

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO –
FECAP
MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RUBENS HIROKAZU ARAKAWA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO NO BRASIL EM PROCESSO DE
RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

São Paulo

2015

RUBENS HIROKAZU ARAKAWA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS DE CAPITAL
ABERTO NO BRASIL EM PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de
Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito
para a obtenção do título de Mestre em Ciências
Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva
Co-orientador: Profa. Dra. Elionor Farah Jreige
Weffort

São Paulo

2015

RUBENS HIROKAZU ARAKAWA

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO
NO BRASIL EM PROCESSO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

COMISSÃO JULGADORA

Profa. Dra. Joanília Neide de Sales Cia
Universidade de São Paulo - USP
Professora Membro da Banca Examinadora

Profa. Dra. Elionor Farah Jreige Weffort
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professora Co-orientadora Membro da Banca Examinadora

Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

São Paulo, 18 de março de 2015.

AGRADECIMENTOS

À Deus que nos dá a vida, a força, disposição e permissividade para a execução do trabalho. Posso dizer agora que entendo a passagem bíblica *“Para o homem não existe nada melhor do que comer, beber e encontrar prazer em seu trabalho. E vi que isso também vem da mão de Deus.”* (Eclesiastes 3:24 - Bíblia).

À minha amada esposa Simone pelo apoio e pelas horas furtadas em nosso convívio no decorrer da elaboração da dissertação a quem eu dedico esse trabalho. Às minhas filhas Ellen e Laís que tanto amo e são minha herança nessa terra.

Ao professor Dr. Aldy Fernandes da Silva, meu orientador, pelas horas dedicadas à revisão, acompanhamento, reuniões, reflexões, sem o qual não conseguiria operacionalizar os testes estatísticos.

À professora Dra. Elionor Farah Weffort, minha co-orientadora que incentivou-me, direcionando-me e apresentando sempre insights muito úteis para o desenvolvimento da pesquisa. À professora Dra. Joaínia Neide de Sales Cia pelas contribuições como membro das bancas de qualificação e defesa.

À Fecap e todos os seus colaboradores que permitiram que eu realizasse esse trabalho.

E finalmente a família Bassi, representados por Luiz Eugenio Bassi, José Ribamar Bassi, Wilson Donizetti Bassi, Bruno Bassi e Vinicius Giovani Bassi que, acreditam no valor da educação de seus colaboradores permitindo-me a realização desse trabalho.

RESUMO

Desde a promulgação da Lei nº 11.101/05 as empresas insolventes tem a oportunidade de peticionarem um plano de recuperação judicial, ao qual permite renegociarem junto aos seus credores a postergação dos seus pagamentos, possibilitando a reorganização administrativa e recuperação da empresa. Esta pesquisa teve como objetivo identificar evidências de gerenciamento de resultados em empresas de capital aberto da BMF&Bovespa que pediram recuperação judicial, utilizando como *proxy* de gerenciamento de resultados as acumulações discricionárias. Foram identificadas 25 empresas em recuperação judicial no período de 2000 a 2013, que continham dados completos sobre informações contábeis e financeiras. Foram analisadas as variações discricionárias do grupo de empresas em recuperação judicial versus o grupo de controle (empresas que não entraram em recuperação), segmentando por setor. Os resultados indicam que existe diferença nas acumulações discricionárias das empresas cinco anos antes de entraram em recuperação judicial em relação ao grupo de controle. Os resultados também sugerem uma reversão no sinal das acumulações discricionárias (de negativo para positivo) nos cinco anos após o pedido de recuperação judicial. Segundo a literatura, os resultados sugerem a utilização da modalidade de gerenciamento de resultados “big bath ou take a bath”.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados. Recuperação judicial. Acumulações discricionárias.

ABSTRACT

Since the promulgation of Law in Brazil No. 11.101/05 insolvent companies had the opportunity to propose judicial recovery plan, which allows renegotiate with its creditors to postpone their payments, allowing the administrative reorganization and recovery of the company. This research aimed to identify earnings management evidence in publicly traded companies in the BMF&Bovespa that petitioned judicial recovery, using as earnings management proxy discretionary accruals. We identified 25 companies in bankruptcy protection from 2000 to 2013, containing full details of accounting and financial information. Discretionary changes in the group of companies in bankruptcy protection were analyzed versus the control group (companies that did not enter into recovery), segmenting by sector. The results indicate that there is difference in discretionary accruals of the companies five years before entered judicial recovery (bankruptcy protection) in the control group. The results also suggest a reversal in the sign of discretionary accruals (from negative to positive) in the five years after the judicial recovery filing. According to the literature, the results suggest the use of earnings management mode "big bath or take a bath."

Keywords: Earnings management. Judicial recovery plan. Discretionary accruals.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1-	Padrões de gerenciamento de resultados a partir dos Accruals discricionários (DAC).....	19
FIGURA 2 –	Relações contratuais e o custo de Monitoramento.....	20
FIGURA 3 –	Metodologia de análise da questão pesquisada e H1.....	32
FIGURA 4 –	Metodologia de análise da questão pesquisada e H2.....	32
FIGURA 5 –	Gráficos de resíduos da variável dependente (DAC) do modelo.....	44
FIGURA 6 -	Gráfico dos accruals discricionários 5 anos antes e após a recuperação judicial.....	47

LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 –	Principais diferenças decreto lei 7661/45 e lei 11.101/05....	25
QUADRO 2 –	Empresas em recuperação judicial.....	33
QUADRO 3 –	Empresas em recuperação judicial com dados completos.....	33
QUADRO 4 –	Quadro comparativo trabalhos de GR internacional.....	38
QUADRO 5 –	Quadro comparativo trabalhos de GR internacional.....	56
QUADRO 6 –	Quadro comparativo trabalhos de GR nacional.....	57
QUADRO 7 –	Quadro comparativo principais trabalhos de GR relacionados com falência.....	58

