

Estudos nacionais e internacionais analisaram a relação entre os incentivos regulatórios e o gerenciamento de resultados (Gill-de-Albornoz & Illueca, 2005; Silva, Galdi, & Teixeira, 2010; Rupp, 2021). Segundo Almeida e Almeida (2009) os temas mais pesquisados estavam vinculados aos fatores políticos, setoriais, fiscais e as agências reguladoras.

As pesquisas apresentadas nesta subseção com temas voltados aos incentivos que os gestores receberam para o gerenciamento de resultados são apresentados de forma resumida na Tabela 1. Tais incentivos são segregados em motivações vinculadas ao mercado de capitais, motivações contratuais e motivações regulamentares (Healy & Wahlen, 1999).

Tabela 1
Motivações e resumo dos principais temas e autores

Motivações	Principais Temas	Autores
Mercado de Capitais	Evitar a divulgação de resultados negativos	Burgstahler e Eames (2003), Roychowdhury (2006), Martinez (2008), Reis et al. (2015), e Santana e Sarquis (2021)
	Atender às expectativas dos analistas	Dhaliwal et al. (2004), Yu (2008), Martins et al. (2016), e Mota et al. (2017)
	Influenciar a percepção dos agentes econômicos	Almeida et al. (2013), Sincerre et al. (2016), e Ali e Bansal (2021)
Contratuais – Remuneração	Interferir em suas remunerações variáveis	Bergstresser e Philippon (2006), Panucci Filho e Carmona (2016), Harakeh et al. (2019), e Dal Magro et al. (2019)

Continua

		Conclusão
Motivações	Principais Temas	Autores
Contratuais - Empréstimos	Reduzir os custos de financiamento	Nardi e Nakao (2009) e Orazalin e Akhmetzhanov (2019)
	Evitar o descumprimento das cláusulas contratuais	Franz et al. (2014), Dyreng et al. (2020), e Konraht e Colauto (2021)
Regulamentares	Reduzir a visibilidade política e estar classificada em setores regulados	Gill-de-Albornoz e Illueca (2005), Silva et al. (2010).
	Aprovação da SOX	Rupp (2021)

Fonte: Elaborado pela autora (2022).

Apesar das motivações para as práticas de gerenciamento de resultados (Tabela 1), Paulo (2007) menciona que esses incentivos podem estar relacionados a fatores distintos dos aspectos econômicos e financeiros da entidade, pois podem decorrer da reputação empresarial e da cultura organizacional, por exemplo. Nesse contexto, Healy (1996) afirma que ao longo dos anos, as empresas estão sujeitas aos mais variados incentivos que conduzem os gestores a adoção das práticas de gerenciamento de resultados.

2.2 RESTRIÇÕES FINANCEIRAS COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

As escolhas realizadas pelas entidades para financiar seus ativos por meio da utilização de recursos próprios ou de capitais de terceiros (Brito, Corrar, & Batistella, 2007) apresentam consequências importantes que podem interferir em seu valor e na riqueza de seus acionistas (Ross, Westerfield, Jordan & Lamb, 2013), ocasionando um conflito de escolha entre o risco e o retorno (Baker & Martin, 2011). Além disso, a assimetria de informações entre as partes pode ocasionar o racionamento de crédito devido ao excesso de demanda (Stiglitz & Weiss, 1981), bem como, alterar os custos de financiamento externo (Myers & Majluf, 1984).

As diferenças entre os recursos externos e internos decorrentes da assimetria informacional ocasionam as restrições financeiras (Fazzari et al., 1988). Segundo Kaplan e Zingales (1997) a assimetria informacional ou os problemas de agência elevam essas diferenças, provocando as restrições financeiras. Ainda segundo os autores, as empresas são consideradas restritas financeiramente se os custos ou a disponibilidade dos recursos externos dificultarem a realização de novos investimentos.

As restrições financeiras impulsionam as empresas a optarem por recursos internos como fonte de financiamento, uma vez que as imperfeições do mercado deixam os recursos

externos mais dispendioso que os recursos internos (Almeida, Campello, & Weisbach, 2004; Chen, Huang, & Chen, 2009). Almeida e Campello (2001) ainda mencionam que mesmo que as empresas estivessem dispostas a pagar um custo mais elevado para obter recursos de fontes externas, haveria um limite de fundos externos a disposição de empresas com restrições financeiras.

Portanto, a restrição financeira pode ser definida como um aumento nos custos do financiamento externo ou como maior dificuldade em obtê-los (Kaplan & Zingales, 1997). Para Portal, Zani e Silva (2012) as empresas qualificam-se como em restrição financeira a partir do momento em que realizam decisões subótimas de investimento devido à escassez de fontes internas e externas de financiamento, e conseqüentemente reduzem seu valor empresarial.

A restrição financeira também pode ser interpretada como pendências que impossibilitam as empresas de realizarem os investimentos desejados em função das restrições de crédito, incapacidade de obter empréstimo ou emitir ações, e falta de liquidez dos ativos (Lamont et al., 2001). Além do racionamento dos recursos, Aldrighi e Bisinha (2010) mencionam que as restrições podem acontecer por meio de um elevado prêmio de risco.

As restrições financeiras são determinadas por variáveis macroeconômicas e por fatores corporativos internos. No aspecto macro, as restrições são afetadas pelas políticas econômicas nacionais e por fatores internacionais que refletem na economia doméstica, por meio de variações nas taxas cambiais e Selic, por exemplo. Internamente, as restrições financeiras estão relacionadas principalmente às atividades operacionais e ao seu processo de tomada de decisão no que diz respeito aos investimentos, à governança corporativa e à seleção de mercado (Makosa, Jie, Bonga, Jachi, & Sitsha, 2021).

Com a finalidade de evitar restrições financeiras, minimizar as dificuldades de acesso ao crédito, e reduzir os custos dos financiamentos os gestores podem ser motivados a gerenciar os resultados contábeis empresariais (Camargo & Carvalho, 2020). As empresas com restrições financeiras também são motivadas a gerenciar positivamente os resultados, para evitar perdas ao relatar problemas financeiros (Park & Shin, 2004). Segundo Zendersky (2005) os gestores com dificuldade na captação de recursos também podem ser motivados a manipular os resultados para mitigar o risco ou a oscilação dos lucros, e conseqüentemente interferir na percepção dos investidores.

Desse modo, o gerenciamento de resultados pode ser utilizado para influenciar a percepção dos credores quanto ao risco e a capacidade de pagamento que as empresas

oferecem (Camargo & Carvalho, 2020). Nesse contexto, estudos como o de Linck, Netter e Shub (2013), Farrell, Unlu e Yu (2014), Hao e Li (2016), Nasab e Shafii (2015), Abdia (2018), Tortoli e Moraes (2018), Chang, Kao e Chen (2018), e Mangen (2020), apresentaram uma associação entre o gerenciamento de resultados e restrições financeiras.

Chang et al. (2018) analisaram as empresas da I/B/E/S e da CRSP no período de 1989 a 2014. Os resultados indicaram que as empresas que gerenciaram os resultados por meio de atividades reais com a finalidade de atender ou superar as previsões dos analistas apresentaram reservas de caixa menos valiosas, em comparação as empresas que não manipularam os resultados. Os autores também observaram que as empresas que realizaram o gerenciamento apresentaram deterioração do valor da liquidez de caixa, sendo este fato mais evidenciado em empresas com restrições financeiras. Além disso, o efeito das restrições financeiras elevou os custos do uso do gerenciamento de resultados reais, bem como, os benefícios de manter o caixa.

Linck et al. (2013) analisaram as empresas do Centro de Pesquisa em Preços de Valores Mobiliários (CRSP) e da *Compustat*, no período de 1987 a 2009. De acordo com os resultados, as empresas com restrições financeiras e com boas oportunidades de investimento apresentaram *accruals* discricionários significativamente mais elevados antes de realizar o investimento, em comparação às empresas sem restrições financeiras. Além disso, as empresas restritas com *accruals* elevados apresentaram retornos de anúncio de lucros maiores, adquiriram mais capital e financiamento de dívida, e investiram mais em projetos que melhorassem o desempenho, em comparação as empresas restritas com baixos *accruals*.

Para verificar o impacto das restrições financeiras sobre a decisão de se envolver em recompras cumulativas, além de averiguar como as restrições interferem nas formas de gerenciar os resultados, Farrell et al. (2014) considerou o período de 1983 a 2011 para análise. Os resultados apontaram que as empresas restritas financeiramente são menos propensas a realizarem recompras de ações com o objetivo de gerenciar os resultados. Por outro lado, para as empresas mais propensas a se envolverem em gerenciamento de resultados, as restrições financeiras elevaram o uso dos *accruals* discricionários. Além disso, observaram que as restrições financeiras interferem na escolha dos mecanismos de gerenciamento de resultados.

Mangen (2020) analisou as empresas norte-americanas envolvidas em aquisições no período de 1996 a 2014, compondo uma amostra de 753 aquisições. De acordo com os resultados, no exercício anterior à aquisição, os adquirentes com restrições não demonstraram níveis mais elevados de gerenciamento, em relação aos adquirentes sem restrições. Adicionalmente o autor analisou o uso do *earnout*, constatando que sua utilização em

aquisições internacionais e diversificadas conduzem a menores níveis de gerenciamento de resultados por meio de despesas discricionárias.

Hao e Li (2016) analisaram as empresas inovadoras com patentes no banco de dados de patentes NBER, no período de 1988 a 2006. Segundo os autores, as empresas com restrições financeiras apresentaram *accruals* discricionários maiores em comparação as empresas sem restrições financeiras. Os *accruals* discricionários também estavam positivamente relacionados ao financiamento externo futuro, aos investimentos com pesquisa e desenvolvimento; ao número e citações de patentes; e ao desempenho operacional.

Para verificar o efeito dos *accruals* discricionários em empresas com restrições financeiras, Nasab e Shafii (2015) analisaram as empresas listadas na Bolsa de Valores de Teerã, durante o período de 2006 a 2012. A partir dos resultados, os autores concluíram que o gerenciamento de resultados auxiliou as empresas restritas na obtenção de financiamentos, minimizou as restrições e elevou o valor da entidade. Além disso, as empresas restritas com altos níveis de *accruals* discricionários apresentaram retornos de anúncios de lucros maiores, em comparação as empresas restritas com baixos níveis de *accruals*.

Abdia (2018) também analisou o nível de *accruals* discricionários de empresas restritas financeiramente com intenção de obter financiamento, porém acrescentou a essa relação, a influência do ambiente contábil. O período de análise compreendeu os anos de 1992 a 2015. De acordo com os resultados, o ambiente contábil interferiu no uso dos *accruals* discricionários por empresas com restrições financeiras com oportunidades de investimento positivas, com a finalidade de facilitar a captação de recursos.

Considerando que as restrições financeiras estão associadas aos elevados custos para obtenção do capital externo, sendo caracterizadas pelo racionamento ao crédito (Kaplan & Zingales, 1997; Lamont et al., 2001; Camargo & Carvalho, 2020), e ainda que há um limite de fundos externos à disposição de empresas restritas financeiramente (Almeida & Campello, 2001), considera-se, portanto, uma relação não linear entre o índice de endividamento, ou seja, entre as restrições financeiras e os níveis do gerenciamento de resultados. Isso ocorre, pois Thanh, Canh e Ha (2020) mencionam que os diferentes níveis de financiamento da dívida conduzem a diferentes níveis de gerenciamento de resultados.

Nesse contexto, Mu, Wang e Yang (2017) mencionaram que as empresas com elevados índices de dívida tendem a obter melhoras no retorno do patrimônio em função dos benefícios fiscais, conduzindo a uma redução da pressão dos acionistas para gerenciar os resultados. Por outro lado, se os índices de dívida aumentarem além de um determinado nível, os gestores podem comportar-se de maneira oposta, adotando práticas de gerenciamento de

resultados, em função da elevação dos custos. Portanto, os gestores devem estar atentos aos níveis ótimos de endividamento adotados, para que esses auxiliem as empresas a reduzir os riscos de falência.

No que diz respeito a relação entre o índice de endividamento e o gerenciamento de resultados, Thanh et al. (2020) investigou 432 empresas vietnamitas listadas na Bolsa de Valores de Ha Noi e de Ho Chi Minh, no período de 2006 a 2017. Os resultados demonstraram uma relação não linear, indicando um efeito positivo quando constatado baixo endividamento, enquanto altos níveis de endividamento conduziram a reduções nas práticas de gerenciamento de resultados.

Ardison, Martinez e Galdi (2012) verificaram a relação entre o índice de alavancagem e o gerenciamento de resultados de empresas brasileiras listadas na BMF&Bovespa no período de 1994 a 2010. De acordo com os resultados o índice de alavancagem não apresenta relação linear com o gerenciamento de resultados. Segundo os autores, o aumento do endividamento pode ocasionar a redução dos gastos discricionários e conseqüentemente do gerenciamento de resultados por *accruals*. Ao analisar o período de 2002 a 2011 Barros, Menezes, Colauto, Teodoro (2014) também encontraram uma relação negativa entre as variáveis. Segundo os autores, o rigor nas regras de monitoramento, aplicadas na captação de recursos, podem atuar como inibidoras das práticas de gerenciamento de resultados.

Orazalin e Akhmetzhanov (2019) analisaram as empresas públicas listadas nas Bolsa de Valores do Cazaquistão, de 2011 a 2016. Os resultados evidenciaram que os gestores realizaram o gerenciamento de resultados a fim de interferir no custo da dívida. No entanto, a relação entre tais variáveis foi negativa. Os autores também constataram que a qualidade da auditoria conduz a custos de dívidas menores, mas não interfere no gerenciamento de resultados.

Do mesmo modo, Gandía e Huguet (2021) encontraram uma relação negativa entre os maiores níveis de *accruals* discricionários e o custo da dívida, ao examinar as PMEs espanholas no período de 2013 a 2019. Os resultados sugerem que as PMEs utilizam os *accruals* discricionários com propósitos oportunistas. Por outro lado, quando os autores consideraram o efeito combinado de ambas as variáveis, os resultados apontaram que para as empresas auditadas, os *accruals* discricionários não apresentaram relevância no custo da dívida.

2.3 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E OS CENÁRIOS ECONÔMICOS

2.3.1 Gerenciamento de Resultados e Crises Econômicas

A crise econômica é vista como uma ameaça as empresas, pois altera significativamente o comportamento do consumidor, reduzindo a procura por bens e serviços, além de interferir nas operações empresariais (Afthonidis & Tsiotras, 2014). A crise econômica também é caracterizada como uma perturbação econômica derivada do desequilíbrio entre produção e consumo (Sandroni, 1994), que resulta em redução do nível de produção industrial, aumento da taxa de desemprego, redução do lucro e dos investimentos (Becker, Mahlendorf, Schäffer, & Thaten, 2016).

As crises econômicas tendem a ser ocasionadas pelas inconsistências mercadológicas, que são intensificadas por fatores diversos. Por isso, as crises econômicas estão intimamente relacionadas à oferta e demanda, influenciando diretamente as empresas. Segundo Flores et al. (2016) as crises podem derivar das falhas existentes no mercado financeiro, como por exemplo, as imperfeições na infraestrutura dos países. Portanto, pode-se afirmar que as crises econômicas são motivadas por fatores financeiros, políticos ou sociais.

Para Silva e Paulo (2017) as crises econômicas estão relacionadas as oscilações negativas no nível dos negócios devido aos períodos de escassez de produção, comercialização e consumo de produtos e serviços. No entanto, as consequências da crise não interferem igualmente os diversos setores da economia, visto que, alguns setores podem ser beneficiados em momentos de recessão econômica. Segundo Flores et al. (2016), as crises também podem iniciar uma expansão dos meios de produção.

As principais crises mundiais ocorridas entre 1984 e 2010 foram relacionadas por Berger e Bouwman (2013). Segundo os autores as crises foram elencadas em: crash do mercado de ações (1987), crise do crédito (1990-1992), crise da dívida russa (1998), a crise da bolha da Internet e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001 (2000 - 2002), e a crise dos empréstimos Subprime (2007 – 2009).

No Brasil, as principais crises foram representadas pelo colapso cambial (1999) e pela crise brasileira de 2002. O país também vivenciou uma grande recessão econômica de 2015-2016, da qual ainda não se recuperou (Feijó, Araújo, & Bresser-Pereira, 2022). Mesmo estando em processo de recuperação econômica, o país enfrentou em 2020 uma nova crise que desaqueceu a economia mundial, em decorrência da pandemia da Covid-19.

A nova crise vivenciada pelo mundo em 2020 foi considerada como a maior crise existente desde a Segunda Guerra Mundial (Melo & Cabral, 2020). A pandemia da Covid-19 é considerada uma crise global de saúde pública, que apresentou efeitos sociais e econômicos consideráveis tendo como reflexos a diminuição do PIB e o aumento do desemprego (Campos & Miranda, 2021). A queda do PIB reflete as dificuldades que as empresas estão enfrentando como redução da demanda e da oferta de insumos (Wilson, 2020).

Na maioria dos países, o número de pessoas infectadas pelo vírus cresceu rapidamente, sendo necessário adotar medidas de isolamento social e *lock down* para tentar conter tal avanço. Todavia, essas medidas apresentaram impactos econômicos negativos, como por exemplo, a perturbação econômica empresarial e a redução de receitas (Borges, 2020; Williams & Kayaoglu, 2020). No Brasil, os segmentos e serviços mais afetados pela pandemia foram: produção e venda de veículos, produção de artigos para vestuário, comércio; hotelaria, alimentação fora do domicílio e serviços de transporte (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2020). Em relação ao segundo trimestre de 2021, os setores de construção, comércios e serviços apresentaram destaques positivos, com exceção da indústria de transformação que continuou sendo impactada negativamente pela falta de insumos e elevação dos custos de transporte e de energia elétrica (Ipea, 2021).

Desse modo, as crises como a do Covid-19 criam um ambiente vulnerável e instável em todos os aspectos, sejam biológicos, econômicos ou sociais que influenciam diretamente as empresas (Câmara, Pinto, Silva, & Gerhard, 2020), gerando preocupações quanto à sua continuidade. Além disso, durante as crises econômicas, a oferta de empréstimos é reduzida, determinando a capacidade de endividamento das empresas. Tal limitação imposta, pode interferir no desenvolvimento empresarial, visto que durante as crises, as empresas podem necessitar de forma mais intensas dos recursos externos, devido à dificuldade em gerar recursos internos (Zeitun et al., 2017).

Asel et al. (2011) mencionam que a crise econômica eleva a incerteza e exige dos gestores ações imediatas e de curto prazo, devido a redução do tempo hábil para tomada de decisão. Além da tomada de decisões em tempo hábil, os gestores precisam garantir que essas decisões permitam a continuidade das entidades, de modo que elas alcancem os objetivos estratégicos estabelecidos.

Devido a este cenário, os gestores podem procurar meios de melhorar o fluxo de caixa empresarial para continuar com as atividades operacionais. Dentre as opções para manter o fluxo de caixa e financiar as operações internas das entidades, os gestores podem optar pela constituição de reservas de contingência e por alterações na política de dividendos

(Leite, Pamplona, Silva, Brandt, & Schlotefeldt, 2020). Azizah (2021) também mencionou que a instabilidade financeira ocasionada pela pandemia Covid-19 pode ter impactado as ações dos gestores para adotarem as práticas de gerenciamento de resultados, tendo em vista que os gestores esperam ser bem avaliados por seu desempenho.

Nesse contexto, Azizah (2021) verificou se houve diferença no gerenciamento de resultados entre o primeiro trimestre de 2019 (antes do Covid-19) e o primeiro trimestre de 2020 (período após Covid-19). A população foi composta por empresas de manufatura listadas na Bolsa de Valores da Indonésia. Para o autor, o nível do gerenciamento de resultados durante a pandemia foi inferior aos valores obtidos antes da Covid-19. Por outro lado, Xiao e Xi (2021) observaram que as empresas situadas nas regiões mais afetadas pela pandemia apresentaram maior probabilidade de gerenciar os resultados por meio dos *accruals* discricionários, ao invés de manipular os resultados por meio das atividades reais. Adicionalmente Xiao e Xi (2021) identificaram que as empresas comprometidas com a responsabilidade social corporativa e/ou auditadas pelos dez maiores auditores apresentaram menor envolvimento com o gerenciamento de resultados.

A pandemia da Covid-19 também interferiu nos prazos de entrega dos relatórios financeiros. Segundo Šušak (2020) as empresas listadas na bolsa de valores da República da Croácia, durante o período de 2015 a 2019 atrasaram a entrega dos relatórios financeiros. Tal atraso pode estar associado as práticas de gerenciamento de resultados, tendo em vista que as empresas poderiam estar ajustando as informações conforme as previsões econômicas pessimistas, a fim de inibir a deterioração da lucratividade futura.

Além dos estudos que relacionaram a pandemia da Covid-19 com o gerenciamento de resultados, estudos como o de Gorgan et al. (2012), Machado, Martins e Miranda (2012), Habib et al. (2013), Iatridis e Dimitras (2013), Filip e Raffournier (2014), Silva et al. (2014), Trombetta e Imperatore (2014), Arthur et al. (2015), Cimini (2015), Dimitras et al. (2015), Flores et al. (2016), Xu e Ji (2016), Moura et al. (2017), Tortoli e Moraes (2018), Paulo e Mota (2019), Türegün (2020), consideraram o contexto da crise econômica para verificar se as empresas gerenciaram os resultados para atender a propósitos específicos diante de situações adversas.

Gorgan et al. (2012) e Filip e Raffournier (2014) analisaram o gerenciamento de resultados das empresas europeias durante a crise econômica global (2008-2009) em comparação com períodos anteriores. O período de análise englobou os anos de 2006 a 2009. A amostra do primeiro estudo incluiu as 30 maiores empresas europeias listadas na *Global Fortune* 2009, enquanto o segundo estudo considerou as empresas localizadas em 16 países

européus, compondo uma amostra de 8.266 observações por ano. Os resultados indicaram uma redução significativa do gerenciamento de resultados durante a crise econômica. No entanto, Gorgan et al. (2012) ressaltaram que outros fatores podem ter contribuído com essa redução, como uma maior vigilância dos investidores, novas regulamentações, e investigações de instituições governamentais.

Arthur et al. (2015) analisaram a qualidade dos ganhos, mensurados pela qualidade dos *accruals* discricionários, de empresas europeias durante a crise financeira de 2008 a 2010. Os resultados apontaram que em média, as empresas gerenciaram menos os resultados durante a crise financeira, além de apresentarem informações contábeis de maior qualidade. Cimini (2015) também constatou uma redução no gerenciamento de resultados após o estouro da crise financeira, ocorrido em 2008, para a maioria dos países europeus. Segundo o autor essa redução pode ter sido ocasionada pelos incentivos realizados para atrair potenciais investidores por meio de relatórios qualidade.

Iatridis e Dimitras (2013) pesquisaram como a crise econômica influenciou a manipulação de resultados e o *value relevance* das informações relatadas por empresas auditadas por uma *Big Four*. A amostra foi composta por empresas listadas em Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha. Os períodos de análise foram segregados em pré-crise (2005-2007) e crise (2008-2011). Os resultados evidenciaram que Portugal, Itália e Grécia apresentaram maior propensão em gerenciar os resultados. A Irlanda apresentou menores evidências da adoção de tais práticas. Enquanto a Espanha apresentou resultados conflitantes.

Xu e Ji (2016) verificaram se as empresas chinesas gerenciaram resultados durante a crise financeira global, ocorrida em 2008. Para realização da pesquisa os autores consideraram o período de 2004 a 2009. Os autores constaram que as empresas gerenciaram os resultados durante o período da crise financeira global. Türegün (2020) também verificou o impacto da crise de 2008, ao analisar as empresas de manufatura listadas na Bolsa de Valores de Istambul. Os resultados indicaram uma redução no gerenciamento de resultados no período de crise (2009-2010), que pode ser justificada pela aceitação de menor desempenho pelo mercado e maior observação das autoridades. No período pós-crise (2011-2012) identificou-se um aumento do gerenciamento de resultados, justificado pelo comportamento restrito durante a crise financeira.

No Brasil, Silva et al. (2014) investigaram se as empresas listadas na [B]³ gerenciaram os resultados em períodos de crises econômicas. A amostra foi composta por 3.772 observações, considerando o período de 1997 a 2009. De acordo com os resultados a crise motivou os gestores a adotarem práticas de gerenciamento de resultados com a

finalidade de minimizar ou maximizar os ganhos. Moura et al. (2017), apesar de não encontrarem significância estatística, também constataram que em períodos de estresse econômico (2008-2009) o gerenciamento de resultados tende a ser maior, em comparação aos períodos sem crise (2010-2015).

A influência do ambiente econômico nas práticas de gerenciamento de resultados das empresas brasileiras de capital aberto também foi analisada por Paulo e Mota (2019), considerando o período de 2000 a 2015. Dentre os resultados obtidos, os autores verificaram que os gestores gerenciaram os resultados, por meio dos *accruals* em períodos de contração econômica e reduziram tais práticas em momentos de recuperação da economia. Quanto ao gerenciamento de resultados por meio das decisões operacionais, observaram que os gestores reduziram seu nível nas fases de recessão e contração.

Estudos como o de Machado et al. (2012) e Flores et al. (2016) também analisaram as empresas brasileiras, mas incluíram em sua análise a comparação com as empresas americanas. Machado et al. (2012) averiguou o gerenciamento de resultados do setor manufatureiro comparando o período de expansão econômica (2007) com o de recessão (2009). Os resultados indicaram que a redução da atividade econômica incentivou a acumulação discricionária negativa, a fim de maximizar a lucratividade futura ou minimizar os efeitos do gerenciamento realizado anteriormente. Já Flores et al. (2016) analisaram as empresas brasileiras (1998-2009) e as empresas listadas na NASDAQ e NYSE (1998-2010). Em períodos de crises constaram que as empresas estavam mais motivadas a gerenciar os resultados, revertendo os *accruals* discricionários, a fim de melhorar os ganhos da empresa.

Adicionalmente, Habib et al. (2013) analisaram as práticas de gerenciamento de resultados de empresas com dificuldades financeiras listadas na Bolsa de Valores da Nova Zelândia, além de verificarem se essas práticas sofreram alterações durante a crise financeira global (2008-2011). Os resultados indicaram que as empresas em dificuldades financeiras manipularam os resultados com a finalidade de reduzir os lucros. No entanto, tal manipulação não sofreu alterações consideráveis durante o período de crise financeira. Por fim, os autores verificaram que durante o período de crise financeira, o mercado considerou os *accruals* discricionários apenas como informativos.

Dimitras et al. (2015) também analisaram como a crise financeira afetou as empresas em dificuldades financeiras e a adoção de práticas de gerenciamento de resultados. O mesmo período e amostra utilizada no estudo de Iatridis e Dimitras (2013) foram utilizados, indicando que as empresas em dificuldades financeiras, auditadas por uma *big four*, exibiram menores *accruals* discricionários e maior qualidade nos relatórios financeiros. Os resultados

também demonstraram que durante a crise, as empresas gregas e espanholas reduziram o gerenciamento de resultados.

Por fim, Tortoli e Moraes (2018) verificaram a relação entre crises financeiras e os *accruals* discricionários das empresas públicas na América Latina, considerando os efeitos das restrições financeiras. O período de análise variou de 2001 a 2016. Durante os períodos de crise, os autores observaram uma redução do gerenciamento de resultados, resultando em informações com melhor qualidade. No entanto, ao considerar os efeitos das restrições financeiras sobre tal relação, constatou-se que as empresas com restrições financeiras intensificaram as práticas de gerenciamento de resultados, pois foram mais afetadas pelas crises financeiras.

2.3.2 Gerenciamento de Resultados e os Cenários Econômicos

A política monetária é caracterizada por um conjunto de medidas capazes de maximizar o bem-estar da sociedade (Gameiro, Soares, & Sousa, 2011), visando a estabilidade macroeconômica (Fonseca, 2008). No entanto, faz-se necessário compreender os mecanismos de transmissão da política monetária, realizando uma avaliação precisa do *timing* e das repercussões econômicas, para que a mesma seja eficaz (Mishkin, 1995). Portanto, a política monetária influencia a demanda agregada (Romer, Romer, Goldfeld, & Friedman, 1990), pelo menos no curto prazo, conforme observado por Bernanke e Gertler (1995).

Os movimentos de política monetária propagam-se para a economia por meio dos mecanismos de transmissão da política monetária. Segundo Taylor (1995) por meio dos mecanismos de transmissão, as decisões relacionadas à política monetária são propagadas em variações no PIB real e na inflação. Os mecanismos de transmissão da política monetária são representados especialmente pelo canal das taxas de juros, canal do câmbio, canal do crédito, canal do valor de ativos (Mishkin, 1995) e canal das expectativas inflacionárias.

Apesar da diversidade de mecanismos de transmissão da política monetária, este estudo considera apenas o canal da taxa de juros e o canal do câmbio em suas análises, visto que para compor os cenários de política econômica considerou-se a taxa Selic e a taxa de câmbio. A taxa Selic é o principal instrumento de política monetária utilizada pelo Banco Central para controlar a inflação, pois influencia todas as taxas de juros do país, afetando o nível de preços e a atividade econômica (Mendonça, 2001). Conforme divulgado pelo Banco Central do Brasil, a Selic expressa a taxa de juros básica da economia.

No canal da taxa de juros, ao considerar um aumento na oferta da moeda, as taxas de juros reais sofrem reduções, incentivando os investimentos empresariais, bem como, os gastos dos consumidores com itens sensíveis à taxa de juros (bens duráveis e moradia). Em decorrência dos aumentos dos investimentos empresariais e dos desembolsos realizados pelos consumidores, observa-se um aumento sobre a renda.

Por outro lado, em política monetária contracionista, as taxas de juros reais são elevadas, aumentando o custo do capital. Devido a esses aumentos, observa-se uma redução nos gastos com investimentos, tendo em vista que a demanda agregada e a produção reagem negativamente à política monetária contracionista (Mishkin, 1995). Para Taylor (1999) a taxa de juros é considerada um dos mecanismos mais importantes para a economia, uma vez que a taxa de juros impacta significativamente os gastos de consumo e de investimento.

Em relação à taxa de câmbio Tomazzia e Meurer (2009) mencionaram que por meio dela também é possível identificar a inflação de um país, visto que a taxa de câmbio representa o preço de uma moeda estrangeira em comparação a uma moeda nacional. Nesse aspecto, o canal do câmbio, representado pela taxa de câmbio real, interfere na competitividade e nas exportações líquidas, sendo considerado um dos principais mecanismos de transmissão da política monetária (Couto & Meurer, 2017), devido à sua influência na economia doméstica (Taylor, 1999).

De acordo com Barboza (2015) o canal da taxa de câmbio é mais relevante para economias com taxa de câmbio flutuante e livre movimentação de capitais, pois transmite os estímulos monetários por meio das alterações nas exportações líquidas e nos preços dos bens comercializados no mercado internacional. Segundo o autor, as modificações nos preços dos bens comercializados internacionalmente interferem diretamente na taxa de inflação, uma vez que a elevação na taxa de juros tende a reduzir a taxa de câmbio nominal e real, e como consequência, o valor dos bens e serviços importados tornam-se mais baratos em moeda doméstica.

Além de estar entre os principais mecanismos de transmissão, a taxa de câmbio exerce um papel fundamental em economias com regimes de metas de inflação, como ocorre no Brasil. Para Mendonça (2001), uma política monetária contracionista representada pelo aumento na taxa básica de juros favorece a entrada de capital externo na economia apreciando a moeda doméstica. Desse modo, observa-se uma redução das exportações líquidas, ocasionando uma queda na demanda agregada, e conseqüentemente, aliviando a pressão inflacionária.

Considerando que a elevação das taxas de juros proporciona uma apreciação da moeda local, diversos países optaram pela política de juros altos em períodos de crises cambiais com a intenção de proteger a sua moeda. No entanto, cabe mencionar que na visão não tradicional, o aumento na taxa de juros também pode ocasionar a depreciação da moeda (Couto & Meurer, 2017).

Em cenários de crise econômica, bem como, em momentos de expansão econômica, a apresentação tempestiva dos relatórios financeiros pelas empresas é onerosa. Além disso, devido à reputação empresarial e ao cumprimento de metas, os gestores são motivados a realizarem escolhas contábeis que evitem a divulgação de perdas (Sticca, 2018). Ou seja, os gestores são motivados a adotarem práticas de gerenciamento de resultados para divulgar melhores resultados para os investidores e analistas.

Em relação às taxas de juros, os gestores são incentivados a gerenciar os resultados antes da elaboração de um contrato de empréstimo com a finalidade de elevar sua capacidade, obtendo valores maiores de empréstimo, taxas de juros menores, bem como, menores custos de contratação. Isso ocorre, pois os empréstimos e as taxas de juros são aprovados principalmente com base nas condições financeiras das entidades, divulgadas por meio dos relatórios contábeis (Bowen et al., 1981; Watts & Zimmerman, 1986; Frame et al., 2001).

Nesse contexto, na intenção de evitar violações dos contratos de dívida, as empresas são motivadas a gerenciar os resultados para baixo, a fim de obter concessões dos credores. Apesar das instituições bancárias possuírem a opção de negar a concessão e solicitar a liquidação para a recuperação da dívida, os credores preferem reestruturar a dívida ao fornecer um prazo maior para pagamento, ou ainda, reduzindo as taxas de juros (Asquith, Gertner, & Scharfstein, 1994). Segundo Shleifer e Vishny (1992) as instituições bancárias adotam essa postura, pois acreditam que os ativos apresentariam um valor realizável baixo, durante as crises econômicas.

Gravatá, Klotzle, Pinto e Silvaa (2014) analisaram se os credores percebem e precificam o nível de assimetria informacional ocasionado pelo gerenciamento de resultados em função da taxa de juros exigida. A amostra compreendeu 59 empresas brasileiras de capital aberto, para o período de 1996 a 2011. Os resultados indicaram que as empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados apresentaram maior custo da dívida, pois os credores consideram que as empresas possuem menor capacidade de pagamento e por isso elevam as taxas de juros exigidas.

Mafrolla e D'Amico (2017) verificaram que as pequenas e médias empresas localizadas na Itália, Portugal e Espanha gerenciaram os resultados com a intenção de

melhorar sua capacidade de endividamento, sendo tal relação fortalecida após a introdução do regulamento Basileia II. O período de análise considerou os anos de 2002 a 2012. Os autores também identificaram um efeito positivo ou nulo do gerenciamento de resultados sobre os custos dos empréstimos, indicando que o rigor da crise de crédito conduziu as empresas a adquirirem empréstimos maiores, mesmo com as taxas de juros excessivas.

No que diz respeito à taxa de câmbio, Chang et al. (2013) mencionaram que a volatilidade decorrente dos movimentos da taxa de câmbio, incentivam as empresas a adotarem práticas de gerenciamento de resultados para reduzir a exposição cambial. Nesse contexto, Santos e Paulo (2006) analisaram se as empresas brasileiras gerenciaram os resultados por meio do diferimento das perdas cambiais em 1999 e 2001. Os resultados decorrentes da análise de histograma e dos testes não-paramétricos indicaram que as empresas que optaram pelo diferimento das perdas cambiais apresentaram fortes indícios de gerenciamento de resultados com a finalidade de evitar a divulgação de resultados negativos.

Sticca (2018) também analisou as empresas brasileiras, mas considerou como período os exercícios de 2010 a 2017. De acordo com os resultados o elevado nível de exposição financeira ao risco cambial, bem como, o ambiente cambial volátil conduz as empresas a contabilizar as perdas cambiais diferidas em outros resultados abrangentes. Segundo o autor, tal fato sugere que o lucro efetivo das empresas não foi apresentado adequadamente, indicando a adoção das práticas de gerenciamento de resultados, com a finalidade de evitar perdas.

Chang et al. (2013) e Lock et al. (2019) investigaram a relação entre os movimentos da taxa de câmbio e o gerenciamento de resultados contábeis e como isso afeta os retornos das ações das empresas. Chang et al. (2013) selecionou as empresas não financeiras listadas na Compustat no período de 2000 a 2011, enquanto Lock et al. (2019) considerou o período de 2012 a 2016, abrangendo as empresas listadas na Malásia. De acordo com os resultados, as empresas adotaram práticas de gerenciamento de resultados positivas quando foram impactadas pelo enfraquecimento das taxas de câmbio (Lock et al., 2019). O gerenciamento de resultados também auxiliou as empresas a minimizarem a exposição de retornos de ações ao risco cambial (Chang et al., 2013), influenciando positivamente os retornos anuais das ações (Lock et al., 2019).

Desse modo, as flutuações inesperadas nas taxas de câmbio interferem nos fluxos de caixa da empresa, nos lucros e, conseqüentemente, no valor de mercado (Chang et al., 2013), motivando as empresas a gerenciarem os resultados. Outro fator que pode contribuir para adoção de tais práticas no cenário brasileiro, está relacionado às particularidades da economia

brasileira que modificam e condicionam a operacionalização da política monetária (Barboza, 2015).

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

As intervenções nos relatórios financeiros com propósitos específicos são caracterizadas pelo gerenciamento de resultados (Schipper, 1989; Scott, 2012), estando tal prática mais evidente em empresas que apresentaram desempenhos extremos (bons ou ruins) (Beneish, 2001). Cabe mencionar que o julgamento dos gestores na elaboração dos relatórios financeiros é possível por conta da subjetividade proporcionada pelas normas contábeis. Desse modo, os gestores podem ser motivados a gerenciar os resultados com a intenção de ludibriar as partes interessadas quanto às condições econômicas e financeiras das empresas, ou ainda para intervir nos resultados contratuais que decorrem das informações declaradas (Healy & Wahlen, 1999; Mohanram, 2003).

Nesse aspecto, as empresas com restrições financeiras possuem pendências que dificultam a realização de novos investimentos (Lamont et al., 2001). Por conta das restrições financeiras as empresas observam um aumento nos custos de financiamento externo, além de encontrarem dificuldades em obtê-los (Kaplan & Zingales, 1997). Considerando que as práticas de gerenciamento de resultados podem ser adotadas para influenciar a percepção dos credores e interferir na capacidade de pagamento das empresas, reduzindo os problemas de acesso ao crédito e os custos dos financiamentos (Camargo & Carvalho, 2020), as empresas com restrições financeiras podem ser motivadas a gerenciar seus resultados contábeis por meio dos *accruals* discricionários (Linck et al., 2013; Farrell et al., 2014).

No entanto, a depender do nível de restrição financeira em que a empresa se encontra, os incentivos vinculados à adoção das práticas de gerenciamento de resultados, podem não corresponder aos propósitos atuais da entidade. Por não estarem alinhados aos propósitos da entidade, por vezes, as empresas evitariam manipular os resultados contábeis, a fim de não incorrer em riscos desnecessários. Thanh et al. (2020) mencionam que as empresas com baixos níveis de dívida, arcam com menores custos de dificuldades financeiras, recebendo mais incentivos para gerenciar os resultados. Por outro lado, para as empresas com altos níveis de endividamento, observa-se termos mais rigorosos no contrato de dívida e maior monitoramento dos credores, limitando as práticas de gerenciamento de resultados.

Nesse contexto, Thanh et al. (2020) declaram que existe um nível ótimo de endividamento e que o aumento da dívida além desse nível reduz os incentivos dos gestores a gerenciarem os resultados. Por isso, as empresas deveriam escolher níveis ótimos de endividamento com o propósito de reduzir os riscos de falência (Thanh et al., 2020). Considerando que as empresas restritas observam um aumento nos custos de financiamento externo, além de encontrarem dificuldades em obtê-los (Kaplan & Zingales, 1997), infere-se que os diferentes níveis de restrição financeiras conduzem a diferentes níveis de gerenciamento de resultados em função da dinâmica de transição, assim como observado por Thanh et al. (2020) na relação entre o endividamento e o gerenciamento de resultados.

No entanto, como os estudos que discorrem sobre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, indicam que as empresas com restrições financeiras gerenciam seus resultados por meio dos *accruals* discricionários (Linck et al., 2013; Farrell et al., 2014; Hao & Li, 2016), apresenta-se a primeira hipótese da pesquisa:

H₁: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por accruals.