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 -	Estatística descritiva das variáveis Dependente e explicativas.....	39
TABELA 2 -	Análise descritiva da variável TA por subsetor.....	40
TABELA 3 -	Análise descritiva da variável TA por subsetor, considerando a dummy recuperação judicial.....	40
TABELA 4 -	Matriz de correlação de spearman entre variáveis do modelo.....	41
TABELA 5 -	Estatística descritiva das variáveis dependete e explicativas por grupo de empresas.....	41
TABELA 6 -	regressão MQO dos <i>accruals</i> totais (TA).....	43
TABELA 7 -	estatística descritiva antes e após o deferimento da recuperação judicial.....	45
TABELA 8 -	Teste t para amostras emparelhadas para as variáveis TA e DAC.....	46

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA.....	11
1.2 OBJETIVO DA PESQUISA	13
1.3 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA.....	14
1.4 JUSTIFICATIVA.....	15
1.5 ORGANIZAÇÃO DO TRABALHO.....	16
2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES.....	17
2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS.....	17
2.2 A RECUPERAÇÃO JUDICIAL	26
3 METODOLOGIA.....	32
3.1 ASPECTOS METODOLOGICOS.....	32
3.2 CAMPO DE ESTUDO.....	34
3.3 MODELO PARA DETECÇÃO DE GR E VARIÁVEIS DA PESQUISA.....	34
4 RESULTADOS	41
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA	41
4.2 RESULTADOS SOBRE A HIPÓTESE H1.....	45
4.3 RESULTADOS SOBRE A HIPÓTESE H2.....	47
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	50
REFERÊNCIAS	51

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA

O ambiente de negócios, com abrangência global, velocidade nas transações (operacionais e financeiras) e competitivo, cria a necessidade de harmonização das informações entre as diferentes culturas. As complexas operações, com elevado grau de risco, a necessidade constante de investimentos e financiamentos para alavancagem e a consolidação das empresas em seus mercados incentivam a manutenção desse modelo. Entretanto, esses fatores podem forçar o conflito de interesse dos diversos agentes envolvidos. Segundo Jensen e Meckling (1976) os custos de agência aumentam à medida que diminui a maximização da gestão do principal, que delega e divide com o(s) agente(s) (gestores) essa função e a propriedade torna-se mais dispersa. A Teoria da Agência em conjunto com a Teoria da Firma aborda as relações contratuais explícitas e implícitas entre os agentes, cada qual tentando maximizar seus interesses, que divergem dos interesses do principal, culminando na chamada assimetria informacional. Dessa forma, entende-se que um dos principais papéis da contabilidade é diminuir a assimetria informacional, através da qualidade da informação.

Os gestores frente a todos esses desafios podem estar propensos a gerenciar os resultados contábeis, segundo Iudicibus (1989, p. 1) que declara:

Os gerentes [...] têm-se utilizado em demasia de manobras financeiras e de hábil manuseio de princípios contábeis para auferir, para seus conglomerados, grandes lucros financeiros sem, na opinião de Kaplan, adicionar verdadeiro valor econômico aos empreendimentos o que seria obtido apenas dando mais ênfase aos fatores qualitativos, acima apontados do que as manobras contábeis e financeiras.

De acordo com Scott (2011, p. 423, tradução nossa) “o gerenciamento de resultados são as escolhas efetuadas por um administrador de práticas contábeis, ou ações reais, que afetam o resultado a fim de atingir alguns objetivos específicos.”¹

Segundo Paulo (2007, p. 12), o termo gerenciamento de resultados (GR) tem uma abordagem bastante ampla na literatura científica, e considerando que há uma ação de intervenção sobre as informações contábeis, o termo manipulação é mais adequado. O autor assevera que:

[...] a manipulação das informações contábeis é o conjunto de práticas desenvolvido pelos administradores seja através das escolhas contábeis ou alteração das atividades

¹Tradução livre de: “earnings management is the choice by a manager of accounting policies, or real actions, affecting earnings so as to achieve some specific reported earnings objective”

operacionais (reais) normais da empresa, com objetivo de interferir, intencionalmente, na informação contábil reportada e, conseqüentemente, afetar a análise de desempenho da empresa ou influenciar as relações contratuais que dependem dos números contábeis. A manipulação da informação contábil pode ser classificada em: (1) gerenciamento de resultados através das escolhas contábeis (principalmente, accruals), (2) gerenciamento de resultados através de atividades operacionais e, (3) manipulações classificatórias das demonstrações contábeis.

Podemos supor que os resultados contábeis possam ser afetados pelo aumento das práticas de gerenciamento de resultados (GR) em decorrência da degradação da situação financeira das empresas caracteristicamente pela insolvência de suas obrigações (*stress* financeiro). Leach e Newsom (2007, p. 125, tradução nossa) asseveram que:

Mascarar o mau desempenho operacional é uma explicação plausível do por que os gestores de empresas em situação falimentar, eventualmente gerenciam seus resultados. Isso faria com que os usuários das demonstrações financeiras acreditassem que os problemas da empresa são insignificantes e suportaria o preço das ações negociadas.²

Segundo Kallunki e Martikainen (2003, p. 311, tradução nossa), por definição, “o gerenciamento de resultados refere-se às ações que uma empresa leva para ajustar seus lucros para cima durante tempos difíceis e para baixo em tempos bons”.³

Segundo Silva et al (2014, p. 269, tradução nossa):

as práticas contábeis para o reconhecimento, mensuração e divulgação são sensíveis ao meio em que elas são aplicadas, respondendo a estímulos decorrentes dos sistemas jurídicos, características políticas e econômicas dos usuários e preparadores de Demonstrações Financeiras, dos valores culturais e outras fontes⁴.