A crise econômica apresenta efeitos consideráveis às empresas, pois altera o comportamento do consumidor, reduzindo a busca por bens e serviços (Afthonidis & Tsiotras, 2014), restringe a produção industrial, eleva a taxa de desemprego, e reduz o lucro e os investimentos empresariais (Becker et al., 2016). Zeitun et al. (2017) menciona que a oferta de empréstimos é reduzida durante as crises, estabelecendo a capacidade de endividamento das empresas. Em função das incertezas ocasionadas pela crise econômica, as tomadas de decisões dos gestores precisam ser rápidas e de curto prazo, a fim de assegurar a continuidade das entidades (Asel et al., 2011).

Segundo Chia, Lapsley e Lee (2007) em períodos de crise as empresas gerenciaram os resultados para reduzir receitas. Enquanto Machado et al. (2012) afirmaram que o aumento da assimetria e a redução da atividade econômica incentivaram o gerenciamento de resultados para elevar a lucratividade futura ou reduzir os efeitos do gerenciamento de resultados de períodos anteriores. No entanto, cabe mencionar que alguns estudos encontraram resultados distintos ao observarem uma redução no gerenciamento de resultados em períodos de crise econômica, justificado pelas novas regulamentações, maior atenção dos investidores (Gorgan et al., 2012) e informações contábeis de maior qualidade (Arthur et al., 2015; Cimini, 2015; Türegün, 2020).

Com a finalidade de demonstrar que a intensidade da crise interfere no gerenciamento de resultados, Trombetta e Imperatore (2014) analisaram as empresas americanas listadas na Bolsa de Valores de Nova York durante o período 1996–2011. Os resultados indicaram que a relação entre crises financeiras e gerenciamento de resultados não é monotônica, pois observou-se uma redução do gerenciamento de resultados em momentos de baixa intensidade de crise e aumentos em momentos de crise extrema.

Desse modo, durante as recessões prolongadas, as empresas enfrentam uma forte pressão de liquidez devido às dificuldades de acesso ao crédito. Neste caso, as empresas restritas, que dependem do financiamento externo acabam sendo mais expostas aos efeitos adversos vinculados à falta de crédito. Por este motivo, as empresas com atritos de financiamento consideram o gerenciamento de resultados como uma saída para a política corporativa. Ao contrário das empresas irrestritas que não precisam tomar medidas para se proteger contra necessidades futuras de investimento e liquidez corporativa (Almeida et al., 2004; Bhaird, 2013).

Nesse contexto, como as crises econômicas são acompanhadas por recessões (Roubini & Mihm, 2010), as restrições financeiras acabam se intensificando em períodos de crise econômica (Almeida & Campello, 2010), elevando os incentivos para a realização do gerenciamento de resultados. Isto posto, apresenta-se a segunda hipótese da pesquisa:

H₂: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por accruals, quando moderado pelas crises econômicas.

A taxa de câmbio é um importante mecanismo de transmissão da política monetária, pois interfere nas exportações e conseqüentemente na economia doméstica (Taylor, 1999; Couto & Meurer, 2017). Em economias com taxa de câmbio flutuante, as alterações nos preços dos bens comercializados internacionalmente impactam diretamente na taxa de inflação (Barboza, 2015).

Devido à volatilidade resultante das variações da taxa de câmbio, as empresas podem ser motivadas a gerenciar os resultados contábeis com a finalidade de minimizar sua exposição cambial (Chang et al., 2013), e evitar a divulgação de resultados negativos (Santos & Paulo, 2006; Sticca, 2018). Para Chang et al. (2013) e Lock et al. (2019) as variações nas taxas de câmbio ocasionam a desvalorização da moeda, desse modo, as empresas são estimuladas a gerenciarem positivamente os resultados. Diante disso apresenta-se a terceira hipótese da pesquisa:

H₃: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por accruals, quando moderado pela taxa de câmbio.

Mishkin (1995) menciona que a política monetária contracionista conduz ao aumento da taxa de juros e do custo do capital, ocasionando a redução dos investimentos. Essa redução ocorre, pois a demanda agregada e a produção respondem negativamente à política monetária contracionista. Nesse contexto, os gestores são motivados a gerenciar os resultados contábeis com a finalidade de obter maiores empréstimos, visando também, a redução das taxas de juros e dos custos associados.

Outro fator que contribui para as empresas gerenciarem seus resultados em períodos de contração monetária está relacionado ao fato de que a condição financeira da empresa é um dos principais fatores analisados ao estabelecer as taxas de juros e conceder os empréstimos. Neste caso, como a situação financeira é divulgada por meio dos relatórios contábeis, diante do rigor existente durante a crise de crédito, os gestores são motivados a gerenciar os resultados para melhorar sua capacidade de endividamento (Bowen et al., 1981; Watts & Zimmerman, 1986; Frame et al., 2001; Mafrolla & D'Amico, 2017). Nesse contexto, apresenta-se a quarta hipótese da pesquisa:

H₄: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por accruals, quando moderado pela taxa de juros.

3 METODOLOGIA

Nesta seção apresenta-se o delineamento metodológico adotado para responder ao objetivo proposto neste estudo, evidenciando primeiramente a tipologia da pesquisa e o modelo operacional da tese. Em seguida, a população e amostra da pesquisa são identificados, bem como, a classificação das empresas em restritas e não restritas financeiramente. Após apresenta-se o modelo de estimação dos *accruals* discricionários, além de evidenciar as variáveis adotadas neste estudo e a técnica utilizada no tratamento dos dados.

3.1 MODELO OPERACIONAL DA TESE

Este estudo caracteriza-se como descritivo, pois analisa a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos, no período de 2010 a 2020. Quanto aos procedimentos de coleta de dados, a pesquisa é identificada como bibliográfica e documental (Martins & Theóphilo, 2009). Em relação à dimensão do tempo, essa pesquisa é classificada como longitudinal, adotando também uma abordagem quantitativa.

Para testar as hipóteses desenvolvidas de acordo com os objetivos dessa tese, elaborou-se um modelo operacional (Figura 2), em que se relacionam as empresas restritas financeiramente com o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos. Nessa figura, também se apresentam as variáveis empregadas, seu conceito e operacionalização, sintetizando seu encadeamento na investigação, conforme objetivo proposto.

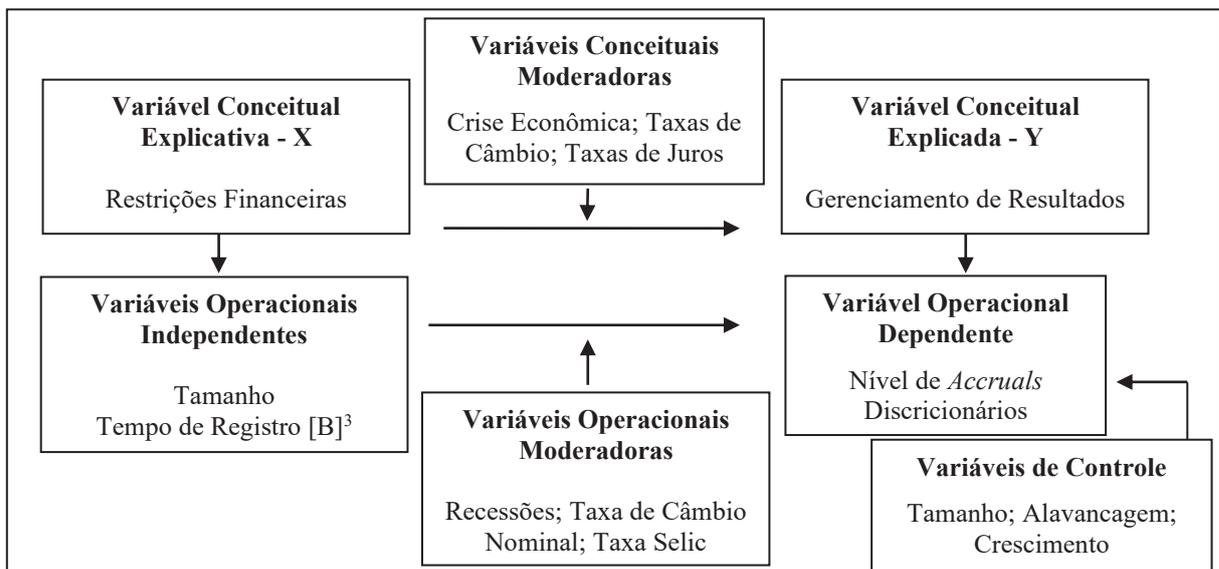


Figura 2. Estrutura Operacional da Tese
Fonte. Elaborado pela autora (2022).

De acordo com o objetivo proposto, a Figura 2 demonstra a relação da variável independente caracterizada pela restrição financeira, sobre a variável dependente representada pelo gerenciamento de resultados, sendo tal relação moderada pelas variáveis crises econômicas, taxas de câmbio e taxas de juros, considerando também a interferência das variáveis de controle sob essas relações.

Consoante com a Figura 2, a hipótese da pesquisa pressupõe que os diferentes cenários econômicos moderam a relação entre as restrições financeiras e os *accruals* discricionários das empresas listadas na [B]³. O estudo fundamenta-se na hipótese de que as empresas com restrições financeiras gerenciam os resultados por meio dos *accruals* com o objetivo de reduzir os riscos e os custos dos financiamentos, e conseqüentemente influenciar a percepção dos investidores. Considerando que as restrições financeiras são intensificadas em períodos de estresses econômicos, as empresas restritas podem apresentar maiores estímulos em adotar as práticas de gerenciamento de resultados nos cenários de crise econômica, de alta cambial e de elevação da taxa de juros.

3.2 POPULAÇÃO E SELEÇÃO DA AMOSTRA

A população da pesquisa considera as companhias brasileiras de capital aberto listadas na [B]³ no período de 2010 a 2020. Devido as particularidades vinculadas aos registros e procedimentos contábeis que podem interferir na mensuração das *proxies* adotadas neste estudo, as empresas do setor financeiros e os fundos de investimentos foram excluídas da amostra. Os critérios de seleção da amostra são evidenciados na Tabela 2.

Tabela 2
Seleção da amostra de empresas

Setor Econômico	População empresas	Exclusão de Empresas da População				Amostra	Obs. Total
		Setor Financ.	Fundos Invest	Ausência Info	Recuper Judicial		
Educacional	11			2		9	99
Materiais Básicos	39			16	2	21	231
Consumo Cíclico	70			35	1	34	374
Consumo Não Cíclico	36			9		27	297
Energia	15			6	1	8	88

Continua

Setor Econômico	Exclusão de Empresas da População					Conclusão	
	População empresas	Setor	Fundos	Ausência	Recup.	Amostra	Obs. Total
		Financ.	Invest.	Inf.	Judicial		
Financeiro	164	75	89			0	0
Saúde	19			13		6	66
Bens Industriais	63			29		34	374
Imobiliário	77			57	1	19	209
Tecnologia da Informação	32			24	1	7	77
Utilidade Pública	50			21		29	319
Total	576	75	89	212	6	194	2134

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Os critérios utilizados para compor a amostra de 194 empresas foram apresentados na Tabela 2. Conforme mencionado anteriormente, as empresas financeiras e os fundos de investimento foram desconsiderados da amostra, sendo excluídas 164 empresas. Posteriormente foram excluídas 212 empresas com ausência de informações. Essa ausência de dados significa que as empresas excluídas não apresentaram nenhuma informação no período de 2010 a 2020 para alguma variável relacionada ao modelo do gerenciamento de resultados, o que impossibilitaria a estimação dos *accruals* discricionários.

3.3 CLASSIFICAÇÕES DE RESTRIÇÕES FINANCEIRAS

Ao longo dos anos diversos estudos foram desenvolvidos com o propósito de estabelecer critérios para classificar as empresas em restritas e irrestritas financeiramente (Fazzari, Hubbard, & Petersen, 1988a; Kaplan & Zingales, 1997; Whited & Wu, 2006; Hadlock & Pierce, 2010). O estudo de Fazzari et al. (1988a) adotou como mensuração de restrições financeiras o índice de pagamento de dividendos. Por outro lado, Kaplan e Zingales (1997) utilizaram informações qualitativas, obtidas por meio dos relatórios 10-K. Enquanto Whited e Wu (2006) desenvolveram um índice de restrições de financiamento externo.

Apesar das diferentes formas de classificar as empresas em restritas e não restritas financeiramente, Hadlock e Pierce (2010) verificaram os estudos de Kaplan e Zingales (1997), Almeida et al. (2004), e Whited e Wu (2006) para identificar a variável mais adequada para realizar a segregação das empresas de acordo com as restrições financeiras. Após analisar os estudos, Hadlock e Pierce (2010) identificaram que as variáveis tamanho e

idade apresentaram melhor significância nos resultados, sendo mais adequadas para classificar as empresas em restritas e não restritas financeiramente.

Considerando que Hadlock e Pierce (2010) identificaram que as variáveis tamanho e idade da empresa são preditores relevantes dos níveis de restrição financeira, a presente pesquisa utilizou as variáveis logaritmo natural do ativo total, como proxy para tamanho e tempo de registro na [B]³, como *proxy* para idade, a fim de classificar as empresas em restritas e não restritas financeiramente. Adicionalmente, a presente pesquisa também classificou as empresas de acordo com seus setores econômicos, pois segundo Kirch, Procianny e Terra (2014) os setores podem conter empresas com tamanhos distintos que podem interferir na classificação da restrição financeira.

Primeiramente, as empresas foram segregadas anualmente de acordo com seus setores econômicos, conforme recomendam Kirch et al. (2014). Segundo os autores, para diferenciar claramente as empresas restritas das não restritas, deve-se excluir, em cada ano, os setores compostos por menos de 5 empresas. Posteriormente, para cada ano e setor realizou-se a classificação das empresas em ordem crescente de tamanho e, em ordem crescente de idade (tempo de registro na [B]³).

Cabe mencionar ainda, que foi necessário dividir as empresas em decis para diferenciá-las quanto as restrições financeiras, tendo em vista que empresas recentes e menores possuem maior probabilidade de apresentar restrições financeiras ao contrário das empresas maiores e que estão consolidadas no mercado (Hovakimian & Titman, 2003; Almeida & Campello, 2007).

Por esse motivo, após estarem classificadas anualmente por setor, e em cada setor estarem distribuídas em ordem crescente de tamanho e idade, as empresas foram segregadas em decis. Para classificar as empresas em decis, adotou-se a metodologia proposta por Kirch (2012) e por Campos-Rasera (2019), a qual considera a divisão em quatro decis superiores e inferiores, em função do número considerável de observações que seriam excluídas da amostra, caso optassem pela divisão em três decis.

Desse modo, para cada ano e setor econômico, as empresas localizadas nos 4 decis inferiores (1º, 2º, 3º, e 4º) foram classificadas como restritas e aquelas empresas localizadas nos 4 decis superiores (7º, 8º, 9º, e 10º) foram consideradas não restritas. Segundo Campos-Rasera (2019) as observações do 5º e 6º decil não devem ser consideradas na obtenção da amostra para que exista uma distinção entre empresas restritas e não restritas financeiramente.

De posse dos dois grupos de classificação, procedeu-se a uma análise mais minuciosa para obter o número de observações finais. Primeiramente para aquelas empresas que não

apresentaram informações relacionadas ao tamanho ou a idade, considerou-se a informação existente para classificação do decil, ou seja, as empresas foram classificadas pelo critério tamanho ou pelo critério idade. Por outro lado, para aquelas empresas que apresentaram ambas as informações (tamanho e idade), considerou-se o decil vinculado à variável tamanho para considerar as observações relacionadas às empresas restritas e não restritas financeiramente. Posteriormente para operacionalizar as restrições financeiras, adotou-se uma *dummy*, sendo atribuído 1 para as empresas com restrições financeiras e 0 para as empresas não restritas financeiramente.

3.4 MODELO PARA ESTIMAR OS *ACCRUALS* DISCRICIONÁRIOS

O gerenciamento de resultados pode ser mensurado por vários modelos presentes na literatura acadêmica, dos quais, muitos consideram os *accruals* para realizar as análises, como por exemplo, Healy (1985), Dechow et al. (1995), Jones (1991), Kang e Sivaramakrishnan (1995), e Kothari et al. (2005). De acordo com esses modelos, os *accruals* discricionários (DA) são considerados *proxy* para o gerenciamento de resultados (Beckmann, Escobari, & Ngo, 2019), pois são os componentes que podem ser manipulados artificialmente para gerenciar os resultados contábeis (Kothari et al., 2005).

Os *accruals* discricionários (DA) foram mensurados por meio da diferença entre os *Accruals* Totais (TA) e os *Accruals* não Discricionários (NDA). Para estimar os *accruals* totais utilizou-se a abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa, visto que a abordagem do Balanço Patrimonial pode apresentar erros de estimativas. De acordo com Hribar e Collins (2002) uma parcela da variação nas contas do Capital de Giro são declarados erroneamente como *accruals*, pois estão relacionados a eventos não operacionais. Desse modo, essa distorção observada no cálculo dos *accruals* totais, conseqüentemente interfere na mensuração dos *accruals* discricionários, gerando resultados equivocados.

Nesse contexto, os *accruals* totais foram calculados por meio da abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa, obtidos por meio da diferença entre o Lucro Líquido e o Fluxo de Caixa Operacional, conforme Equação 1. Por outro lado, os *accruals* não discricionários estão relacionados aos lançamentos contábeis próprios das atividades da empresariais, sendo calculados por meio do modelo de Kothari et al. (2005), o qual inclui ao Modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) um intercepto e a variável retorno sobre o ativo (ROA) (Equação 2), a fim de controlar a influência da performance da empresa na

estimativa dos *accruals* discricionários. Na visão dos autores, essas inclusões minimizam os problemas de heterocedasticidade e de erros de estimação dos *accruals* discricionários.

Portanto, para obtenção dos *accruals* não discricionários, estimou-se os coeficientes $\hat{\alpha}_1, \hat{\beta}_1, \hat{\beta}_2, \hat{\beta}_3, \hat{\beta}_4$, representados pela Equação 3. Em seguida, os *accruals* discricionários, utilizados como *Proxy* para o gerenciamento de resultados, foram obtidos pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários (Equação 4).

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

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

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

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

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*;

$FCO_{i,t}$ = fluxo de caixa operacional da empresa *i* no final do período *t*;

$A_{i,t-1}$ = 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*;

$\Delta CR_{i,t}$ = variação das contas a receber da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*;

$PPE_{i,t}$ = soma do saldo bruto das contas do ativo imobilizado e intangível da empresa *i* no final do período *t*;

$ROA_{i,t}$ = lucro líquido dividido pelo ativo total, ou seja, retorno sobre o ativo da empresa *i* do período *t*;

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

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

Os resíduos da regressão representam os *accruals* discricionários, indicando que quanto maior for o intervalo entre o valor do resíduo e o número zero (positiva ou negativamente), maior será o nível de gerenciamento de resultados (Martinez, 2001). Desse

modo, os resíduos positivos indicam que as empresas estão tomando decisões discricionárias quanto a apresentação das demonstrações financeiras que elevam os *accruals* conduzindo a uma interpretação de manipulação das informações contábeis para aumentar os lucros obtidos. Por outro lado, os resíduos com valores negativos indicam que as empresas realizam escolhas que permitem que os *accruals* divulgados sejam inferiores ao estimado para a amostra. Ou seja, tais ações caracterizam o gerenciamento de resultados com a finalidade de reduzir os lucros empresariais (Chaves, 2021), indicando uma contabilidade conservadora.

3.5 OPERACIONALIZAÇÃO DAS VARIÁVEIS

O objetivo desta pesquisa é analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante de diferentes cenários econômicos. De modo a auxiliar na análise dessa relação, as variáveis independentes tamanho (TAM), alavancagem (ALAV), e crescimento (CRESC) foram adotadas por apresentarem potencial explicativo para a relação previamente estabelecida. As variáveis utilizadas para mensurar os *accruals* discricionários (variável dependente) e as variáveis independentes foram coletadas anualmente na plataforma EIKON da *Thomson Reuters*®. Por outro lado, as variáveis moderadoras, representadas pelos cenários econômicos, são constituídas pelas crises econômicas, taxas de câmbio e taxas de juros, obtidas por meio do CODACE, IPEA e Banco Central do Brasil, respectivamente. A Tabela 3 apresenta as variáveis de controle e moderadoras utilizadas neste estudo.

Tabela 3
Operacionalização das variáveis de controle e moderadora

Variáveis de Controle			
Variáveis	Operacionalização	Referências	Sinal esperado
Tamanho	Logaritmo natural do Ativo Total	Habib et al. (2013), Silva et al. (2014), Trombetta e Imperatore (2014), Flores et al. (2016).	Negativo
Alavancagem	(Passivo Circulante e não Circulante) Ativo Total	DeFond e Jiambalvo (1994), Habib et al. (2013), Trombetta e Imperatore (2014), Sincerre et al. 2016.	Positivo
		Ardison et al. (2012), Silva et al. (2014), e Arthur et al. (2015).	Negativo
Crescimento	$\frac{\text{Rec Líq}_{i,t} - \text{Rec Líq}_{i,t-1}}{\text{Rec Líq}_{i,t-1}}$	Iatridis e Dimitras (2013), Trombetta e Imperatore (2014), Sincerre et al. (2016).	Positivo

Continua

Conclusão

Variáveis Moderadoras			
Variáveis	Operacionalização	Referências	Sinal esperado
Crise econômica	<i>Dummy</i>	Silva et al. (2014), Moura et al. (2017), e Silva e Paulo (2017)	Positivo
Taxa de Câmbio	<i>Dummy</i>	Chang et al. (2013), Sticca (2018), e Lock et al. (2019)	Positivo
Taxa de Juros	<i>Dummy</i>	Gravatá et al. (2014) e Mafrolla e D'Amico (2017)	Positivo

Fonte: Elaborada pela autora (2022).

A variável tamanho (TAM) foi mensurada por meio do logaritmo natural do Ativo Total, sendo adotada nesta pesquisa como *proxy* para estimar o porte empresarial (Habib et al., 2013; Silva et al., 2014; Trombetta & Imperatore, 2014; Flores et al., 2016). Segundo Zimmerman (1983) as empresas de maior porte apresentam informações de maior qualidade. Desse modo, espera-se obter uma relação inversa entre o gerenciamento de resultados e o tamanho empresarial, visto que as grandes empresas apresentam maior qualidade nas informações relatadas (Zimmerman, 1983), menor variabilidade operacional e consequentemente menor variabilidade dos *accruals* (Gu, Lee, & Rosett, 2005). Além de possuírem menos incentivo ao gerenciamento de resultados devido aos custos políticos (Nardi e Nakao, 2009). Trombetta e Imperatore (2014) também mencionam que as empresas maiores costumam ser mais monitoradas pelo mercado e partes interessadas, o que pode dificultar a prática do gerenciamento de resultados. Desse modo, espera-se que o tamanho das empresas esteja negativamente relacionado com o gerenciamento de resultados.

Em relação à variável alavancagem (ALAV), pesquisas nacionais e internacionais demonstram que a relação esperada entre o gerenciamento de resultados e alavancagem é indeterminada, podendo sofrer alterações em período de crise econômica. De acordo com a Hipótese do Grau de Endividamento as empresas com altos níveis de endividamento tendem a gerenciar mais os resultados contábeis (Watts & Zimmerman, 1990). DeFond e Jiambalvo (1994) mencionam que há uma relação positiva entre gerenciamento de resultados, pois as empresas gerenciam os resultados para evitar a violação das cláusulas contratuais (*covenants*) e a inadimplência técnica, bem como, para preservar a boa classificação de crédito e consequentemente obter condições favoráveis com os credores (DeAngelo, DeAngelo, & Skinner, 1994).

Nesse contexto, estudos como Trombetta e Imperatore (2014), e Sincerre et al. (2016) encontraram uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e a alavancagem, confirmando os estudos de Watts e Zimmerman (1990) e DeFond e Jiambalvo

(1994). Por outro lado, Habib et al. (2013) esperavam encontrar uma relação positiva entre tais variáveis, mas o coeficiente da alavancagem foi negativo, assim como observado nos estudos de Ardison et al. (2012), Silva et al. (2014) e Arthur et al. (2015), indicando que as empresas com maior nível de alavancagem gerenciaram menos seus resultados.

A variável crescimento (CRESC) é representada pela variação da receita entre o trimestre (t) e o trimestre (t-1), sendo dividida pela receita no trimestre (t-1). Dimitras et al. (2015) e Flores et al. (2016) mencionam que as empresas com elevado crescimento tendem a gerenciar mais os resultados. Segundo Gu et al. (2005) essas empresas possuem maior incentivo para gerenciar os resultados, tendo em vista que os recursos utilizados para realizar sua expansão são gerados internamente ou são captados no mercado financeiro.

De acordo com Sincerre et al. (2016) quanto maior a taxa de crescimento da empresa, seja esta mensurada pelas receitas líquidas ou pelo ativo total, maior tende a ser o nível dos *accruals* discricionários. Iatridis e Dimitras (2013) também constataram que as empresas com elevado crescimento podem estar mais propensas a gerenciar os resultados contábeis. Além disso, os autores mencionaram que em períodos de crise a adoção de tal prática pode ser intensificada retratando as incertezas e a necessidade de amenizar os efeitos adversos dos valores financeiros relatados. Portanto, espera-se uma relação positiva entre crescimento e o gerenciamento de resultados.

No que se refere a variável moderadora crise econômica, os estudos acadêmicos relatam tanto uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e a crise econômica (Moura et al., 2017; Silva & Paulo, 2017), quanto uma relação negativa (Silva et al., 2014; Flores et al., 2016; Türegün, 2020). Segundo Moura et al. (2017) e Silva e Paulo (2017), as empresas brasileiras gerenciam mais os resultados em períodos de crise econômica. O fato de as empresas gerenciarem mais os resultados em períodos de crise indica a necessidade de manter seu desempenho e posição financeira, além de amenizar os efeitos adversos decorrente das dificuldades financeiras (Iatridis & Dimitras, 2013).

Por outro lado, Filip e Raffournier (2014), Cimini (2015) e Türegün (2020) identificaram que as empresas apresentaram baixas métrica de gerenciamento de resultados nos períodos de crise, evidenciando uma queda na adoção de tal prática e, ao mesmo tempo, uma melhora na qualidade dos *accruals*. O coeficiente negativo sugere que os gestores possuem menos incentivos para manipular os resultados em decorrência do mercado aceitar desempenhos menores (Filip & Raffournier, 2014; Türegün, 2020), além de estarem sob maior vigilância dos auditores e das autoridades governamentais (Türegün, 2020). Segundo Filip e Raffournier (2014), Silva et al. (2014), Cimini (2015), Flores et al. (2016) e Türegün

(2020) espera-se uma relação negativa entre o gerenciamento de resultados e a crise econômica.

Para operacionalizar a variável crise econômica, expressa na forma de *dummy*, atribuiu-se 1 para os períodos de crises econômicas e 0 para os períodos em que não se identificaram tais crises. Para identificar os períodos de crise econômica utilizou-se a metodologia empregada por Kappel (2017), a qual identificou as crises econômicas no Brasil por meio dos choques exógenos negativos, relatados pelo CODACE por meio da Cronologia Trimestral do Ciclo de Negócios Brasileiro, conforme Tabela 4.

Tabela 4
Cronologia trimestral do ciclo de negócios brasileiros

Cronologia Trimestral do Ciclo de Negócio Brasileiros - Duração e Amplitude*							
Recessões				Expansões			
Período	Duração em trim.	Cresc.% Acum. de Pico a Vale	Cresc.% Trim. Médio (anualizado)	Período	Duração em trim.	Cresc.% Acum. de Vale a Pico	Cresc.% Trim. Médio (anualizado)
Do 4º trim. de 2008 ao 1º trim. de 2009	2	-5,10%	-10,00%	Do 2º trim. de 2009 ao 1º trim. de 2014	20	22,50%	4,10%
Do 2º trim. de 2014 ao 4º trim. de 2016	11	-8,00%	-3,00%	Do 1º trim. de 2017 ao 4º trim. de 2019	12	5,10%	1,70%

Início de recessão no 1º trimestre de 2020

Nota. Crescimento medido de acordo com o PIB trim. dessazonalizado a preços de mercado (Fonte:IBGE)

Fonte: CODACE – Reunião ocorrida em 29/06/2020

De acordo com a Tabela 4, o Brasil entrou em uma recessão econômica a partir do 2º trimestre de 2014, a qual perdurou até o 4º trimestre de 2016. Além dos dados relatados na Tabela 4, o CODACE realizou uma nova reunião em 26 de junho de 2020, pois identificou novamente um pico no ciclo de negócios do país. Desse modo, o Brasil vivenciou uma fase de expansão que variou do 1º trimestre 2017 ao 4º trimestre de 2019, entrando posteriormente em uma fase de recessão que se iniciou no 1º trimestre de 2020, estando ainda em vigor (3º trimestre de 2021). Tendo em vista o objetivo proposto neste estudo, considera-se como períodos de crise econômica os exercícios de 2014, 2015, 2016, e 2020.

Em relação a variável moderadora taxa de câmbio, estudos relatam uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e a taxa de câmbio (Chang et al., 2013; Sticca, 2018, Lock et al., 2019). Segundo esses autores, a desvalorização da taxa de câmbio incentiva

as empresas a gerenciarem seus resultados com a finalidade de modificar o seu lucro e influenciar o retorno das ações, visto que as flutuações cambiais interferem no fluxo de caixa das entidades.

No que diz respeito as taxas de juros, a literatura indica que há uma relação positiva entre o gerenciamento de resultados e a taxa de juros (Gravatá et al., 2014; Mafrolla e D'Amico, 2017). Essa relação é observada, pois o rigor da crise de crédito direciona as empresas a adquirirem empréstimos maiores, mesmo com as taxas de juros excessivas. Devido a necessidade de crédito, e levando em consideração a elevação das taxas de juros as empresas buscam gerenciar os resultados com a finalidade de melhorar sua capacidade de endividamento (Mafrolla & D'Amico, 2017).

Para operacionalizar as variáveis taxa de câmbio e taxa de juros, expressa na forma de *dummies*, atribuiu-se 1 para os períodos em que houve um aumento da taxa de câmbio de um ano para o outro, assim como para a taxa de juros. No entanto, para os períodos em que se observou uma redução da taxa de câmbio de um período para o outro, adotou-se 0, sendo o mesmo método utilizado para a taxa de juros. Além disso, para determinar a taxa de câmbio e a taxa de juros, considerou-se a taxa de câmbio nominal divulgada pelo IPEA e a taxa Selic divulgada pelo Banco Central do Brasil, respectivamente.

3.6 TÉCNICAS DE ANÁLISE DE DADOS

As estratégias de pesquisa adotadas para atender os objetivos propostos nessa tese, são segregados em (i) estatística descritiva, (ii) testes de hipóteses paramétricas e (iii) análise com regressão para dados em painel. Primeiramente realizou-se uma análise descritiva dos dados. A matriz de correlação foi apresentada no Apêndice A com a finalidade de demonstrar as primeiras relações entre as variáveis. Verificou-se também a normalidade dos dados por meio do teste Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia, de modo que os resultados auxiliaram na seleção do teste de correlação.

Após a realização dos testes iniciais, aplicou-se a técnica de análise de regressão em dados em painel, que permite a estimação de regressões com várias empresas ao longo de um período, reduz a multicolinearidade entre as variáveis, além de controlar a heterogeneidade (Hsiao, 1986). Ao empregar esse modelo verificou-se a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, observando a moderação das crises econômicas, da taxa de câmbio e da taxa de juros, além de identificar a relevância de cada variável proposta na

regressão. A verificação da relação proposta foi analisada de acordo com as hipóteses elaboradas e evidenciadas pelos seguintes modelos econométricos.

O modelo econométrico utilizado para testar a hipótese 1: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, é representado na equação 5.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

O modelo econométrico utilizado para testar a hipótese 2: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pelas crises econômicas, é evidenciado na equação 6.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 CRISE_t + \beta_3 (RF_{i,t} * CRISE_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

O modelo econométrico utilizado para testar a hipótese 3: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de câmbio, é divulgado na equação 7.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TX\ CAMBIAL_t + \beta_3 (RF_{i,t} * TX\ CAMBIAL_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

O modelo econométrico utilizado para testar a hipótese 4: Há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de juros, é representado na equação 8.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TX\ JUROS_t + \beta_3 (RF_{i,t} * TX\ JUROS_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Em que,

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

$RF_{i,t}$ = restrições financeiras da empresa i no período t;

CRISE = crise econômica no período t;

TX CAMBIAL = taxa de câmbio no período t;

TX JUROS = taxa de juros 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 ;

$\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$ = coeficientes do modelo de regressão.

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

A técnica de dados em painel apresenta vantagens em comparação a outras técnicas de análise de dados, pois permite a solução de casos mais complexos, proporciona a análise das variáveis ou as relações entre elas efetivamente ao longo tempo, e elimina os vieses das variáveis omitidas (Brooks, 2014). O autor também afirma que ao agrupar os dados de séries temporais e transversais, o número de graus de liberdade expande, assim como, o poder do teste.

Ao adotar a técnica de dados em painel, fez-se necessário identificar primeiramente, a abordagem mais adequada para este estudo, a saber: *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios. Para analisar as três abordagens alguns testes foram realizados. De acordo com Fávero et al. (2009) o primeiro teste a ser realizado é o teste de Chow, pois identifica qual modelo entre o POLS e os Efeitos Fixos, é o mais apropriado. Em seguida, para verificar qual abordagem entre POLS ou Efeitos Aleatórios, deve ser considerada aplicou-se o teste de Breusch-Pagan. Por fim, realizou-se o teste Hausman para detectar a abordagem mais adequada entre Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos.

A técnica de dados em painel também permite que os dados sejam estruturados a partir de seções transversais repetidas ao longo do tempo, os quais podem configurar um painel balanceado ou desbalanceado. No caso desse estudo optou-se por trabalhar com o painel desbalanceado, pois somente algumas unidades não foram observadas em períodos específicos (Gujarati & Porter, 2011).

A partir da verificação da técnica de dados em painel mais adequada (POLS, Efeitos Fixos ou Aleatórios) foram estimados os coeficientes do modelo regressivo de Kothari et al. (2005) e os coeficientes das regressões utilizadas para descrever a relação entre as restrições financeiras e gerenciamento de resultados, moderado pelas crises econômicas, taxa de câmbio e taxa de juros. Para realização dos testes estatísticos, bem como, a análise das regressões com dados em painel utilizou-se o *software Stata*® 17.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção apresentam-se as análises descritivas e inferenciais sobre a relação entre as restrições financeiras e gerenciamento de resultados das empresas de capital aberto listadas na [B]³, diante de diferentes cenários econômicos. Esses cenários são representados pelas crises econômicas, taxas de câmbio e taxas de juros. Para responder às hipóteses consideradas nessa pesquisa e examinar às informações dos resultados apurados, a apresentação e análise dos resultados será realizada em três etapas.

Na primeira etapa apresentam-se as análises estatísticas das empresas classificadas com restrições financeiras e sem restrições financeiras, bem como das variáveis de pesquisa e de controle. Na segunda etapa apresentam-se as estatísticas descritivas do modelo utilizado para estimar o gerenciamento de resultados e a apuração de seu resultado. Na terceira etapa, apresentam-se as análises multivariadas de dados, estimadas pelos modelos econométricos apresentados na subseção 3.6, com o objetivo de testar as hipóteses da pesquisa.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA DOS DADOS

Por meio da consulta de dados na plataforma EIKON da *Thomson Reuters*®, foram coletados os dados cadastrais e anuais dos relatórios financeiros referentes ao período de 2010 a 2020. A amostra selecionada é composta por 194 empresas brasileiras de capital aberto listadas na [B]³, conforme adoção do critério mencionado na subseção 3.2. O total de observações iniciais resultou em 2.134 referente às divulgações anuais de 194 empresas, no período de 2010 a 2020. Após análise dos dados coletados em 2.134 observações, foram excluídas da amostra 272 observações por não conterem informações necessárias para execução da estimação dos modelos econométricos apresentados na subseção 3.6, como também as 367 observações distribuídas no 5º e 6º decis conforme método descrito para classificação de restrições financeiras (subseção 3.3).

Após o procedimento metodológico aplicado para a classificação das observações em restritas e não restritas financeiramente, a amostra final resultou em 1.495 observações referentes a 194 empresas, para o período de 2010 a 2020. Os critérios de seleção da amostra final estão identificados na Tabela 5.

Tabela 5
Seleção da Amostra final em Observações, por Setor Econômico

#	Setor Econômico	Observações Iniciais	Observações Excluídas				Observações Finais	Frequência
			Ausência Info	5° decil	6° decil			
1	Educacional	99	54	5	1	39	2.6%	
2	Materiais Básicos	231	14	22	22	173	11.6%	
3	Consumo Cíclico	374	38	34	38	264	17.7%	
4	Consumo Não Cíclico	297	38	26	23	210	14.0%	
5	Energia	88	22	6	8	52	3.5%	
6	Saúde	66	16	1	6	43	2.9%	
7	Bens Industriais	374	61	33	28	252	16.9%	
8	Imobiliário	209	9	22	19	159	10.6%	
9	Tecnologia da Informação	77	12	4	7	54	3.6%	
10	Utilidade Pública	319	8	33	29	249	16.7%	
Total		2.134	272	186	181	1.495	100.0%	

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

De acordo com o procedimento aplicado por Kirch (2012) e Campos-Rasera (2019), utilizaram-se os quatro decis inferiores e superiores para efeitos de classificação das empresas em restritas financeiramente e não restritas conforme tempo de registro na [B]³ e tamanho. A adoção dos quatro decis explica-se pelo número de observações que não seriam classificadas caso se utilizassem somente três decis inferiores e superiores para classificação das empresas quanto às suas restrições. Neste caso, a amostra seria reduzida em 20% em relação à amostra inicial, o que poderia restringir as opções estatísticas utilizadas na metodologia.

A Tabela 6 apresenta as observações da amostra final, classificadas em restritas e não restritas financeiramente, sendo ainda segregadas por setor econômico.

Tabela 6
Observações com Restrições e Sem Restrições Financeiras, por Setor Econômico

Setor Econômico	Obs. Finais	Observações com Restrições Financeiras				Tot Obs. RF	Observações sem Restrições Financeiras				Tot Obs. SRF
		1° decil	2° decil	3° decil	4° decil		7° decil	8° decil	9° decil	10° decil	
Setor_01	39	10	3	1	6	20	5	2	2	10	19
Setor_02	173	20	22	22	22	86	21	22	22	22	87
Setor_03	264	35	32	32	31	130	31	33	33	37	134
Setor_04	210	33	25	22	26	106	25	24	22	33	104

Continua

Setor Econômico	Obs. Finais	Observações com Restrições Financeiras				Tot Obs. RF	Observações sem Restrições Financeiras				Tot Obs. SRF	Conclusão
		1° decil	2° decil	3° decil	4° decil		7° decil	8° decil	9° decil	10° decil		
		Setor_05	52	10	8		4	5	27	0		
Setor_06	43	11	7	7	0	25	0	8	0	10	18	
Setor_07	252	34	27	32	32	125	30	31	30	36	127	
Setor_08	159	22	22	21	14	79	14	22	22	22	80	
Setor_09	54	11	8	1	9	29	3	8	3	11	25	
Setor_10	249	32	33	33	26	124	26	33	33	33	125	
Total	1.495	218	187	175	171	751	155	194	170	225	744	

Notas: Setor_01 (Educativo); Setor_02 (Materiais Básicos); Setor_03 (Consumo Cíclico); Setor_04 (Consumo não Cíclico); Setor_05 (Energia); Setor_06 (Saúde); Setor_07 (Bens Industriais); Setor_08 (Imobiliário); Setor_09 (Tecnologia da Informação); Setor_10 (Utilidade Pública); RF (restrições financeiras); SRF (sem restrições financeiras); Obs. (observações).