No Brasil em 09 de junho de 2005 foi promulgada a legislação que regula o processo falimentar, a Lei nº 11.101/05. Araujo e Funchal (2009, p. 194) asseveram que “a nova lei melhora a legislação falimentar existente integrando o sistema de insolvência com os amplos sistemas legais e comerciais do país, proporcionando uma opção de reorganização judicial e extrajudicial”.

Segundo Moro Jr. (2011, p. 13), “o plano de recuperação é o instrumento que será utilizado pelo devedor para planejar e demonstrar os meios pelos quais pretende se reorganizar, bem como obter condições para liquidar as suas dívidas com os credores.”

² Tradução livre de: One plausible explanation for why managers of firms that eventually file for bankruptcy manage their earnings is to mask poor operating performance. Hopefully this makes financial statement users believe that their firm's problems are insignificant and supports the firm's stock price.

³ Tradução livre de: By definition, earnings management refers to the actions a firm takes to adjust its earnings upwards during hard times and downwards during good times.

⁴ Tradução livre de: Accounting practices for recognition, measurement and disclosure are sensitive to the environment in which they are applied, responding to stimuli arising from the legal systems, political and economic characteristics of users and preparers of financial statements, cultural values, and other sources.

Conforme a Lei nº. 11.101/05 (BRASIL, 2005) as empresas insolventes têm a oportunidade de peticionarem um plano de recuperação judicial, ao qual permite renegociarem junto aos seus credores, postergando seus pagamentos, possibilitando a reorganização administrativa e recuperação da empresa.

Pesquisas visando identificar a interação entre o gerenciamento de resultados contábeis e falência das empresas, denotam o aumento da exploração dessa temática nos últimos anos. São alguns deles: Franceschetti e Koshtial (2013), Beams, Huang e Yan (2013), Perols e Loungee (2011), Barua, Lin e Sbaraglia (2010), Leach e Newsom (2007), Rosner (2003), Kallunki e Martikainen (2003).

Os gestores das empresas em contínua busca por resultados podem estar utilizando-se do gerenciamento de resultados GR e, essa prática pode estar ocultando, no curto prazo, o risco de continuidade da operação. Na Bolsa de Valores de São Paulo (BMF&Bovespa), observa-se que existem empresas em situação de recuperação judicial, entretanto, em algumas situações com certa valorização de suas ações. Waldir de Jesus Nobre, superintendente de relações com o mercado e intermediários da Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2010), declara, “[...] as empresas são, sim, obrigadas a detalhar seus resultados, mas são os investidores que têm de procurar informações que possam definir se vão ou não fechar negócio. Não nos cabe julgar se o negócio é bom ou ruim”.

Assim, surge a seguinte questão de pesquisa: empresas listadas na bolsa que entraram com pedido de recuperação judicial ou falimentar, gerenciaram seus resultados em períodos anteriores?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo dessa pesquisa é identificar evidências de GR em empresas de capital aberto da BMF&Bovespa que, pediram recuperação judicial, utilizando como *proxy* de GR as acumulações discricionárias. Pretendemos identificar as variações das acumulações discricionárias do grupo de empresas em recuperação judicial versus o grupo de controle (empresas que não estão em recuperação judicial), segmentando por setor. A partir dos resultados obtidos pretendemos estender as análises até 5 anos após a comunicação, petição ou diferimento da recuperação judicial, visando identificar a reversão dos resultados após a recuperação judicial.

Segundo Dechow et al. (2011, p. 4, nossa tradução), se o pesquisador tem antecedentes razoáveis relativos ao período(s) em que se espera a reversão da hipótese de gerenciamento de

resultados, o poder e a especificação de testes para gerenciamento de resultados pode ser significativamente melhorado através da incorporação dessas reversões.⁵ Neste trabalho não pretendemos aplicar os testes efetuados na pesquisa realizada por Dechow et al. (2011) apenas ressaltar que as pesquisas indicam que o GR aplicado em um período reverte-se em outro.

1.3 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

“Delimitar o assunto é selecionar um tópico ou parte a ser focalizada” (CERVO; BERVIAM, 1996, p. 65).

A pesquisa foi realizada com empresas brasileiras de capital aberto, cujas demonstrações contábeis foram obtidas do banco de dados do software Economática e do sítio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Quanto ao período de análise trabalhou-se com o intervalo de tempo de 2000 a 2013, onde, identificamos vinte e cinco empresas em situação de recuperação judicial e/ou processo falimentar na BMF&Bovespa que compõem nossa base a ser estudada.

Considerando que efetuamos um corte, a partir de 2005 por conta da promulgação da Lei 11.101 em 09 de junho de 2005 (BRASIL, 2005), onde alteraram, disciplinaram e revogaram alguns dispositivos do antigo Decreto Lei 7.661 (BRASIL, 1945) de 21 de junho de 1945 – Lei de Falência e Concordata, entendemos que esta data passa também a ser uma delimitação. Entretanto, consideraremos para fins de análise as datas de comunicação a mercado, peticionamento do plano de recuperação judicial ou diferimento.

Ressaltamos também a limitação da pesquisa quanto a utilização de acumulações discricionárias como *proxy* das práticas de gerenciamento de resultados, através do modelo de acumulações agregadas denominado Modified Jones Model (1995), conforme Dechow, Sloan e Sweeney (1995).