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Após verificar como as observações se distribuem em seus respectivos setores de atividade, apresenta-se o resumo da estatística descritiva da amostra, percebendo-se que as observações possuem suficiente variabilidade entre as firmas, como evidenciado na Tabela 7

Análise Descritiva das Variáveis.

Tabela 7
Análise Descritiva das Variáveis

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Coef. Variação	Mínimo	Máximo
ACCRUALS_T	1.495	0.94	26.80	28.49	(15.33)	968.86
DA (res)	1.495	0.96	0.38	0.40	0	3.38
$ATIVO_{(t-1)}^{-1}$	1.495	3.3×10^9	1.85×10^8	5.67	1×10^{12}	6.35×10^7
$\Delta(REC - CR)$	1.495	0.23	2.70	11.91	(24.47)	66.01
PPE	1.495	0.40	0.39	0.97	0	3.97
$ROA_{(t-1)}$	1.495	0.01	0.15	14.57	(1.72)	1.22
RF	1.495	0.50	0.50	1.00	0	1
TAM	1.495	21.78	2.11	0.10	16.30	27.62
ALA	1.495	0.54	0.23	0.43	0	1.13
CRESC	1.495	0.22	0.28	1.29	2×10^4	4.42
CRISE	1.495	0.37	0.48	1.29	0	1
TC	1.495	0.83	0.38	0.45	0	1
TJ	1.495	0.35	0.48	1.37	0	1

Continua

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Coef. Variação	Conclusão	
					Mínimo	Máximo
(RF*CRISE)	1.495	0.19	0.39	2.06	0	1
(RF*TC)	1.495	0.42	0.49	1.18	0	1
(RF*TJ)	1.495	0.18	0.38	2.15	0	1

Notas. Variáveis dependente: ACCRUALS_T (total *accruals*) e DA (*accruals discricionários*); variáveis independentes: $ATIVO_{(t-1)}^{-1}$ (ativo total defasado) e RF (*dummy* para restrições financeiras); variáveis de controle: $\Delta(REC - CR)$ (delta entre receita e contas a receber), PPE (propriedade, planta e equipamento) e $ROA_{(t-1)}$ (retorno sobre o ativo defasado); TAM (tamanho), ALA (alavancagem), CRESC (crescimento), CRISE (*dummy*), TC (*dummy* para taxa cambial), TJ (*dummy* para taxa de juros); *dummies* de interação entre restrições financeiras e crise (RF*CRISE), entre restrições financeiras e taxa cambial (RF*TC) e entre restrições financeiras e taxa de juros (RF*TJ).

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

As empresas da amostra apresentam uma mediana de R\$ 3,4 bilhões de reais e média de R\$ 20, 21 bilhões de reais como ativo total, com desvio padrão igual a R\$ 75,62 bilhões de reais, indicando que a amostra não está restrita a empresas de grande porte, apresentando igualmente empresas médias e pequenas quando comparadas à média. Nota-se tais características também na variabilidade entre os valores indicados como coeficiente de variação no total de *accruals* (2849%), ativo defasado (567%), variação entre receita e contas a receber (1191%) e retorno sobre o ativo defasado (1457%).

Ao analisar a estatística descritiva das variáveis verifica-se a variabilidade dos dados. A alavancagem média no período foi de 0,54 (desvio padrão de 0,23 / coef. var. 43%), indicando que em média, as empresas da amostra optam por utilizar capital de terceiros, para financiamento de seus ativos, enquanto o valor médio do crescimento foi de 0,22 (desvio padrão de 0,28 / coef. var de 129%). Isso mostra uma grande variância na amostra, o que colaborará nas estimações dos parâmetros dos modelos. Para a *proxy* do tamanho, o ativo total das firmas em logaritmo natural apresenta média de 21,78, desvio padrão de 2,11 e coeficiente de variação de 10%, evidenciando o fato de que a amostra apresenta diversidade no tamanho das empresas e não está concentrada apenas em um porte específico de empresas.

4.2 ANÁLISE DOS RESULTADOS DO MODELO DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Nessa etapa, o primeiro passo realizado para encontrar os *accruals* totais foi obtido por meio do cálculo da diferença entre as variáveis de Lucro Líquido e Fluxo de Caixa Operacional de cada empresa, ponderados por seus ativos totais no instante t-1, conforme

Equação 1, apresentada na subseção 3.4. Para reduzir os problemas de heterocedasticidade e de erros de estimação dos *accruals* discricionários, adotou-se o modelo de Kothari et al. (2005), o qual incluiu ao Modelo Jones Modificado (Dechow et al., 1995) um intercepto e a variável de retorno sobre o ativo (ROA), conforme Equação 2, subseção 3.4. No modelo de Kothari et al. (2005), pode-se observar a influência do desempenho (ROA) da empresa na estimação dos *accruals* discricionários.

Os resultados da estimação por efeitos fixos, para dados em painel do modelo Kothari et al. (2005), compreenderam 1.494 observações, considerando o período de 2010 a 2020. Os resultados são evidenciados na Tabela 8.

Tabela 8

Resultado da Estimação por Efeitos Fixos dos accruals discricionários

Fixed-effects (within) regression				Number of obs = 1.494		
Group variable: ID_Co				Number of groups = 180		
R-squared:				Obs. per group:		
<i>within</i> = 0,5591				min = 1		
<i>between</i> = 0,0012				avg = 8,3		
<i>overall</i> = 0,0365				max = 11		
corr(u_i, Xb) = -0.9461				F(4,1310) = 415,29		
				Prob > F = 0,0000		
t_accruals	Coefficiente	std. errors	T	P> t 	[95% conf. Interval]	
$ATIVO_{(t-1)}^{-1}$	3.81e+09	1.12e+08	33.94	0.000	3.59e+09	4.03e+09
$\Delta (REC - CR)$	-2.575581	.2437913	-10.56	0.000	-3.053845	-2.097317
PPE	12.01551	2.135561	5.63	0.000	7.826019	16.20501
$ROA_{(t-1)}$	11.96826	3.137039	3.82	0.000	5.814088	18.12243
_const	-15.82304	.9427519	-16.78	0.000	-17.67251	-13.97357
sigma_u	182.36942					
sigma_e	14.723522					
rho	.99352413	(fraction of variance due to u_i)				
F test that all u_i = 0: F(179, 1310) = 18.42				Prob > F = 0.0000		

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Ao estimar os *accruals* discricionários verificou-se normalidade dos dados, por meio dos testes de Shapiro-Wilk, o qual requer uma amostra aleatória entre 3 e 2.000 observações, e Shapiro-Francia que requer entre 5 e 5.000 observações. Os resultados de ambos os testes (SW: p-valor 0,00; SF: p-valor 0,00) rejeitaram a hipótese nula da distribuição normal dos dados. Apesar das observações não possuírem uma distribuição normal, Wooldridge (2010) explica que não é necessário desprezar a estatística t para determinar quais variáveis que são

estatisticamente significativas. Uma vez que, o teorema do limite central demonstra que os estimadores MQO (mínimos quadrados ordinários) satisfazem a normalidade assintótica, pois possuem aproximadamente, uma distribuição normal em amostras de tamanho suficientemente grandes.

Ao realizar o teste de Durbin-Watson e o teste de Breusch-Godfrey para verificar situações de autocorrelação entre as variáveis do estudo, os resultados indicaram que não há presença de autocorrelação. Respectivamente, os testes demonstraram (p-valor 0,8371; p-valor 0,8368) a não rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação. Na sequência, executou-se o Teste Breusch-Pagan / Cook-Weisberg (p-valor 0,000) para examinar a distribuição normal dos resíduos, ou seja, verificar uma variação constante entre os erros. Dado o resultado com significância estatística, a hipótese nula de uma variação constante entre os erros foi rejeitada, constatando a presença de heterocedasticidade nos resíduos. Por fim, para observar a presença de multicolinearidade, realizou-se o teste de Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF). O resultado da média VIF obtido para esse modelo foi 1,04, isto significa que com esse valor próximo a 1,0, não se identifica problemas de multicolinearidade.

Desse modo, procedeu-se com a estimação por efeitos fixos, adequada para as observações em dados em painel. Os resultados estatísticos indicam que as variáveis $ATIVO_{(t-1)}^{-1}$, $\Delta (REC - CR)$ (Delta entre Receita e Contas a Receber), PPE (Propriedade, Planta e Equipamento), $ROA_{(t-1)}$ (Retorno sobre Ativo) e a constante demonstraram significância estatística de 1% (p-valor 0,00). O sinal positivo do ROA indica que a performance da entidade contribui para explicação dos *accruals*, assim como observado por Kothari et al. (2005). Além disso, a significância estatística (p-valor 0,00) do teste F demonstra que as variáveis do modelo explicam as variações da variável dependente. Sendo igualmente observado um valor do R^2 *within* de aproximadamente 56% do modelo para explicar o comportamento dos *accruals* totais. Nesse contexto, os resultados sugerem que as empresas da amostra gerenciam seus resultados.

Por conseguinte, os valores dos *accruals* discricionários foram extraídos dos resíduos calculados nesse modelo para assim aplicá-los como *proxy* definida para gerenciamento de resultados. Na próxima subseção 4.3. apresenta-se os resultados dos modelos econométricos para capturar a influência das restrições financeiras no gerenciamento de resultados, como também as moderações dos diferentes cenários econômicos, representadas nessa relação pela crise econômica, taxa cambial e taxa de juros.

4.3 ANÁLISE DOS RESULTADOS DA RELAÇÃO ENTRE RESTRIÇÕES FINANCEIRAS, GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E OS CENÁRIOS ECONÔMICOS

A regressão múltipla para dados em painel determina que alguns testes sejam realizados com o propósito de identificar o modelo estatístico que melhor retrate o comportamento das restrições financeiras, das variáveis de controle e dos cenários econômicos em relação aos *accruals* discricionários. Desse modo, inicia-se às estimações para dados em painel, por meio dos estimadores *pooled ordinary least square (POLS)*, efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), para a Equação (5) que busca verificar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, bem como, para as equações (6), (7) e (8), que acrescentam a relação os cenários econômicos, representados pelas variáveis crises econômicas, taxas cambiais e taxa Selic.

Em primeiro lugar, as regressões são estimadas por meio dos mínimos quadrados ordinários (POLS) para dados longitudinais. Embora, a variável de gerenciamento dos resultados tenha sido operacionalizada em outro modelo, esse método apresenta como limitação a não observação dos efeitos heterogêneos individuais da amostra no estudo (Fávero & Belfiore, 2017), ou seja, a estimação *POLS* não abrange todas as características individuais não observadas da amostra que possam interferir nas variáveis do estudo. Assim, um modelo estendido, com o termo, pode capturar, ao menos parcialmente, a autocorrelação observada nos resíduos das regressões estimadas pelos métodos tradicionais.

Ao realizar o teste de Chow, seu resultado (p-valor 0,000) rejeita a hipótese nula de que o intercepto do modelo e seus coeficientes angulares são constantes ao longo do tempo e no espaço (modelo POLS). Ou seja, não se rejeita a hipótese de que os coeficientes angulares são constantes e o intercepto varia entre os indivíduos (modelo Efeitos Fixos). Além disso, foi executado o *intest (white)* que realiza um teste de matriz de informação para o modelo de regressão e realizada uma decomposição ortogonal em testes de heterocedasticidade, assimetria e curtose, conforme Cameron e Trivedi (1990); e, a opção do teste de White (1980) para homocedasticidade contra formas irrestritas de heterocedasticidade. Conforme resultados apresentados na Tabela 9, rejeita-se a hipótese de homocedasticidade dos termos do erro, verificando-se a presença de heterocedasticidade. Em outros termos, os resíduos não possuem uma distribuição normal de seus dados. Dessa forma, é indicado utilizar dados em painel.

Dando sequência às fases de estimação, foram realizadas as estimações por efeitos fixos e aleatórios para uma investigação acurada da heterogeneidade dos indivíduos da amostra. Desse modo, para verificar o estimador adequado para dados em painel realizou-se os testes de LM de Breusch-Pagan e Hausman. O resultado do teste de Breusch-Pagan (p-valor 0,000) indica a rejeição da hipótese nula de que a variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é zero (*POLS*), não rejeitando, portanto, a hipótese de que essa variância que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios). Por fim, ao executar o teste de Hausman, verificou-se pelo resultado (p-valor 0,000) que o pressuposto da sua hipótese nula é rejeitado, uma vez que não há ausência de correlação entre efeitos, individuais ou temporais, e regressores (efeitos aleatórios) e sim a presença dessa correlação. Portanto, após análise dos resultados indicados nos testes aplicados e evidenciados na Tabela 9 e nos Apêndices B, C, e D, esse estudo adota como estimador para dados em painel, os efeitos fixos para as equações (5), (6), (7) e (8) analisadas nesta subseção.

Em seguida procede-se com a estimação da Equação 5, para verificar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados.

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Primeiramente, verifica-se a distribuição normal dos dados, por meio dos testes de Shapiro-Wilk e Shapiro-Francia, os quais rejeitaram a hipótese nula da distribuição normal dos dados, conforme os resultados apurados com significância estatística a 1% (p-valor 0,00). Para identificar problemas de autocorrelação entre as variáveis do modelo, realizou-se os testes h de Durbin-Watson e de Breusch-Godfrey, os quais indicaram a não rejeição da hipótese nula de ausência de autocorrelação (p-valor 0,7773; p-valor 0,7773).

Para analisar a distribuição normal dos resíduos executou-se o Teste Breusch-Pagan/Cook-Weisberg (p-valor 0,000). Considerando a significância estatística do resultado, a hipótese nula de uma variação constante entre os erros foi rejeitada, identificando a presença de heterocedasticidade nos resíduos. Por fim, para observar a presença de multicolinearidade, realizou-se o teste de Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF). O resultado da média VIF foi de 1,70, indicando que não há problemas de multicolinearidade pelo fato de o valor ser próximo a 1,0.

Após analisar os pressupostos da regressão linear, verificou-se a relação entre as restrições financeiras e os *accruals* discricionários, conforme apresentado na Tabela 9.

Tabela 9
Resultados das Estimações POLS, Efeitos Fixos e Aleatórios entre as Restrições Financeiras e o Gerenciamento de Resultados

Gerenciamento de Resultados <i>194 firmas</i>	<i>Accruals</i> Discricionários (DA)		<i>Accruals</i> Discricionários (DA)		<i>Accruals</i> Discricionários (DA)	
	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
Restrições Financeiras	- 0,266	0,000***	- 0,127	0,001***	- 0,153	0,000***
Tamanho	- 4,563	0,000***	- 3,400	0,000***	- 3,868	0,000***
Alavancagem	0,295	0,000***	0,064	0,050**	0,080	0,013**
Crescimento	0,184	0,000***	0,038	0,024**	0,054	0,011**
_constante	6,991	0,000***	5,521	0,000***	6,143	0,000***
n° observações	1495		1495		1495	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
R ² <i>adjust</i>	0,168					
R ² <i>within</i>			0,032		0,032	
R ² <i>between</i>			0,176		0,180	
R ² <i>overall</i>			0,125		0,130	
sigma_u			0,3667		0,3470	
sigma_e			0,1886		0,1890	
rho			0,7908		0,7720	
Estimador	<i>Pooled Least Square</i>		Efeitos Fixos (robusto)		Efeitos Aleatórios	
Chow Test / χ^2	75,22		10,90		76,15	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
IM-Test / χ^2	313,78					
Prob > F	0,000					
Breusch-Pagan / χ^2					2457,93	
Prob > F					0,000	
Hausman Test					12,34	
Prob > F					0,015	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022).

Ao analisar a Equação 5, estimada por efeitos fixos robustos, verifica-se uma relação inversa entre o as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, com significância estatística a 1%. Isto significa que, quanto mais as empresas sofrem por racionamento ao crédito, a tendência em gerenciar os resultados de suas atividades é reduzida. Esse é um ponto significativo e relevante desse estudo, quando certamente por dedução, infere-se que as empresas restritas financeiramente estariam propensas a gerenciar seus resultados com a finalidade de não sofrerem limitações na obtenção crédito necessário para alavancagem de suas operações.

Cabe ressaltar que as restrições financeiras são caracterizadas pelo racionamento ao crédito, tendo em vista que estão associadas aos elevados custos para obtenção do capital externo (Kaplan & Zingales, 1997; Lamont et al., 2001; Camargo & Carvalho, 2020). No

entanto, Almeida e Campello (2001) mencionam que existe um limite de fundos externos à disposição de empresas com restrições financeiras. Desse modo, os diferentes níveis de financiamento da dívida conduzem a diferentes níveis de gerenciamento de resultados (Thanh, Canh e Ha (2020), indicando a presença de uma relação não linear entre as restrições financeiras e os níveis do gerenciamento de resultados.

Nesse contexto, o resultado apresentado na Tabela 9 é consistente com a noção de que as restrições financeiras limitam o uso do gerenciamento de resultados, evitando assim que os investidores descontem valores significativos da reserva do caixa quando as empresas enfrentam elevado racionamento de crédito. Em síntese, essa relação inversa é explicada pelo efeito das restrições financeiras em aumentar os custos para gerenciar os resultados e os benefícios da manutenção das reservas do caixa.

Apesar dos estudos relacionarem a influência das restrições na forma positiva com o gerenciamento de resultados (Park & Shin, 2004; Zendersky, 2005; Linck et al., 2013; Hao e Li, 2015; Abdia, 2018; Camargo & Carvalho, 2020) a fim de atenuar o risco ou a oscilação dos lucros, e interferir na percepção dos investidores, outros encontraram resultados divergentes (Farrell et al., 2014; Chang et al., 2018; Mangen 2020; Thanh et al., 2020; Ghorbani e Salehi, 2021). Em outras palavras, cada estudo mencionado efetuou sua pesquisa com amostras e períodos divergentes, em cenários econômicos e países distintos. Em virtude disso, percebe-se ainda mais a ausência de um consenso na literatura, razão pela qual a importância e benefícios desse estudo. Cabe destacar que na literatura nacional, não há estudos que demonstram essa relação direta entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados. Desse modo, a abordagem dos resultados obtidos nessa relação deve ser realizada com cautela e rigor científico.

Ao considerar a significância estatística do resultado referente ao modelo econométrico (Equação 5), pode-se inferir que as empresas brasileiras restritas financeiramente gerenciam seus resultados. Não somente gerenciam como também, de modo complementar, as empresas brasileiras de menor tamanho, com parâmetros positivos para alavancagem e crescimento, gerenciam mais seus resultados, como observado por Iatridis e Dimitras (2013), Habib et al. (2013), Trombetta e Imperatore (2014), e Flores et al. (2016).

$$DA_{i,t} = 5,521 - 0,127 RF_{i,t} - 3,4 TAM_{i,t} + 0,064 ALAV_{i,t} + 0,038 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Para analisar esse resultado, retoma-se as definições para considerar o *status* de empresas com restrições financeiras. Pode-se classificar como restritas financeiramente, as

empresas de menor tamanho e idade (Hadlock & Pierce, 2010), com sensibilidade às reservas de caixa (Fazzari et al., 1988a; Almeida & Campello, 2014), com uma estrutura de capital subótima (Portal et al., 2012), aumento na alavancagem financeira (Ghorbani & Salehi, 2021), custos elevados da dívida (Nasab & Shafii, 2015). De fato, a efetividade na classificação das restrições financeiras nesses estudos decorre da verificação de diversos elementos.

Nesse contexto, o resultado inverso obtido na relação entre gerenciamento de resultados e empresas brasileiras com restrições financeiras por ser explicado pela relação não linear existente entre as duas variáveis (Thanh et al., 2020).

Em razão da adoção de políticas de investimento em empresas com restrições para o financiamento interno ou externo, a prática de gerenciamento de resultados pode aumentar ou diminuir. Acompanhada de efeitos positivos e negativos, o gerenciamento de resultados indica que a prática pode envolver um *trade-off*. Sua evolução pode ocorrer para captação de recursos externos (Ghorbani & Salehi, 2021) para alavancagem de suas operações e projetos, sem interrupções em sua atividade. Nessa perspectiva, entende-se a relevância na manutenção do gerenciamento de resultados.

Por outro lado, a adoção de financiamentos externos ou internos para as empresas que enfrentam racionamento de crédito pode provocar um impacto negativo no valor da empresa em determinados níveis de gerenciamento de resultados. Ao manter um nível elevado de gerenciamento para redução do racionamento de crédito, as empresas restritas financeiramente enfrentarão custos adicionais para o financiamento e custos de oportunidade, além do risco de crédito. De tal forma que, fatos como esses podem desencadear situações de inadimplência ou até mesmo uma provável falência.

Diante dessas considerações, entende-se que para as empresas brasileiras restritas financeiramente, o gerenciamento de resultados é menor, dado a incursão de elevados custos da dívida, seja como terceiros (taxas altas) ou financiamento interno (retorno maior esperado pelos *shareholders*). Portanto, considera-se a existência de um nível ótimo para o gerenciamento de resultados que equilibra custos e benefícios.

Diante dessas observações, rejeita-se parcialmente a hipótese⁽¹⁾ em decorrência da significância demonstrada no gerenciamento de resultados pelas empresas restritas, no entanto essa relação identificou-se inversa diferentemente da inferência realizada.

Dando sequência às hipóteses desse estudo, na Tabela 10 apresentam-se os resultados da relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, intensificado pelos cenários econômicos, representados pela crise econômica, aumento da taxa cambial (desvalorização da moeda) e aumento dos juros para cada ano dessa pesquisa. As

moderações de cada cenário são representadas por *dummies*, e suas interações com as restrições financeiras ocorrem de acordo com as Equações (6), (7) e (8).

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 CRISE_t + \beta_3 (RF_{i,t} * CRISE_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TX\ CAMBIAL_t + \beta_3 (RF_{i,t} * TX\ CAMBIAL_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$DA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 RF_{i,t} + \beta_2 TX\ JUROS_t + \beta_3 (RF_{i,t} * TX\ JUROS_t) + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ALAV_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

As etapas para análise das Equações (6), (7) e (8) seguem os mesmos procedimentos adotados para o modelo da Equação 5. Também se realizou testes para verificar a distribuição normal dos dados, identificar possível correlação, examinar a distribuição normal dos resíduos e a presença de multicolinearidade entre as variáveis. Os resultados indicaram a rejeição da distribuição normal dos dados e a ausência da correlação (Equação 6: p-valor 0,000 e p-valor 0,1994; Equação 7: p-valor 0,000 e p-valor 0,1783; Equação 8: p-valor 0,000 e p-valor 0,1766). A presença de heterocedasticidade também foi confirmada nos resíduos, assim como, a ausência de multicolinearidade (Equação 6 VIF: 2,01; Equação 7 VIF: 3,42; Equação 9 VIF: 2,00).

Após a análise dos testes mencionados anteriormente, realiza-se às estimações *POLS*, efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE). Assim como observado na equação (5), os testes indicaram a estimação por efeitos fixos. Os resultados das três estimações, *POLS*, efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE) estão inseridos no Apêndice B, C, e D. Enquanto os resultados das três estimações moderadas pela crise, taxa cambial e taxa de juros, por efeitos fixos (vce, robusto), são evidenciados na Tabela 10.

Tabela 10

Resultados das Estimções (FE) entre as Restrições Financeiras e o Gerenciamento de resultados, moderadas pela Crise, Taxa Cambial e Taxa de Juros

Gerenciamento de Resultados	Equação 6 Moderação Crise		Equação 7 Moderação TC		Equação 8 Moderação TJ	
	Coefficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
194 firmas						
Restrições Financeiras	-0,120	0,001***	-0,079	0,060*	-0,125	0,001***
Crise (CR)	0,041	0,006***				

Continua

Gerenciamento de Resultados	Conclusão					
	<i>Equação 6 Moderação Crise</i>		<i>Equação 7 Moderação TC</i>		<i>Equação 8 Moderação TJ</i>	
	Coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
<i>194 firmas</i>						
Restrições F. x Crise	-0,027	0,046**				
Taxa Cambial			0,017	0,057*		
Restrições F. x TC			-0,061	0,020**		
Taxa de Juros					0,015	0,333
Restrições F. x TJ					-0,004	0,866
Tamanho	-3,685	0,000***	-3,346	0,000***	-3,320	0,000***
Alavancagem	0,062	0,058*	0,065	0,047*	0,063	0,052*
Crescimento	0,047	0,026**	0,047	0,028**	0,048	0,025**
<u>_constante</u>	<u>5,890</u>	<u>0,000***</u>	<u>5,435</u>	<u>0,000***</u>	<u>5,408</u>	<u>0,000***</u>
n° observações	1495		1495		1495	
Prob > F		0,000		0,000		0,000
R ² within	0,038		0,037		0,033	
R ² between	0,175		0,173		0,177	
R ² overall	0,122		0,128		0,123	
sigma_u	0,3651		0,3676		0,3671	
sigma_e	0,1881		0,1883		0,1886	
Rho	0,7902		0,7922		0,7911	
Estimador	Efeitos Fixos (robusto)		Efeitos Fixos (robusto)		Efeitos Fixos (robusto)	
Chow Test / chi²	8,71		8,37		7,52	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	

Fonte: Dados da pesquisa (2022).

Inicialmente, ao comparar os resultados das restrições financeiras nos três modelos apresentados com as respectivas moderações, observa-se a significância estatística nas empresas restritas financeiramente; sendo 1% de significância quando moderadas pela crise e a taxa de juros, e 10% quando moderada pela taxa de câmbio. De modo interessante, a moderação da crise apresenta-se positiva ($\beta_2 + \beta_3 = 0,041 - 0,027$) e significativa na relação entre empresas restritas e o gerenciamento de resultados. Enquanto, a taxa cambial, apesar de significativa, modera negativamente ($\beta_2 + \beta_3 = 0,017 - 0,061$) a relação entre as empresas com restrições e o gerenciamento de resultados. Por sua vez, a moderação da taxa de juros não apresentou significância na relação entre restrições e gerenciamento, embora tenha demonstrado um efeito positivo ($\beta_2 + \beta_3 = 0,015 - 0,004$) para essa relação.

De modo equivalente, as variáveis de controle, tamanho, alavancagem e crescimento, apresentaram significância estatística nos modelos moderados pela crise econômica, taxa cambial e taxa de juros. Respectivamente, em cada modelo a significância estatística foi de

1% para o tamanho, com sinal negativo para o coeficiente; 10% para alavancagem com sinal positivo; e 5% para o crescimento também com sinal positivo.

A relação negativa da variável tamanho indica que as empresas de grande porte apresentam maior qualidade nas informações relatadas (Zimmerman, 1983) e menor variabilidade dos *accruals* (Gu et al., 2005). Em relação ao sinal positivo da alavancagem, DeFond e Jiambalvo (1994) mencionam que as empresas gerenciam os resultados para evitar a violação das cláusulas contratuais e para obter condições favoráveis com os credores (DeAngelo et al., 1994). A relação positiva também foi identificada por Trombetta e Imperatore (2014) e Sincerre et al. (2016). Já o sinal positivo do crescimento indica que quanto maior a taxa de crescimento da empresa, maior tende a ser o nível dos *accruals* discricionário (Iatridis & Dimitras, 2013; Sincerre et al., 2016; Flores et al., 2016), visto que os recursos utilizados para realizar sua expansão são gerados internamente ou são captados no mercado financeiro (Gu et al, 2005).

Os resultados apurados estão representados nos modelos econométricos desenvolvidos conforme as equações (6), (7) e (8):

$$DA_{i,t} = 5,890 - 0,12 RF_{i,t} + 0,014 (RF_{i,t} * CRISE_t) - 3,685 TAM_{i,t} + 0,062 ALAV_{i,t} + 0,047 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$DA_{i,t} = 5,435 - 0,079 RF_{i,t} - 0,044(RF_{i,t} * TX CAMBIAL_t) - 3,346 TAM_{i,t} + 0,065 ALAV_{i,t} + 0,047 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

$$DA_{i,t} = 5,408 - 0,125 RF_{i,t} + 0,009 (RF_{i,t} * TX JUROS_t) - 3,320 TAM_{i,t} + 0,063 ALAV_{i,t} + 0,048 CRESC_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

Ao analisar os efeitos da moderação da crise, considerando o sinal positivo da moderação ($\beta_2 + \beta_3 = 0,041 - 0,027 = +0,014$), o valor da constante ($\beta_0 = 5,890$), conduz à inferência de que as empresas que enfrentam o racionamento ao crédito em períodos de crise socioeconômica gerenciam mais seus resultados, em comparação aos períodos sem a presença da crise econômica. Ao comparar a constante desse modelo (Equação 6) com aquela do modelo sem moderação (Equação 5), percebe-se um aumento no nível do gerenciamento aproximadamente a 7% na presença crise em relação aos períodos sem a presença de crise. Conforme analisado por Flores et al. (2016), as crises podem ser ocasionadas pelas imperfeições na infraestrutura do país, além das inconsistências mercadológicas,

desencadeando por sua vez falhas no mercado financeiro. Essas falhas podem conduzir as empresas com restrições a gerenciar seus resultados.

Cabe ressaltar que, em períodos de crise, os gestores sofrem pressões para tomada de decisões imediatas e de curto prazo com a finalidade de preservar a continuidade das organizações (Asel et al., 2011). Portanto, nessa situação os gestores de empresas restritas podem decidir pelo gerenciamento dos resultados para alcançar as metas estabelecidas estrategicamente. Não somente por essas razões, mas também, para recorrer a determinados meios visando melhorar a gestão do capital de giro e as reservas de caixa, e assim financiar as atividades internas das entidades (Leite et al., 2020).

Consoante com os resultados obtidos na intensificação da relação entre gerenciamento de resultados e restrições financeiras, quando moderado pela crise, os achados de Iatridis e Dimitras (2013) destacam que os períodos de crise influenciaram positivamente a relação do gerenciamento de empresas portuguesas, italianas e gregas. Ao passo que no Brasil, Silva et al. (2014) relatam que os períodos de crises econômicas, entre 1997 e 2009, despertaram o interesse dos gestores a gerenciar os resultados das entidades, tanto para maximizar os ganhos como para minimizá-los.

Em estudo mais recente, Paulo e Mota (2019) ressaltam que no período entre 2000 e 2015, os resultados da pesquisa indicaram elevado gerenciamento de resultados no momento de contração econômica, e quando em recuperação da economia notou-se a redução de tais práticas. De forma similar, Machado et al. (2012) ao comparar os períodos de expansão econômica (2007) com os de recessão (2009), verificou que houve incentivo nos *accruals* discricionários negativos com a finalidade de maximizar a lucratividade durante a recessão.

Por fim, de modo a confirmar os achados desse estudo, Tortoli e Moraes (2018) constataram que os efeitos da restrição financeira na relação entre crises financeiras e os *accruals* discricionários de empresas latino-americanas intensificaram as práticas de gerenciamento de resultados. Desse modo, considera-se a não rejeição para a inferência realizada na hipótese₍₂₎: há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pelas crises econômicas.

Diferentemente da moderação da crise, os efeitos da moderação da taxa cambial na relação das empresas restritas financeiramente e gerenciamento de resultados, apresentou resultado negativo. Para fins de análise, ao considerar o sinal negativo ($\beta_2 + \beta_3 = 0,017 - 0,061 = -0,044$), e o valor da constante ($\beta_0 = 5,435$), sinaliza que as empresas que enfrentam o racionamento ao crédito em períodos de elevada taxa cambial (desvalorização da moeda) gerenciam menos seus resultados. Ademais, ao estabelecer um comparativo dessa constante

(Equação 7) com aquela da Equação 5 (sem moderação), percebe-se uma redução no nível do gerenciamento aproximadamente a 2% na presença de desvalorização da moeda em relação aos períodos sem elevada taxa cambial.

Considerando os estudos que investigaram a influência da taxa cambial na prática de gerenciamento de resultados (Santos e Paulo, 2006; Chang et al., 2013; Barboza, 2015; Sticca, 2018; Lock et al., 2019), a relação encontrada por esses estudos se demonstrou positiva na volatilidade apresentada pela variação cambial, motivando as entidades gerenciarem seus resultados como a prática do diferimento das perdas cambiais. No entanto, é importante observar que a condição da presença de restrições financeiras não foi abordada nesses estudos, o que causa uma diferença primordial com o objetivo desse estudo.

Investigando melhor as razões das empresas restritas financeiramente reduzirem seu gerenciamento de resultados, quando moderada pela alta cambial, uma delas é a incerteza econômica decorrente da volatilidade do câmbio. De certa forma, a incerteza econômica gerada pela elevada taxa cambial pode inibir os gestores a gerenciar os resultados. Essa inibição pode ser explicada pela ausência de uma previsão otimista e incerta para o futuro. Ou seja, não haveria razão para manipulação dos resultados em virtude da não obtenção de vantagens pelos gestores em proceder com esse tipo de ação.

Por outro lado, ao pensar na desvalorização da moeda, em termos das operações de entidades exportadoras, a alta na taxa cambial conduz ao ganho financeiro devido fechamento de câmbio em moeda estrangeira. No caso das exportadoras, portanto, o gerenciamento de resultados não ocasiona benefícios, pelo contrário, essas reduzem tais práticas. Assim também relaciona Couto e Meurer (2017) ao argumentarem que um dos principais mecanismos de transmissão da política monetária é a taxa cambial, pois interfere na competitividade e nas exportações líquidas por seus efeitos na economia doméstica (Taylor, 1999).

Nesse contexto, rejeita-se parcialmente a hipótese₍₃₎ em razão dos resultados encontrados, visto que há uma relação significativa, porém negativa, entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de câmbio.

Por fim, os resultados verificados nos efeitos da moderação da taxa de juros na relação entre restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, não apresentaram significância estatística na especificação desse modelo. Desse modo, rejeita-se a hipótese₍₄₎: há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de juros.

Apesar da rejeição da hipótese 4, o sinal positivo atende ao esperado indicando que as empresas são incentivadas a gerenciar os resultados em períodos elevação da taxa Selic com a finalidade de melhorar sua capacidade de endividamento. Isso ocorre, pois a condição financeira da entidade é um dos principais fatores analisados ao estabelecer as taxas de juros e conceder os empréstimos em períodos de contração monetária. Além disso, por meio do gerenciamento de resultados os gestores buscam obter maiores valores de empréstimo e taxas de juros menores, ao divulgarem sua situação financeira (Bowen et al., 1981; Watts & Zimmerman, 1986; Frame et al., 2001; Mafrolla & D'Amico, 2017). No entanto, Gravatá et al. (2014) mencionam que os credores consideram que as empresas com maiores níveis de gerenciamento de resultados possuem menor capacidade de pagamento e por isso elevam as taxas de juros exigidas.

Nesse contexto, empresas com restrições financeiras também seriam incentivadas a gerenciar seus resultados uma vez que são afetadas pelas políticas econômicas nacionais e por fatores internacionais, como por exemplo, por meio de variações nas taxas cambiais e Selic. Nesse cenário econômico, as empresas restritas financeiramente seriam motivadas a gerenciar seus resultados com o objetivo de minimizar as dificuldades de acesso ao crédito, reduzir os custos dos financiamentos, evitar perdas ao relatar problemas financeiros (Park & Shin, 2004; Camargo & Carvalho, 2020).

Sob outra perspectiva, torna-se relevante analisar a razão da não significância desse mecanismo de política monetária, representada pela taxa Selic, no modelo especificado da Equação (8). Ao investigar a utilização da taxa básica de juros da economia (Selic) como meio de transmissão da política monetária, observa-se que as decisões para estabelecer essa taxa são tomadas a priori dos efeitos consequentes à decisão. Ou seja, uma decisão do Comitê de Política Monetária (COPOM) sobre a Selic terá efeito na economia após 8 meses, aproximadamente. Possivelmente, esse seria o motivo da não significância estatística da moderação dos juros, tendo em vista que seus efeitos ocorrem no futuro.

5 CONCLUSÕES

A divulgação de resultados econômico-financeiros é o meio de comunicação das entidades de capital aberto entre as partes interessadas, quais sejam gestores, acionistas, investidores, governo, fornecedores, clientes, instituições bancárias e a sociedade. Nessa divulgação consta as informações das atividades, desempenho e resultados da empresa, no formato econômico-financeiro, por meio de relatórios contábeis conforme as normas internacionais de contabilidade.

Considerando o conteúdo de tais informações, entende-se que elas são fundamentais às partes interessadas, pois por meio dessas informações os administradores demonstram a eficiência da sua gestão, os acionistas e investidores analisam o risco e retorno do investimento nas operações, as instituições bancárias avaliam a possibilidade da concessão de crédito, bem como limite e prazo. Do mesmo modo, são úteis aos fornecedores, para delimitar o prazo no pagamento e aos clientes para fins de análise da reputação corporativa, além da qualidade dos produtos e/ou serviços ofertados. Em suma, para cada parte interessada essas informações se traduzem em confiabilidade para investimentos, e à empresa significa garantir seu crescimento e perpetuidade das operações.

No entanto, a qualidade dessas informações pode ser afetada pela prática do gerenciamento de resultados com a finalidade de evitar a divulgação de informações que possam comprometer as metas estabelecidas, assim como futuros investimentos. Portanto, o gerenciamento de resultados é caracterizado por um conjunto de escolhas realizadas com a finalidade de atender a objetivos específicos (Scott, 2012).

Nesse contexto, o *status* ou condição, ainda que temporário, de racionamento ao crédito atuaria como fator motivacional para as entidades gerenciarem seus resultados. As restrições financeiras se qualificam no momento em que a entidade recorre ao capital externo e este lhe é oferecido a custos superiores daquele que, na realidade, reflete seu risco. Da mesma forma se configura, quando a entidade enfrenta a inelasticidade da curva de oferta de capitais externos, impedindo a captação de recursos (Farre-Mensa e Ljungqvist, 2016).

O presente estudo buscou alcançar dois objetivos principais. O primeiro deles foi analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados em empresas brasileiras de capital aberto. Enquanto, o segundo objetivo buscou analisar a relação entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, diante dos cenários econômicos, representados pelas crises econômicas, taxa cambial e taxa Selic.

Para tanto foram elaboradas quatro hipóteses. A primeira hipótese testada declara que há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*. Rejeitou-se parcialmente essa hipótese, uma vez que apresentou significância estatística entre a variável de restrições financeiras e gerenciamento de resultados por *accruals*; porém apresentou-se uma relação inversa, ou seja, negativa, contrapondo a relação positiva esperada. O resultado negativo nessa relação explica-se pela relação não linear entre empresas restritas e gerenciamento de resultados, consistente com os estudos de Portal et al. (2012), Ghorbani e Salehi (2020) e Thanh et al. (2020). Esses autores argumentam que devido aos elevados custos da dívida (terceiros ou próprio) as empresas restritas financeiramente não são estimuladas a gerenciarem seus resultados, demonstrando um ponto ótimo da estrutura de capital para proceder com as práticas de gerenciamento.

A segunda hipótese testada declara que há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pelas crises econômicas. Perante resultados apresentados, não se rejeitou essa hipótese. Os efeitos da moderação da crise indicaram significância estatística e relação positiva. Em outros termos, a presença de crise econômica influencia as empresas restritas financeiramente a gerenciarem seus resultados. Esse resultado corrobora os achados de Machado et al. (2012), Iatridis e Dimitras (2013), Silva et al. (2014), Paulo e Mota (2019), e Tortoli e Moraes (2018). De modo geral, os autores relatam que devido à pressão do ambiente econômico ocasionado pela crise financeira, as empresas podem ser motivadas a realizar escolhas contábeis que consolidem a imagem de sua situação financeira.

A terceira hipótese testada pressupôs que há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de câmbio. Rejeitou-se parcialmente essa hipótese, dado que apresentou significância estatística nos efeitos da moderação da taxa cambial na relação entre a variável de restrições financeiras e gerenciamento de resultados por *accruals*; identificando, porém, uma relação negativa, contrariando a relação positiva esperada. Um dos motivos que podem justificar essa relação negativa, está vinculado ao fato de que a alta cambial gera incertezas econômicas, inibindo os gestores a gerenciar os resultados, uma vez que não há previsões otimistas para o futuro.