1.4 JUSTIFICATIVA

DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999, p. 2, tradução nossa) asseveram que:

⁵ Tradução livre de: If the researcher has reasonable priors concerning the period(s) in which the hypothesized earnings management is expected to reverse, the power and specification of tests for earnings management can be significantly improved by incorporating these reversals

[...] executivos têm uma considerável flexibilidade na escolha dos métodos de inventário, provisão para devedores duvidosos, contabilização de pesquisa e desenvolvimento, o reconhecimento das vendas ainda não realizadas/entregues, as estimativas das provisões/gastos com pensões, capitalizações de leasing e despesas de marketing, não reconhecimento/diferimento dos gastos de manutenção, e assim por diante. Além disso, eles podem adiar despesas ou aumentar as receitas, por exemplo, baixando os preços. Assim, os executivos têm o incentivo e a capacidade de gerenciar ganhos. Não é de surpreender que a imprensa popular freqüentemente descreva as empresas envolvidas na gestão de receitas por vezes referido como a manipulação.⁶

Nas últimas décadas temos nos deparado com diversas notícias sobre empresas que se tornaram insolventes e posteriormente entraram em processo de falência, as variáveis estão ligadas geralmente há mudança do cenário econômico e/ou má gestão, entretanto, em alguns casos existem suspeitas de manipulações e até indícios de fraudes⁷. Assim as motivações para realização desse trabalho são: (a) a inexistência de trabalhos acadêmicos em âmbito nacional que inter-relacionem GR e empresas em recuperação judicial, (b) o gerenciamento ou a manipulação dos resultados contábeis poderem ou não estar correlacionados com a insolvência das empresas e posterior processo de recuperação judicial, (c) a relevância do assunto, pois impacta diretamente a credibilidade das informações apresentadas por analistas de mercado, (d) a expectativa da promoção de maior controle dos órgãos fiscalizadores sobre as informações divulgadas pelas empresas.

A justificativa reside no fato de que o GR é um tema bastante estudado em pesquisas nacionais e internacionais. Todavia, existem lacunas em âmbito nacional. Uma dessas lacunas é a análise do gerenciamento de resultados em empresas em recuperação judicial. Observa-se na literatura internacional que desde 2003 (KALLUNKI; MARTIKAINEN, 2003) são desenvolvidas pesquisas relacionando o GR e o processo falimentar. No Brasil o GR é pesquisado desde 2001 (MARTINEZ, 2001), entretanto, não existem pesquisas com esse objetivo, estudar a relação entre o GR e a recuperação judicial.

Quanto à contribuição, podemos citar entre outros, (1) aumentar e disseminar o conhecimento empírico e científico quanto às consequências do GR em empresas em processo

⁶ Tradução livre de: executives have considerable flexibility in the choice of inventory methods, allowance for bad debt, expensing of research and development, recognition of sales not yet shipped, estimations of pension liabilities, capitalizations of leases and marketing expenses, delay in maintenance expenditures, and so on. Moreover, they can defer expenses or boost revenues, say, by cutting prices. Thus, executives have both the incentive and ability to manage earnings. it is hardly surprising that the popular press frequently describes companies as engaged in earnings management sometimes referred to as manipulation.

⁷ Veja exemplos de histórias: Minoritários da OGX processam Eike, Bolsa e CVM (O Estado de São Paulo, 09/10/2013), Auditoria revela fraude de R\$ 200 milhões no Café Pilão (Veja, 14/09/2012). A Olympus é suspeita de uma das maiores fraudes contábil do mundo corporativo (Revista Exame, 08/12/2011). A fraude do Panamericano (O Estado de São Paulo, 13/10/2010). Comissão reguladora dos EUA acusa Parmalat de Fraude “descarada” (Folha de São Paulo, 30/12/2003).

de recuperação judicial, (2) auxiliar os órgãos reguladores, fiscalizadores e os investidores a identificar o GR, (3) contribuir no desenvolvimento de mecanismos de controle a partir das conclusões da pesquisa.

1.5 ORGANIZAÇÃO DA PESQUISA

Além dessa seção, que trata da introdução, este trabalho está estruturado em mais quatro seções, descritas a seguir.

Segunda Seção – referencial teórico, que aborda os conceitos e outras informações identificadas na literatura sobre o GR e empresas em situação falimentar.

Terceira Seção – aspectos metodológicos, que caracteriza o estudo, os métodos utilizados na pesquisa, a composição da amostra dos dados a serem utilizados no estudo e a identificação das variáveis que compõem o constructo do problema de pesquisa.

Quarta Seção – análise de dados, que descreve os resultados obtidos pela análise dos dados da pesquisa, na aplicação do modelo e apresenta os resultados dos testes das hipóteses de pesquisa.

Quinta Seção (última) – considerações finais, onde estão relatadas as conclusões a que se chegou por meio do resultado e da análise dos dados, as limitações que surgiram durante a pesquisa e as contribuições e sugestões para futuros estudos.

2 REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Neste capítulo apresentamos uma revisão da literatura sobre GR, recuperação judicial e as pesquisas recentes sobre GR em empresas em processo de recuperação judicial.

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

Os relatórios contábeis e financeiros são algumas das principais bases de informações para a tomada de decisão por parte dos gestores que, representam os investidores, financiadores (*stakeholders*).

O CPC 00-R1 (CPC, 2008) define, como um dos objetivos dos relatórios:

O objetivo do relatório contábil-financeiro de propósito geral é fornecer informações contábeis-financeiras acerca da entidade que reporta essa informação (*reporting entity*) que sejam úteis a investidores existentes e em potencial, a credores por empréstimos e a outros credores, quando da tomada decisão ligada ao fornecimento de recursos para a entidade. Essas decisões envolvem comprar, vender ou manter participações em instrumentos patrimoniais e em instrumentos de dívida, e a oferecer ou disponibilizar empréstimos ou outras formas de crédito.

Destaca-se os relatórios contábeis e financeiros, como uma das informações principais para medida de desempenho do lucro ou prejuízo de uma empresa e, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 174), “o lucro é usado para a predição da trajetória futura da empresa e como medida de desempenho e orientação para decisões gerenciais futuras”. De acordo com Martinez (2001), muitas vezes é com base nesse número que se avalia o desempenho das empresas. Segundo Iudícibus (2010, p. 71) “uma das finalidades da contabilidade é a avaliação de desempenho de períodos passados; outra, muito importante, é fornecer informações hábeis para tomada de decisões gerenciais”.