O pressuposto da quarta hipótese foi de que há relação significativa e positiva entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados por *accruals*, quando moderado pela taxa de juros. Devido à ausência de significância apresentada nos efeitos da taxa de juros, essa hipótese foi rejeitada integralmente. No entanto, a relação positiva confirma a relação

esperada de que as empresas são incentivadas a gerenciarem seus resultados contábeis em períodos elevação da taxa Selic, buscando elevar sua capacidade de endividamento.

Cabe mencionar, que as quatro hipóteses apresentaram significância estatística entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, sendo verificado contrariamente ao esperado os sinais das restrições financeiras, os efeitos da taxa cambial e da taxa de juros. Ainda quanto a taxa de juros, representada pela Selic, constatou-se ausência de significância na moderação dessa variável.

Portanto, tais resultados confirmam a tese proposta nesse estudo que as **empresas brasileiras restritas financeiramente gerenciam seus resultados, sendo essa relação intensificada em cenários econômicos adversos**. Desse modo a tese apresenta originalidade e inovação, pois ao contrário dos estudos anteriores, que relataram que as empresas com restrições financeiras gerenciaram mais os resultados, essa tese identificou que essa relação não é linear. A depender do grau de restrição financeira em que a empresa se encontra, o nível do gerenciamento de resultados tende a variar, ressaltando a presença de um nível ótimo.

Quando as empresas querem manter um nível elevado de gerenciamento de resultados para reduzir o racionamento de crédito, enfrentam custos adicionais que podem superar o risco de crédito da entidade. Neste caso, essas empresas podem enfrentar situações de inadimplência ou até mesmo falência ao superar seu risco de crédito, não sendo viável adotar práticas de gerenciamento de resultados, visto que não há um benefício percebido.

Por outro lado, as empresas com restrições financeiras que apresentam menor custo da dívida são mais incentivadas a adotarem práticas de gerenciamento de resultados com o propósito de obterem financiamentos, bem como, reduzir o custo da dívida. Desse modo, o ponto ótimo do gerenciamento de resultados em empresas restritas financeiramente permite o equilíbrio entre os custos e benefícios.

Portanto, essa tese apresenta originalidade e inovação ao mencionar a presença da relação não linear entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados. Além de inovar ao acrescentar a análise os diferentes cenários econômicos, representado pelas crises econômicas, taxa de câmbio e taxa Selic. Tais achados contribuem para o desenvolvimento da pesquisa na área acadêmica, indicando que diferentes decisões e perspectivas de análise podem ser consideradas quando abordado o tema em questão.

Por fim, ao fornecer indícios de que há uma relação não linear entre as restrições financeiras e o gerenciamento de resultados, intensificados para mais ou para menos na presença de crises econômicas, a presente pesquisa contribui com a literatura ao identificar as particularidades das empresas brasileiras de capital aberto restritas financeiramente. Em

especial, fornece a análise do comportamento das empresas classificadas como restritas, bem como, em quais cenários econômicos decidem gerenciar seus resultados.

O resultado da relação negativa entre as empresas restritas e o gerenciamento é visto como um incentivo para pesquisas futuras. Como sugestão para pesquisas futuras, seria interessante estimar o ponto ótimo do custo da dívida que estimula o gerenciamento dos resultados, considerando uma relação não linear, na forma de U invertido (parábola convexa). Outra sugestão, seria considerar a defasagem dos juros na relação entre restrições e gerenciamento e assim investigar a significância desse efeito defasado.

Apesar dos procedimentos realizados, esta pesquisa possui limitações quanto as métricas adotadas para classificar as empresas quanto as suas restrições. Apesar da presença de vários estudos internacionais para mensurar as empresas com a condição de restritas financeiramente, observa-se que ainda não foi desenvolvido um estudo específico com empresas nacionais. Desse modo, a utilização de métricas internacionais para classificar empresas nacionais, pode deixar de considerar aspectos importantes relacionados as particularidades do mercado brasileiro. Por essa razão consideramos esse fator como uma limitação desse estudo.

REFERÊNCIAS

- Abdia, M. *Accounting environment impact on use of discretionary accruals to raise financing by financially constraint firms with positive projects*. (Dissertação de Mestrado). University of Oulu, Finlândia. Recuperado de <http://jultika.oulu.fi/files/nbnfioulu-201806062516.pdf>
- Afthonidis, E. P., & Tsiotras, G. D. (2014). Strategies for business excellence under an economic crisis. *The TQM Journal*, 26(6), 610-624. DOI 10.1108/TQM-10-2012-0078
- Akhigbe, A., McNulty, J. E., & Stevenson, B. A. (2013). How does transparency affect bank financial performance?. *International Review of Financial Analysis*, 29, 24-30. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.01.007>
- Aldrighi, D. M., & Bisinha, R. (2010). Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. *Revista Brasileira de Economia*, 64(1), 25-47. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402010000100002>
- Ali, A., & Bansal, M. (2021). Impact of upward and downward earnings management on stock returns. *South Asian Journal of Business Studies*. <https://doi.org/10.1108/SAJBS-12-2020-0417>
- Almeida, H. & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, H., & Campello, M. (2001). Financial constraints and investment-cash flow sensitivities: New research directions. In *Twelfth Annual Utah Winter Finance Conference*, Recuperado de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.298027>
- Almeida, H., & Campello, M. (2010). Financing frictions and the substitution between internal and external funds. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(3), 589-622. doi:10.1017/S0022109010000177
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The journal of finance*, 59(4), 1777-1804. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x>
- Almeida, J. E. F. D., & Almeida, J. C. G. D. (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. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200005>
- 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. Recuperado de <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/37>
- Ardison, K. M. M., Martinez, A. L., & Galdi, F. C. (2012). The effect of leverage on earnings management in Brazil. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 5(3), 305-324. Recuperado de <https://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/107>

- Arthur, N., Tang, Q., & Lin, Z. S. (2015). Corporate accruals quality during the 2008–2010 Global Financial Crisis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 25, 1-15. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2015.10.004>
- Asel, J. A., Posch, A., & Speckbacher, G. (2011). Squeezing or cuddling? The impact of economic crises on management control and stakeholder management. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 213-231. DOI 10.1007/s11846-010-0051-4
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994). Anatomy of financial distress: An examination of junk-bond issuers. *The quarterly journal of economics*, 109(3), 625-658. <https://doi.org/10.2307/2118416>
- Azizah, W. (2021). Covid-19 in Indonesia: analysis of differences earnings management in the first quarter. *Jurnal Akuntansi*, 11(1), 23-32. <https://doi.org/10.33369/j.akuntansi.11.1.23-32>
- Baker, H. K., & Martin, G. S. (2011). *Capital structure and corporate financing decisions: theory, evidence, and practice* (Vol. 15). John Wiley & Sons.
- Baptista, E. M. B. (2009). Teoria em gerenciamento de resultados. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(2), 5-20. Recuperado de <https://periodicos.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/view/3381>
- Barboza, R. D. M. (2015). Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. *Revista de Economia Política*, 35(1), 133-155. <https://doi.org/10.1590/0101-31572015v35n01a08>
- Barros, M. E., Menezes, J. T., Colauto, R. D., & Teodoro, J. D. (2014). Gerenciamento de resultados e alavancagem financeira em empresas brasileiras de capital aberto. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(1), 35-55.
- Becker, S. D., Mahlendorf, M. D., Schäffer, U., & Thaten, M. (2016). Budgeting in times of economic crisis. *Contemporary Accounting Research*, 33(4), 1489-1517. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12222>
- Beckmann, K. S., Escobari, D. A., & Ngo, T. (2019). The real earnings management of cross-listing firms. *Global Finance Journal*, 41, 128-145. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.04.001>
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>
- Berger, A. N., & Bouwman, C. H. (2013). How does capital affect bank performance during financial crises?. *Journal of financial economics*, 109(1), 146-176. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.02.008>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of financial economics*, 80(3), 511-529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 27-48. DOI: 10.1257/jep.9.4.27

- Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1996). The flight to quality and the financial accelerator. *Review of Economics and Statistics*, 78(1), 1-15.
- Bhaird, M. C. (2013). Demand for debt and equity before and after the financial crisis. *Res. Int. Bus. Finance*, 28, 105–117. doi: 10.1016/j.ribaf.2012.10.001
- 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.
- Borges, M. G. B. (2020). Impactos da Covid-19 nas Receitas Tributárias e na Condição Financeira dos Estados do Sudeste do Brasil. *Anais USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 20. Recuperado de chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fcongressosp.fipecafi.org%2F20uspInternational%2FArtigosDownload%2F3010.pdf&clen=297406&chunk=true
- Bowen, R. M., Noreen, E. W., & Lacey, J. M. (1981). Determinants of the corporate decision to capitalize interest. *Journal of accounting and economics*, 3(2), 151-179. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90011-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90011-2)
- Brito, G. A. S., Corrar, L. J., & Batistella, F. D. (2007). Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(43), 9-19. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>
- Brooks, C. (2014). *Introductory Econometrics for Finance*. Cambridge University Press.
- Burgstahler, D. C., & Eames, M. J. (2003). Earnings management to avoid losses and earnings decreases: are analysts fooled?. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 253-294. <https://doi.org/10.1506/BXXP-RGTD-H0PM-9XAL>
- Câmara, S. F., Pinto, F. R., Silva, F. R. D., & Gerhard, F. (2020). Vulnerabilidade socioeconômica à COVID-19 em municípios do Ceará. *Revista de Administração Pública*, 54, 1037-1051. <https://doi.org/10.1590/0034-761220200133>
- Camargo, A. R. de., & Carvalho, F. L. de. (2020). Impacto do gerenciamento de resultados e da restrição financeira na estrutura de capital de empresas brasileiras. *Anais do Congresso UnB de Contabilidade e Governança*, Brasília, DF, Brasil. Recuperado de <https://conferencias.unb.br/index.php/ccgunb/ccgunb6/paper/view/22794>
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (1990). Conditional moment tests and orthogonal polynomials. Indiana University, Department of Economics, Working Paper, 90-051.
- Campos, L. C., & Miranda, G. J. (2021, julho). Relevância do Capital Humano para Enfrentamento de Crises: um olhar a partir da Teoria do Capital Humano nas organizações em tempos de pandemia. *Anais USP International Conference in Accounting*, São Paulo, SP, Brasil, 21. Recuperado de chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcgclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fcongressosp.fipecafi.org%2F21uspInternational%2FArtigosDownload%2F3403.pdf&clen=375896&chunk=true

- Campos-Rasera, P. P. *Os efeitos da gestão do capital de giro no desempenho corporativo sob a moderação das restrições financeiras*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de <https://www.acervodigital.ufpr.br/handle/1884/59409>
- Chang, C. C., Kao, L. H., & Chen, H. Y. (2018). How does real earnings management affect the value of cash holdings? Comparisons between information and agency perspectives. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 47-64. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.001>
- Chang, F. Y., Hsin, C. W., & Shiah-Hou, S. R. (2013). A re-examination of exposure to exchange rate risk: The impact of earnings management and currency derivative usage. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3243-3257. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.007>
- Chaves, C. F. (2021). *Gerenciamento de resultados em processos de fechamento do capital em empresas brasileiras*. (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil. Recuperado de <http://hdl.handle.net/1843/38035>
- Chen, Y. R., Huang, Y. L., & Chen, C. N. (2009). Financing constraints, ownership control, and cross-border M&As: evidence from Nine East Asian economies. *Corporate Governance: An International Review*, 17(6), 665-680. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2009.00770.x>
- Chia, Y. M., Lapsley, I., & Lee, H. W. (2007). Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis. *Managerial Auditing Journal*, 22(2), 177-196. DOI 10.1108/026869007110718672
- Cimini, R. (2015) How has the financial crisis affected earnings management? A European study, *Applied Economics*, 47(3), 302-317, DOI: 10.1080/00036846.2014.969828
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2-19. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE) (2020, junho). Comunicado do Comitê de datação de ciclos econômicos. Recuperado de chrome-extension://efaidnbnmnibpcajpcglclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fportalibre.fgv.br%2Fsites%2Fdefault%2Ffiles%2F2020-06%2Fcomunicado-do-comite-de-datacao-de-ciclos-economicos-29_06_2020-1.pdf&clen=337027&chunk=true
- Couto, S. V. V., & Meurer, R. (2017). Os impactos da política monetária na taxa de câmbio no Brasil: identificação via heterocedasticidade. *Revista de Economia Contemporânea*, 21(2). <https://doi.org/10.1590/198055272122>
- Cunha, P. R. D., & Piccoli, M. R. (2017). Influência do board interlocking no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28 (74), 179-196. DOI: 10.1590/1808-057x201701980
- Cupertino, C. M. (2013). *Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais*. (Tese de doutorado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Santa Catarina, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/handle/123456789/122592>

- Dal Magro, C. B., Dani, A. C., & Klann, R. C. (2019). Remuneração variável no tempo de mandato é a causa do oportunismo dos CEOs? Evidências do gerenciamento de resultados no Brasil. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 38(3), 77-92. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v38i3.42193>
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 113-143. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90007-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90007-8)
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting review*, 70 (2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: a review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- Desai, H., Hogan, C. E., & Wilkins, M. S. (2006). The reputational penalty for aggressive accounting: Earnings restatements and management turnover. *The Accounting Review*, 81(1), 83-112. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.1.83>
- 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. <https://doi.org/10.1506/TFVV-UYT1-NNYT-1YFH>
- Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I., & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. *Research in International Business and Finance*, 34, 338-354. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.017>
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2004). Earnings management, stock issues, and shareholder lawsuits. *Journal of financial economics*, 71(1), 27-49. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00182-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00182-X)
- Dyreg, S. D., Hillegeist, S. A., & Penalva, F. (2020). Earnings management to avoid debt covenant violations and future performance. *European Accounting Review*, 1-33. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1826337>
- Fabregá, M. B., & Nicolau, A. R. (2016). Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: El caso de Barcelona. *Intangible Capital*, 12(1), 95-120. DOI: <http://dx.doi.org/10.3926/ic.689>

- Farrell, K., Unlu, E., & Yu, J. (2014). Stock repurchases as an earnings management mechanism: The impact of financing constraints. *Journal of Corporate Finance*, 25, 1-15. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.10.004>
- Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2016). Do measures of financial constraints measure financial constraints? *The Review of Financial Studies*, 29(2), 271–308.
- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- 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.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988a). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1:141–195.
- Fazzari, S., Hubbard, R. G., & Petersen, B. (1988). Investment, financing decisions, and tax policy. *The American Economic Review*, 78(2), 200-205. <https://www.jstor.org/stable/1818123>
- Feijó, C., Araújo, E. C., & Bresser-Pereira, L. C. (2022). Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. *Revista de Economia Política*, 42(1), 150-171. <https://doi.org/10.1590/0101-31572022-3353>
- Filip, A., & Raffournier, B. (2014). Financial crisis and earnings management: The European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.10.004>
- Flores, E., Weffort, E.F.J., Silva, A.F.d. & Carvalho, L.N.G. (2016). Earnings management and macroeconomic crises: Evidences from Brazil and USA capital markets. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6(2), 179-202. <https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2013-0037>
- Fonseca, M. W. D. (2008). Mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. (Tese de Doutorado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de https://www.researchgate.net/profile/Marcos-Fonseca-3/publication/26980620_Mecanismos_de_transmissao_da_politica_monetaria_no_Brasil/links/546c79f30cf21e510f61bd68/Mecanismos-de-transmissao-da-politica-monetaria-no-Brasil.pdf
- Frame, W. S., Srinivasan, A., & Woosley, L. (2001). The effect of credit scoring on small-business lending. *Journal of money, credit and banking*, 33(3), 813-825. <https://doi.org/2673896>
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9252-9>
- Gameiro, I. M., Soares, C., & Souza, J. (2011). Política monetária e estabilidade financeira: um debate em aberto. *Boletim Econômico*, 7-27. Recuperado de https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ab201100_p.pdf

- Gandía, J. L., & Hugué, D. (2021). Combined Effects of Auditing and Discretionary Accruals on the Cost of Debt: Evidence From Spanish SMEs. *SAGE Open*, 11(4). <https://doi.org/10.1177/21582440211052558>
- Ghorbani, A., & Salehi, M. (2020). Earnings management and the informational and disciplining role of debt: evidence from Iran. *Journal of Asia Business Studies*, 15(1), 72-87 <https://doi.org/10.1108/JABS-11-2019-0336>.
- Gill-de-Albornoz, B., & Illueca, M. (2005). Earnings management under price regulation: Empirical evidence from the Spanish electricity industry. *Energy Economics*, 27(2), 279-304. doi:10.1016/j.eneco.2004.12.005
- Gorgan, C., Gorgan, V., Dumitru, V. F., & Pitulice, I. C. (2012). The Evolution of the Accounting Practices During the Recent Economic Crisis: Empirical Survey Regarding the Earnings Management. *Amfiteatru Economic Journal*, 14 (32), 550-562. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10419/168763>
- Goulart, A. M.C. (2007). *Gerenciamento de resultados contábeis em instituições financeiras no Brasil*. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-17032008-124153/pt-br.php>
- Gravatá, R. D. S., Klotzle, M. C., Pinto, A. C. F., & Silvaa, P. V. J. D. G. (2014). Influence of Earnings Management in Brazilian Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, (122).
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals?. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313-334. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. AMGH Editora.
- Habib, A., Uddin Bhuiyan, B. & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180. <https://doi.org/10.1108/03074351311294007>
- Hadlock, C. J., & Pierce, J. R. (2010). New evidence on measuring financial constraints: Moving beyond the KZ index. *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1909-1940. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq009>
- Hao, Q., & Li, K. (2016). The bright side of discretionary accruals: Evidence from finance and innovation. *European Financial Management*, 22(4), 540-575. <https://doi.org/10.1111/eufm.12068>
- Harakeh, M., El-Gammal, W., & Matar, G. (2019). Female directors, earnings management, and CEO incentive compensation: UK evidence. *Research in International Business and Finance*, 50, 153-170. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.05.001>
- Healy, P. (1996). Discussion of a market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research*, 34, 107-115. <https://doi.org/10.2307/2491428>

- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- 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. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Hennesy, C. A., & Whited, T. M. (2005). Debt dynamics. *Journal of Finance*, 60 (3), 1129-1165. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00758.x>
- Hovakimian, G., & Titman, S. (2003). Corporate investment with financial constraints: Sensitivity of investment to funds from voluntary asset sales (No. W9432). *National Bureau of Economic Research*. Recuperado de <https://www.nber.org/papers/w9432>
- Hribar, P. & Collins, D. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105-134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge university press.
- Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: evidence from five European countries. *Advances in Accounting*, 29(1), 154-160. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2013.03.001>
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2020). Boletim de acompanhamento setorial da atividade econômica. Carta de Conjuntura número 47. Recuperado de <https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/09/desempenho-do-pib-no-segundo-trimestre-de-2021/>
- Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (2021). Desempenho do PIB no segundo trimestre de 2021. Carta de Conjuntura número 52, nota da conjuntura 22. Recuperado de [https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/09/desempenho-do-pib-no-segundo-trimestre-de-2021/#:~:text=O%20PIB%20recuou%200%2C1,Geografia%20e%20Estat%3%ADstica%20\(IBGE\).](https://www.ipea.gov.br/cartadeconjuntura/index.php/2021/09/desempenho-do-pib-no-segundo-trimestre-de-2021/#:~:text=O%20PIB%20recuou%200%2C1,Geografia%20e%20Estat%3%ADstica%20(IBGE).)
- Jones, J.J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kang, S. H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in testing earnings management and an instrumental variable approach. *Journal of accounting Research*, 33(2), 353-367. <https://doi.org/10.2307/2491492>
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Kappel, R. D. S. (2017). *Decisão de investimento: impactos da restrição financeira e das crises econômicas*. (Tese de Doutorado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS), São Leopoldo, RS, Brasil. Recuperado de <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/6687>

- Karjalainen, J. (2011). Audit quality and cost of debt capital for private firms: Evidence from Finland. *International journal of auditing*, 15(1), 88-108. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2010.00424.x>
- Karpoff, J. M., Lee, D. S., & Martin, G. S. (2008). The cost to firms of cooking the books. *Journal of financial and quantitative analysis*, 43(3), 581-611. <https://doi.org/10.1017/S0022109000004221>
- Kirch, G. (2012). *Restrições ao crédito e a interdependência das decisões financeiras da firma: um estudo multipaís*. (Tese de Doutorado), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, Rio Grande do Sul, Brasil. Recuperado de <https://www.lume.ufrgs.br/handle/10183/48968>
- Kirch, G., Procianoy, J. L., & Terra, P. R. S. (2014). Restrições financeiras e a decisão de investimento das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 68(1), 103-123.
- Konraht, J. M., & Colauto, R. D. (2021). Gerenciamento de Resultados para Evitar a Violação dos Covenants Contábeis: Evidências do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 32(2), 97-121. <https://doi.org/10.22561/cvr.v32i2.5971>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The review of financial studies*, 14(2), 529-554. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.529>
- Leite, M., Pamplona, E., da Silva, T. P., Brandt, E. T., & de Oliveira Schlotefeldt, J. (2020). Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. *Desafio Online*, 8(1).
- Linck, J. S., Netter, J., & Shu, T. (2013). Can managers use discretionary accruals to ease financial constraints? Evidence from discretionary accruals prior to investment. *The Accounting Review*, 88(6), 2117-2143. <https://doi.org/10.2308/accr-50537>
- Lock, B. Q., Chu, E. Y., Song, S. I., & Lee, L. Y. (2019). Exchange Rate Movements, Earnings Management and Stock Returns in Malaysia. *Capital Markets Review*, 27(1), 53-68.
- Machado, S. J., Martins, S. R., & Miranda, V. K. (2012). Acumulações discricionárias extremas em ambientes de recessão: uma análise comparativa entre Brasil e Estados Unidos. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 15(3). Recuperado de <https://journalamg.org/contabil/article/view/494>
- Mafrolla, E., & D'Amico, E. (2017). Borrowing capacity and earnings management: An analysis of private loans in private firms. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(4), 284-301. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2017.05.001>
- Makosa, L., Jie, S., Bonga, W. G., Jachi, M., & Sitsha, L. (2021). Does economic policy uncertainty aggravate financial constraints?. *South African Journal of Accounting Research*, 35(2), 151-166. DOI: 10.1080/10291954.2021.1885233

- Man, C. K., & Wong, B. (2013). Corporate governance and earnings management: A survey of literature. *Journal of Applied Business Research*, 29(2), 391-418. Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=3003835>
- Mangen, P. (2020). *Effects of financial constraints and earnout payment on acquirer's earnings management*. (Dissertação de Mestrado), Universidade Católica Portuguesa. Recuperado de <http://hdl.handle.net/10400.14/32107>
- 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. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-14052002-110538/en.php>
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19 (46), 7-17. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2 ed. São Paulo: Atlas.
- 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.
- Melo, C., & Cabral, S. (2020). A grande crise e as crises brasileiras: o efeito catalizador da Covid-19. *Revista Eletrônica Gestão e Sociedade*, 14(39), 3681-3688. DOI: 10.21171/ges.v14i3 9.3259
- Mendonça, H. F. (2001). Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, 16(1), 65-81.
- Mengistu, A. T., Montero, E., & Segura, A. (2017). The impacts of exchange rate movements on prices and trade across sectors: Evidence from Ethiopian firms. *Centre for Economic Policy Research*, 2018, 1-48.
- Mishkin, F. S. (1995). Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic perspectives*, 9(4), 3-10. DOI: 10.1257/jep.9.4.3
- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12.
- Mota, R. H. G., da Cunha, A. C., de Oliveira, A. F., & Paulo, E. (2017). Previsão de lucro e gerenciamento de resultados: evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Universo Contábil*, 13(1), 6-26. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117050557002>
- Moura, G. D. de, Soares, J. C., Mazzioni, S., & Krueger, S. D. (2017, junho). Crise financeira e gerenciamento de resultados: evidências de companhias abertas listadas na BM&FBOVESPA. *Anais XI Congresso Anpcont*, Belo Horizonte, MG, Brasil. Recuperado de chrome-

extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/viewer.html?pdfurl=https%3A%2F%2Fanncont.org.br%2Fpdf%2F2017%2FCUE768.pdf&clen=757371&chunk=true

- Mu, C., Wang, A., & Yang, J. (2017). Optimal capital structure with moral hazard. *International review of economics & finance*, 48, 326-338. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.12.006>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- 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, 77-100. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300006>
- Nasab, V. B., & Shafii, H. (2015). The effects of accruals on financial constraints in Tehran Stock Exchange. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 4(1), 402-408.
- Orazalin, N., & Akhmetzhanov, R. (2019). Earnings management, audit quality, and cost of debt: evidence from a Central Asian economy. *Managerial Auditing Journal*. 34(6), 696-721. DOI 10.1108/MAJ-12-2017-1730
- Oreiro, J. L. (2017). A grande recessão brasileira: diagnóstico e uma agenda de política econômica. *Estudos Avançados*, 31(89), 75-88. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890009>
- Panucci-Filho, L., & Carmona, L. J. de M. (2016). Evidências de Gerenciamento de Resultados nos Sistemas de Recompensas de Executivos: Um Estudo em Empresas com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 154-176. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i3.18150>
- Park, Y. W., & Shin, Hyun-Han. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457. doi:10.1016/S0929-1199(03)00025-7
- 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. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-28012008-113439/pt-br.php>
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216-233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Pincus, M., & Rajgopal, S. (2002). The interaction between accrual management and hedging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review*, 77(1), 127-160. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.1.127>

- Platt, H. D., & Platt, M. B. (2002). Predicting corporate financial distress: reflections on choice-based sample bias. *Journal of economics and finance*, 26(2), 184-199. <https://doi.org/10.1007/BF02755985>
- Portal, M. T., Zani, J., & Silva, C. E. S. D. (2012). Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 19-32. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772012000100002>
- 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. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501070>
- Romer, C. D., Romer, D. H., Goldfeld, S. M., & Friedman, B. M. (1990). New Evidence on the Monetary Transmission Mechanism. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1990(1), 149–213. <https://doi.org/10.2307/2534527>
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jordan, B. D., & Lamb, R. (2013). *Fundamentos de administração financeira*. AMGH Editora.
- Roubini, N., & Mihm, S. (2010). *Crisis economics: a crash course in the future of finance*. São Paulo: Portfolio Penguin.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Rupp, A. (2021). Securitization and earnings management: evidence from the Sarbanes–Oxley act. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 29(1), 44-62. <https://doi.org/10.1108/JFRC-01-2020-0013>
- Sandroni, P. (1994). *Novo dicionário de economia*. (3ª ed) São Paulo: Best Seller.
- Santana, V. de Fátima, & Sarquis, R. W. (2021). Earnings management to avoid earnings decreases and losses: an exploration across the world. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 20, 1-20. DOI: <https://doi.org/10.16930/2237-766220213153>
- Santos, A. dos, & Paulo, E. (2006). Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *BBR-Brazilian Business Review*, 3(1), 15-31.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. (6. ed.). Toronto: Pearson.
- Serafini, D. G., & Sheng, H. H. (2011). O uso de derivativos da taxa de câmbio e o valor de mercado das empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista de Administração Contemporânea*, 15(2), 283-303.

- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1992). Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The journal of finance*, 47(4), 1343-1366. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04661.x>
- Sibim, M. C. (2017). *Gerenciamento de Resultados e risco de crédito: estudo em companhias que negociam na BM&FBovespa* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil. Recuperado de <https://www.acervodigital.ufpr.br/handle/1884/47756>
- Silva, A. F. D., Weffort, E. F. J., Flores, E. D. S., & Silva, G. P. D. (2014). Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. *Revista de Administração de Empresas*, 54(3), 268-283. <https://doi.org/10.1590/S0034-759020140303>
- Silva, D. H. L. da, & Paulo, E. (2017). A influência da crise econômica no nível de gerenciamento de resultados: evidências no mercado brasileiro. *Anais do XLI Encontro da ANPAD - EnANPAD 2017*, São Paulo, São Paulo, Brasil, 41. Recuperado de chrome-extension://efaidnbnmnnibpcajpcglcleftindmkaj/viewer.html?pdfurl=http%3A%2F%2Fwww.anpad.org.br%2Ffabrir_pdf.php%3Ffe%3DMjMxMzQ%3D
- Silva, J. A. da. (2016). O Crescimento e a Desaceleração da Economia Brasileira (2003-2014) na Perspectiva dos Regimes de Demanda Neokaleckianos. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia política*, 44, 113–138.
- Silva, M. de S., Galdi, F. C., & Teixeira, A. M. C. (2010). Estudo sobre o efeito das eleições presidenciais no gerenciamento de resultados de empresas atuantes em setores regulados. *Contabilidade Vista & Revista*, 21(2), 45-68. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=19701446300>
- Sincerre, B. P., Sampaio, J. O., Famá, R., & Santos, J. O. D. (2016). Emissão de dívida e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 291-305. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601660>
- Stein, L. C., & Wang, C. C. (2016). *Economic uncertainty and earnings management*. Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 16-103, Recuperado de <https://ssrn.com/abstract=2746091>
- Sticca, R. M. (2018). *Effects of the exchange rate on the adoption of hedge accounting: evidence from Brazil* (Tese de Doutorado), Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-12122018-155403/en.php>
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American economic review*, 71(3), 393-410. <http://www.jstor.org/stable/1802787>
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92. <https://doi.org/10.1108/eb043395>
- Šušak, T. (2020). The effect of regulatory changes on relationship between earnings management and financial reporting timeliness: The case of COVID-19 pandemic.

Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 38(2), 453-473. <https://doi.org/10.18045/zbefri.2020.2.453>

- Taylor, J. B. (1999). *A historical analysis of monetary policy rules*. A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. In Taylor, J. B., Monetary policy rules (p. 319-348). University of Chicago Press.
- Taylor, John B. (1995). The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 11-26. DOI: 10.1257/jep.9.4.11
- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00032-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00032-4)
- Thanh, S. D., Canh, N. P., & Ha, N. T. T. (2020). Debt structure and earnings management: A non-linear analysis from an emerging economy. *Finance Research Letters*, 35, 101283. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.08.031>
- Tomazzia, E. C., & Meurer, R. (2009). O mecanismo de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise em VAR por setor industrial. *Economia Aplicada*, 13(4), 371-398.
- Tortoli, J. P., & da Costa Moraes, M. B. Earnings management during financial crises in Latin America. *Anais do XII Congresso da ANPCONT 2018*, João Pessoa, PB, Brasil, 12. Recuperado de https://www.anpcont.org.br/pdf/2018_CUE309.pdf
- Trombetta, M., & Imperatore, C. (2014). The dynamic of financial crises and its non-monotonic effects on earnings quality. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(3), 205-232. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.02.002>
- Türegün N. (2020). Does financial crisis impact earnings management? Evidence from Turkey. *J Corp Acct Fin*, 31, 64–71. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22418>
- 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. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00542-5](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00542-5)
- Watts RL, & Zimmerman JL (1986). *Positive accounting theory*. Eaglewood Cliffs, NJ: Prentice Hall
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). *Positive accounting theory: a ten year perspective*. *Accounting review*, 131-156. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/247880>
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *The Review of Financial Studies*, 19(2), 531-559. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>
- Williams, C. C., & Kayaoglu, A. (2020). The coronavirus pandemic and europe's undeclared economy: impacts and a policy proposal. *South East European Journal of Economics and Business*, 15(1), 80-92. <https://doi.org/10.2478/jeb-2020-0007>
- Wilson, J. (2020). The economic impact of coronavirus: analysis from Imperial experts. *Imperial College London*. Recuperado de <https://www.imperial.ac.uk/news/196514/the-economic-impact-coronavirus-analysis-from/>

- Wooldridge, Jeffrey M. *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press, 2010.
- Xiao, H., & Xi, J. (2021). The COVID-19 and earnings management: Chinas evidence. *Journal of Accounting and Taxation*, 13(2), 59-77. <https://doi.org/10.5897/JAT2020.0436><https://doi.org/10.5897/JAT2020.0436>
- Xu, G. & Ji, X. (2016). Earnings management by top Chinese listed firms in response to the global financial crisis. *International Journal of Accounting & Information Management*, 24(3), 226-251. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-06-2015-0034>
- Yu, F. F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of financial economics*, 88(2), 245-271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>
- Zeitun, R., Temimi, A., & Mimouni, K. (2017). Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 63, 21-33. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.05.004>
- Zendersky, C. H. (2005). *Gerenciamento de Resultados em Instituições Financeiras no Brasil – 2000 a 2004*. (Dissertação de Mestrado). Programa Multiinstitucional e InterRegional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB, UFPE e UFRN., Brasília, DF, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.unb.br/handle/10482/39207>
- Zimmerman, J. L. (1983). Taxes and firm size. *Journal of accounting and economics*, 5, 119-149. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90008-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90008-3)

APÊNDICES

APÊNDICE A – Matriz de Correlação

	GR	RF	Tamanho	Alavancagem	Crescimento	Crise	Tx Cambial	Tx Juros	RF*Crise	RF*TC	RF*TJ
GR	1.0000										
RF	0.0120	1.0000									
	0.6417										
Tamanho	-0.2367	-0.7486	1.0000								
	0.0000	0.0000									
Alavancagem	0.1306	-0.2361	0.2524	1.0000							
	0.0000	0.0000	0.0000								
Crescimento	0.1980	0.1495	-0.2234	-0.0115	1.0000						
	0.0000	0.0010	0.0000	0.6557							
Crise	0.0309	0.0130	0.0255	0.0096	0.0042	1.0000					
	0.2325	0.6166	0.3248	0.7121	0.8700						
Tx Cambial	-0.0229	-0.0014	0.0243	0.0144	-0.0412	-0.1467	1.0000				
	0.3759	0.9555	0.3477	0.5786	0.1110	0.0000					
Tx Juros	0.0220	0.0106	-0.0125	-0.0006	0.0165	0.5928	-0.1730	1.0000			
	0.3953	0.6821	0.6282	0.9805	0.5248	0.0000	0.0000				
RF*Crise	0.0097	0.4841	-0.3446	-0.1209	0.0868	0.6285	-0.0969	0.3751	1.0000		
	0.7073	0.0000	0.0000	0.0000	0.0008	0.0000	0.0002	0.0000			
RF*TC	-0.0055	0.8413	-0.6252	-0.1926	0.1037	-0.0487	0.3824	-0.0613	0.3340	1.0000	
	0.8321	0.0000	0.0000	0.0000	0.0001	0.0599	0.0000	0.0178	0.0000		
RF*TJ	0.0023	0.4631	-0.3401	-0.1039	0.0635	0.3807	-0.1155	0.6352	0.6853	0.3021	1.0000
	0.9304	0.0000	0.0000	0.0001	0.0141	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022). RF (Restrições Financeiras); Tx (Taxa); TC (Taxa Cambial); TJ (Taxa de Juros).

APÊNDICE B – Resultados Estimação moderada pela Crise

Gerenciamento de Resultados	<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)		<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)		<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)	
	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
<i>194 firmas</i>						
Restrições Financeiras	- 0,253	0,000***	- 0,127	0,001***	- 0,148	0,000***
Crise	0,057	0,029***	0,046	0,006***	0,043	0,003***
Restrições F. x Crise	- 0,042	0,054*	- 0,027	0,048**	- 0,029	0,162
Tamanho	- 4,600	0,000***	- 3,690	0,000***	- 4,057	0,000***
Alavancagem	0,294	0,000***	0,062	0,058*	0,078	0,015**
Crescimento	0,184	0,000***	0,047	0,026**	0,053	0,012**
<hr/>						
_constante	7,020	0,000***	5,890	0,000***	6,384	0,000***
<hr/>						
n° observações	1495		1495		1495	
Prob > F		0,000		0,000		0,000
R ² <i>adjust</i>	0,170					
R ² <i>within</i>			0,038		0,038	
R ² <i>between</i>			0,175		0,183	
R ² <i>overall</i>			0,122		0,130	
sigma_u			0,3651		0,3441	
sigma_e			0,1881		0,1880	
rho			0,7902		0,7699	
<hr/>						
Estimador	<i>Pooled Least Square</i>		Efeitos Fixos (robusto)		Efeitos Aleatórios	
Chow Test / χ^2	51,11		8,71		86,39	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
<hr/>						
IM-Test / χ^2	329,12					
Prob > F	0,000					
<hr/>						
Breusch-Pagan / χ^2					2471,47	
Prob > F					0,000	
<hr/>						
Hausman Test					16,89	
Prob > F					0,0097	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022). *** indica significância ao nível de 1%; ** indica significância ao nível de 5%; * indica significância ao nível de 10%.

APÊNDICE C – Resultados Estimação moderada pela Taxa Cambial

Gerenciamento de Resultados	<i>Accruals</i> Discricionários (DA)		<i>Accruals</i> Discricionários (DA)		<i>Accruals</i> Discricionários (DA)	
	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
<i>194 firmas</i>						
Restrições Financeiras	- 0,230	0,000***	- 0,079	0,060*	- 0,106	0,007***
Taxa Cambial (TC)	0,014	0,675	0,017	0,057*	0,200	0,288
Restrições F x TC	- 0,044	0,357	- 0,061	0,020**	- 0,061	0,022**
Tamanho	- 4,567	0,000***	- 3,346	0,000***	- 3,878	0,000***
Alavancagem	0,296	0,000***	0,065	0,047*	0,081	0,011**
Crescimento	0,183	0,000***	0,047	0,028**	0,054	0,013**
<hr/>						
_constante	6,983	0,000***	5,435	0,000***	6,141	0,000***
<hr/>						
n° observações	1495		1495		1495	
Prob > F		0,000		0,000		0,000
R ² <i>adjust</i>	0,165					
R ² <i>within</i>			0,037		0,037	
R ² <i>between</i>			0,173		0,177	
R ² <i>overall</i>			0,128		0,131	
sigma_u			0,3676		0,3399	
sigma_e			0,1883		0,1883	
rho			0,7922		0,7652	
<hr/>						
Estimador	<i>Pooled Least Square</i>		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
<i>Chow Test / chi²</i>	50,27		8,37		83,05	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
<hr/>						
<i>IM-Test / chi²</i>	318,54					
Prob > F	0,000					
<hr/>						
<i>Breusch-Pagan / chi²</i>					2464,42	
Prob > F					0,000	
<hr/>						
<i>Hausman Test</i>					6,05	
Prob > F					0,000	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022). *** indica significância ao nível de 1%; ** indica significância ao nível de 5%; * indica significância ao nível de 10%.

APÊNDICE D – Resultados Estimação moderada pela Taxa de Juros

Gerenciamento de Resultados	<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)		<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)		<i>Accruals</i> Discrecionários (DA)	
	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor	coeficiente	p-valor
<i>194 firmas</i>						
Restrições Financeiras	- 0,256	0,000***	- 0,125	0,001***	- 0,152	0,000***
Taxa de Juros (TJ)	0,027	0,300	0,015	0,333	0,014	0,342
Restrições F x TJ	- 0,028	0,459	- 0,004	0,866	- 0,005	0,804
Tamanho	- 4,563	0,000***	- 3,320	0,000***	- 3,840	0,000***
Alavancagem	0,295	0,000***	0,063	0,052*	0,080	0,012**
Crescimento	0,184	0,000***	0,048	0,025**	0,053	0,012**
_constante	6,991	0,000***	5,408	0,000***	6,100	0,000***
n° observações	1495		1495		1495	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
R ² <i>adjust</i>	0,165					
R ² <i>within</i>			0,033		0,033	
R ² <i>between</i>			0,177		0,181	
R ² <i>overall</i>			0,123		0,130	
sigma_u			0,3671		0,3392	
sigma_e			0,1886		0,1886	
rho			0,7911		0,7638	
Estimador	<i>Pooled Least Square</i>		Efeitos Fixos		Efeitos Aleatórios	
Chow Test / χ^2	50,29		7,52		78,41	
Prob > F	0,000		0,000		0,000	
IM-Test / χ^2	313,78					
Prob > F	0,000					
Breusch-Pagan / χ^2					2458,65	
Prob > F					0,000	
Hausman Test					230,36	
Prob > F					0,000	

Fonte: Dados da Pesquisa (2022). *** indica significância ao nível de 1%; ** indica significância ao nível de 5%; * indica significância ao nível de 10%.