Considerando que os relatórios contábeis e financeiros são fonte de informações, e fornecem resultados que propiciam medir o desempenho passado, base para prever resultados futuros, logo, informações que forem manipuladas podem induzir os usuários da informação, *stakeholders*, a análises incorretas e tomadas de decisão equivocadas. Pressupõe-se que investidores ou possíveis credores façam avaliação da situação financeira das empresas, para posteriormente investirem ou continuar a investir, bem como a conceder ou não crédito, ou ainda a cobrar uma taxa maior para empresas que tem maior risco de crédito, principalmente se estiverem em situação de insolvência.

Segundo Martinez (2001) o GR é a diferença entre a contabilidade pelo regime de caixa e a contabilidade pelo regime de competência que reside no aspecto temporal de reconhecimento de receitas e despesas. No longo prazo, os dois sistemas proporcionam o

mesmo resultado. Entretanto no curto prazo, o processo de reconhecimento de receitas e despesas cria diferenças. Perante esse fato, o GR no âmbito contábil nada mais é que outra maneira de tratar a diferença existente entre os dois sistemas. Com o GR trazem-se os lucros para quando estes são necessários e empurram-se as despesas para frente.

Existem diversas definições atribuídas para GR (*Earnings Management*). Para Healy e Walen (1999, p. 363):

Gerenciamento de Resultados ocorre quando os administradores usam julgamento sob a informação financeira e as atividades operacionais para alterar informações financeiras ou iludir alguns investidores sobre o desempenho da companhia ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contábeis informados.⁸

“A diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido é conhecido como *accruals* [...] todas aquelas contas de resultado que entraram no cômputo do lucro, mas que não implicam em necessária movimentação de disponibilidades”. (MARTINEZ, 2001, p. 16)

Essas movimentações ocorrem nos chamados *accruals* discricionários (Jones, 1991), que basicamente são contas do ativo ou passivo onde são provisionados efeitos do reconhecimento de despesas ou receitas, em conformidade com conceitos contábeis e normativos, e não geram impactos imediatos no caixa. *A priori* o GR ocorre no julgamento empregado por parte do gestor (agente) e os objetivos que busca alcançar. Considerando que do *total de accruals (TA)* então podemos destacar uma parte que não sofre discricionariedade dos gestores denominado de *accruals não discricionários (NDAC)* que, referem-se as transações correntes e naturais da operação e a parte que sofre a influencia e/ou manipulação intencional denomina de *accruals discricionários (DAC)*, podemos dizer que a equação de TA é descrita da seguinte forma:

$$TA = NDAC + DAC$$

onde:

TA = Total de *accruals*

NDAC = *Accruals* não discricionários

DAC = *Accruals* discricionários

A *proxy* de GR a ser estimada e analisada para fins do trabalho resume-se na DAC, também denominada variável de interesse. Presume-se dessa forma que o fluxo de caixa não é passível de manipulação.

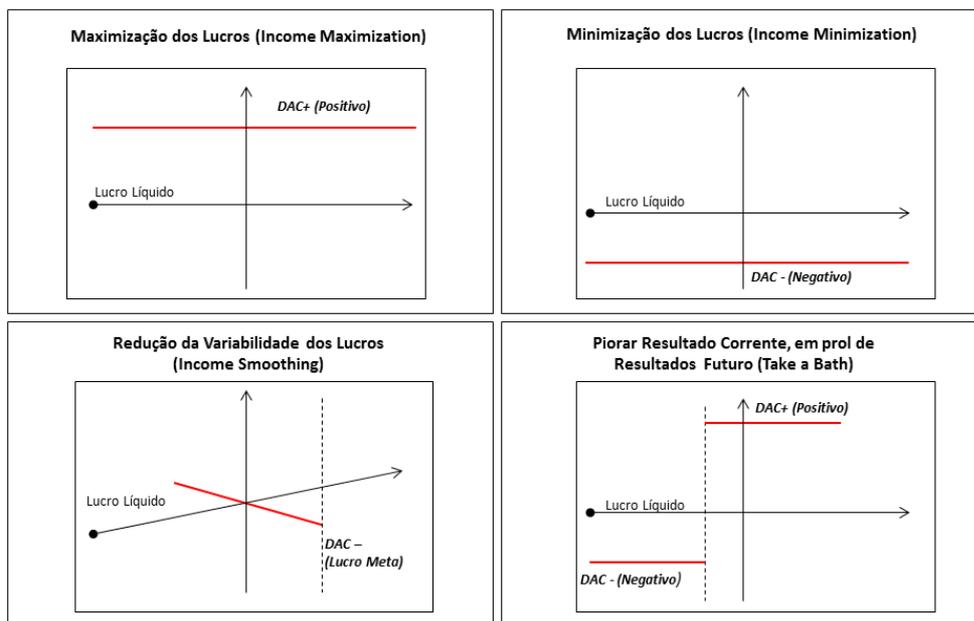
⁸ Tradução livre de: Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.

Segundo Flores (2012, p. 28), “dentre as modalidades mais estudadas em relação ao gerenciamento de resultados estão o *target earnings*, *income smoothing* e *big bath accounting*”, que podem ser descritas como:

- Target Earnings*: gerenciamento de resultados para aumentar ou diminuir lucros. Os resultados são gerenciados com objetivo de atingir determinadas metas, podendo variar positivamente ou negativamente;
- Income Smoothing*: gerenciamento de resultados com o objetivo de suavizar ou reduzir a variabilidade. Deseja-se, neste caso, manter o resultado sem grandes flutuações;
- Big Bath/ Take a Bath*: gerenciamento de resultados para reduzir lucros em prol de lucros futuros. Segundo Martinez (2001, p. 43), “As empresas gerenciam os seus resultados correntes piorando-os, tendo como propósito ter melhores resultados no futuro”.

A Figura 1 ilustra a relação entre o lucro e os *accruals* discricionários segundo Martinez (2001).

FIGURA 1 - PADRÕES DE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS A PARTIR DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS (DAC)



Fonte: Adaptado de Martinez (2001, p. 44).

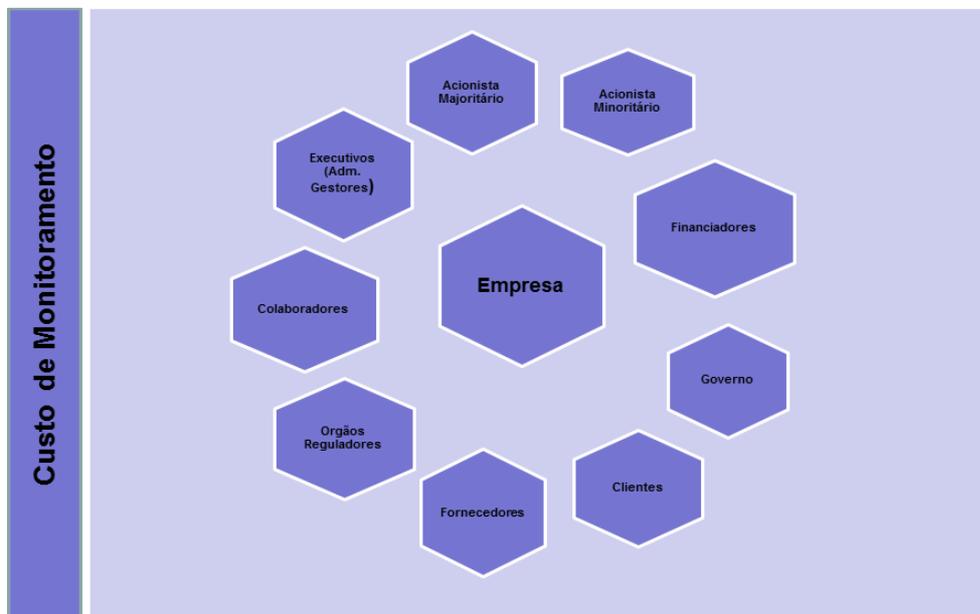
Os fatores motivacionais para GR são bastante estudados na literatura e o primeiro estudo sobre este tema, aqui indiretamente associado, é sobre a Teoria da Agência de Jensen e

Meckling (1976). De acordo com a Teoria da Agência, há escolhas ou decisões que podem maximizar a riqueza de uma parte ou o interesse da outra, de modo que decisões favoráveis a um lado podem ser desfavoráveis ao outro, pois os propósitos não são simétricos entre as partes, gerando um custo de oportunismo (provenientes de comportamento oportunista). Assim, essa teoria está alicerçada na inexistência do agente perfeito e na inexistência da simetria de informações, evidenciando inicialmente a separação entre proprietários e administradores ou gestores. Os conflitos de interesses entre os agentes em uma relação são inevitáveis e apesar das organizações não serem indivíduos, de fato, elas colecionam diversos tipos de relacionamentos contratuais com regras explícitas e implícitas. Jensen e Meckling (1976, p. 9) asseveram que:

[...] A firma é uma ficção legal que serve como um foco para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes de indivíduos (alguns dos quais podem “representar” outras organizações) atingem um equilíbrio no contexto de relações contratuais.

Dessa forma podemos entender que, as organizações cumprem um papel nas relações internas e externas com o mercado, portanto, há uma necessidade de transparência, ao qual podemos evidenciar na Figura 1.

FIGURA 2 - RELAÇÕES CONTRATUAIS E O CUSTO DE MONITORAMENTO.



Fonte: Do autor.

Os diversos agentes têm interesses assimétricos e a maximização do interesse de um dos agentes provoca desequilíbrio em outro agente. Assim observamos a necessidade de

monitoramento e os eventuais custos. Essa complexidade e integração entre agentes internamente, dentro das organizações, e externamente (demais agentes) justificam o monitoramento e seus respectivos custos, denominado Custo de Monitoramento.

Nesse contexto considerando que, (i) as relações internas ou externas são contratos que podem ser explícitos ou implícitos, podendo guardar um grau de subjetividade, mesmo sendo tácitos; e (ii) os interesses dos vários agentes não são simétricos, gerando um conflito de interesses. Dessa forma o gerenciamento de resultados acaba sendo utilizado, como demonstram as diversas pesquisas em âmbito nacional e internacional. Outrossim cabe ressaltar que apesar do gerenciamento de resultado alterar a simetria informacional, prejudicando a interpretação dos resultados, a pratica não é ilícita.

O tema gerenciamento de resultados passou a receber maior atenção a partir dos escândalos contábeis. DeGeorge, Patel e Zeckhauser (1999, p. 2, tradução nossa) asseveram que, “não é de surpreender que a imprensa popular frequentemente descreva as empresas envolvidas em gerenciamento de resultados, por vezes referindo-se como manipulação.”⁹ Os autores referenciam a essa citação episódios relatados no jornal *New York Times* em 23 de Junho 1996, de empresas que estão alterando suas relatórios e consequentemente seus resultados. Os trabalhos de Healy (1985), DeAngelo (1986), McNichols e Wilson (1988), Schipper (1989), Jones (1991) são precursores no âmbito internacional e, a partir da descoberta da fraude da Enron Corp em 2001 e da WorldCom Inc em 2002, que abalaram os mercados financeiros em escala mundial, observa-se um aumento significativo de pesquisas científicas em GR. Cabe ressaltar que o GR não constitui-se em fraude, pois está dentro dos limites das normas contábeis, entretanto observa-se que em alguns casos a fronteira é ultrapassada passando a fraude. Martin et al. (2002), relatam 94 casos de fraudes apresentados pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) e *Wall Street Journal* (WSJ). Na literatura internacional foram desenvolvidos alguns trabalhos com o objetivo de identificar a interação entre o gerenciamento de resultados contábeis e o risco de falência das empresas que, denotam o aumento da exploração dessa temática nos últimos anos. São alguns deles: Franceschetti e Koshtial (2013), Beams, Huang e Yan (2013), Leach e Newsom (2007), Rosner (2003), Kallunki e Martikainen (2003).

Kallunki e Martikainen (2003, p. 311, tradução nossa) investigaram se o gerenciamento nos resultados de empresas finlandesas poderia afetar a rentabilidade futura e

⁹ Tradução livre de: “It is hardly surprising that the popular press frequently describes companies as engaged in earnings management – sometimes referred to as manipulation” (See, e.g. the multipage stories “Excuses Aplenty When companies Tinker with Their Profits Reports”, *New York Times* June 23, 1996)

asseveram que: “[...] estudo investiga se o nível corrente de gerenciamento de resultados pode ser usado para prever a rentabilidade futura em empresas finlandesas”¹⁰. Apesar de não existir uma correlação direta entre o tema gerenciamento de resultados e falência, como sugestão para futuras pesquisas os autores sugerem haver correlação entre gerenciamento de resultados e a previsão de falências, através da previsibilidade da rentabilidade futura.

Rosner (2003, p. 367, tradução nossa) asseverou que a “fraude caracteriza-se quando o gerenciamento de resultados viola os princípios contábeis geralmente aceitos”¹¹. Observamos nesse trabalho uma preocupação com os riscos de manipulação dos resultados ou reporte de demonstrações financeiras fraudulentas. A pesquisa utilizou uma amostra de 51 empresas decretadas pela *Security and Exchange Commission* (SEC) como falidas de um total de 293. O período estudado abrangeu os anos de 1985 a 1997. As empresas foram segregadas entre empresas estressadas e não estressadas¹² e, após analisadas as demonstrações financeiras no período de 5 anos, identificou-se evidências de ganhos maiores nas empresas não estressadas.

Leach e Newsom (2007) estudaram 114 empresas, com pedido de falência, que possuíam dados completos de uma amostra inicial de 419, no período de 1980 a 2000. Sua hipótese era de que as empresas apresentavam resultados mais favoráveis em anos anteriores ao período pré-falimentar e posteriormente havia um gerenciamento negativo quando da proximidade do pedido de falência. Através das análises estatísticas, observou-se que as acumulações discricionárias apresentaram variações passando de positivas para negativas. Leach e Newsom (2007, p. 125, tradução nossa), asseveram que:

Uma explicação plausível para por que os gerentes de empresas que, eventualmente estão próximos da falência gerir os seus rendimentos, é para mascarar o mau desempenho operacional. Esperando que isto faça com que os usuários das demonstrações financeiras acreditem que os problemas de sua empresa são insignificantes e apoia o preço das ações da empresa. Neste caso, seria de esperar na amostra de empresas falidas a antecipação de receitas prematuramente (ou fictícia) em períodos anteriores à data do pedido de falência, incorrendo em uma quantidade desproporcional de contas a receber para um determinado nível de vendas. Da mesma forma, os gerentes das empresas poderiam fazer ajustes favoráveis antecipando contas a receber, ou mantendo créditos antigos para impulsionar as vendas e lucro líquido.

¹⁰ Tradução livre de: This study investigates whether the level of current earnings management can be used to predict future profitability of Finnish firms.

¹¹ Tradução livre de: “while earnings management may not technically violate generally accepted accounting principles (GAAP), fraud does”

¹² Classificação das empresas, texto original: The stressed/nonstressed classification is based on ex ante signs in the financial statements of impending bankruptcy. Rosner (2003, p. 368)

Quando os gerentes fazem isso nas suas demonstrações financeiras, denominados de gerenciamento de resultados positivos.¹³
 [...] Quando os gerentes fazem suas demonstrações financeiras parecer pior, chamamos de gerenciamento de resultados negativos.¹⁴

Leach e Newsom (2007) separaram as empresas em três grupos: o primeiro grupo de empresas que pediram falência, o segundo de empresas que pediram falência e estavam envolvidas em fraudes e um grupo de controle. Foi constatado um gerenciamento de resultados mais agressivo no segundo grupo, no qual os autores concluíram:

Nosso resultado apoia a ideia de que as empresas que, eventualmente, peçam a falência estão tentando melhorar seus resultados nas demonstrações financeiras anos antes da falência. Em seguida, a medida *accruals* diminui em magnitude [...]. Este poderia ser um resultado da diminuição na capacidade de gerenciamento de resultados [...] o sinal do *Discretionary Accruals* (DAC) muda de positivo para negativo [...]. Uma interpretação dos resultados nos dois últimos períodos de relatório antes da falência é que as empresas, finalmente, começam a escriturar as provisões de perdas com contas a receber.¹⁵

Finalmente, os autores concluíram que as acumulações discricionárias são positivas em dois períodos, dentro dos cinco períodos estudados, que antecediam o pedido de falência sendo revertido ao aproximar-se o momento da falência, evidenciando mudança de comportamento.

Bems, Huang e Yan (2013) testaram 9942 empresas no período de 2008 e 2009, através de regressão logística avaliando a correlação da renúncia de altos executivos e o posterior pedido de falência das empresas. Os autores concluíram que os altos executivos dispõem de mais informações e esta informação superior é usada na tomada de decisão em permanecer ou não no cargo. Bems, Huang e Yan (2013, p. 20, tradução nossa) conclui:

Nossos resultados sugerem que os altos executivos dispõem de mais informações, além de que disponíveis para os investidores e outras participantes externos. Esta informação superior pode ser usada para tomada de decisão previa de demissão antes que as empresas apresentem sinais exteriores de deterioração. [...]. Este estudo analisa

¹³ Tradução livre de: “One plausible explanation for why managers of firms that eventually file for bankruptcy manage their earnings is to mask poor operating performance. Hopefully this makes financial statement users believe that their firm's problems are insignificant and supports the firm's stock price. In this case we would expect to see our bankrupt sample to be recording revenue prematurely (or fictitiously) in periods prior to the bankruptcy filing date, and subsequently incurring a disproportionate amount of accounts receivable for a given level of sales. Likewise, managers of firms could make favorable adjustments to their schedule of aging accounts receivables to boost sales and net income. When managers make their financial statements look better, we call this positive earnings management.”

¹⁴ Tradução livre de: “When managers make their financial statements look worse, we call this negative earnings management.”

¹⁵ Tradução livre de: “Our result supports the idea that firms who eventually file for bankruptcy are attempting to make their income statement look better many years before they file. Next, the accruals measure decreases in magnitude in year -4. This could be a result of firms exhausting their earnings management capacity and still comply with U.S. GAAP. In year -3, the sign on the DCA changes from positive to negative. Finally, in years -2 and -1, the DCA measure becomes much lower and is significant at the 5 percent and 1 percent, respectively. One interpretation of the results in the last two reporting periods prior to bankruptcy is that firms finally start to write-off uncollectible receivables.”

as demissões de executivos, dois anos antes de pedidos de falência. Principais executivos de uma empresa pode reconhecer o desaparecimento futuro de um negócio antes do público em geral ou até mesmo auditores. Ao reconhecer o declínio iminente início, o gestor pode ser capaz de encontrar outro emprego antes de ser associado ao declínio. Se os altos executivos são capazes de prever uma falência vários anos antes do conhecimento do público, existe um risco de divulgação inapropriada. Isso poderia dar há alguns participantes do mercado uma vantagem sobre o público em geral.¹⁶

Franceschetti e Koshtial (2013) avaliaram 30 empresas falidas e 30 não falidas. A pesquisa visava refutar ou confirmar a hipótese alardeada pela Deloitte de que empresas insolventes teriam três vezes mais probabilidade do que as demais de agir fraudulentamente e foi refutada, observando-se que o nível de GR em empresas falidas é menor que as demais empresas.

A legislação brasileira permite que empresas insolventes, juridicamente, peticionem um plano de recuperação judicial, ao qual permite renegociarem junto aos seus credores, postergando seus pagamentos e, possibilitando a reorganização administrativa e recuperação da empresa. Na literatura nacional não identificamos trabalhos correlacionando a prática de gerenciamento de resultados e falência ou em processo de recuperação judicial.

Excetuando-se o fato das empresas em situação de insolvência, peticionarem um plano de recuperação, possivelmente os credores solicitariam a falência e eventual liquidação financeira, assim para fins desse trabalho consideramos que empresas em recuperação judicial estão em situação falimentar ou em risco eminente de falência.

2.2 RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Segundo Bezerra Filho (2007 p. 32), os primeiros delineamentos históricos datam do direito romano:

Com a *manus iniectio*, uma das cinco ações prevista no direito romano da época das *legis actiones*, surge o processo de execução, em sua primeira fase. A execução inicialmente era feita sobre o próprio corpo do devedor, permitindo a lei que se repartissem tantos pedaços do corpo do devedor quantos fossem os credores. Sem embargo da previsão legal em tal sentido, nunca teria, porém, sido efetivamente aplicada, tal pena por ser repudiada pelos costumes públicos.

¹⁶ Tradução livre de: “Our results support claims that top executives have superior information beyond that available to investors and other outsiders. This superior information can be used to make early resignation decisions before the companies show outward signs of deterioration. The full disclosure principle requires significant information to be disclosed to the public. This study looks at executive resignations two years before bankruptcy filings. Top executives of a company may recognize the future demise of a business before the general public or even auditors. By recognizing the impending decline early, top management may be able to find another job before becoming associated with the decline. If top executives are able to predict a bankruptcy several years beforehand and prior to the public’s knowledge, there is a risk of improper disclosure. This could give some market participants an advantage over the general public.”

Quanto ao Brasil, descoberto em 1500, estava sobre as Ordenações Afonsinas, promulgadas em 1446, que foram substituídas em pelas Ordenações Manuelinas, em 1521 e, posteriormente, pelas Filipinas, em 1603. A Lei de 8 de março de 1595, promulgada por Felipe II, que influenciaram as Ordenações Filipinas trataram da matéria falimentar. Em 1756, o Marquês de Pombal outorga o Alvará de 13 de dezembro, tratando do processo falimentar. Após 7 de setembro de 1822, com a proclamação da independência do Brasil, continuaram vigentes as leis portuguesas. Em 25 de junho de 1850 o código comercial nos artigos 797 e 913, passam a cuidar “Das Quebras”. Com a proclamação da República, em 15 de novembro de 1889, advém o Decreto 917, de 24 de outubro de 1890, seguindo-se das Leis: 859 de 16 de agosto de 1902 e 2.024 de 17 de dezembro de 1908, Decreto 5.746 de 09 de dezembro de 1929. E finalmente em 21 de junho de 1945, foi promulgado o Decreto Lei 7.661 (BEZERRA FILHO, 2007).

O antigo Decreto Lei 7.661/45 (BRASIL, 1945) regulava tanto os procedimentos de liquidação (Falência), quanto a reorganização (Concordata) e, apesar de prover ambos os procedimentos a fim de evitar a liquidação, na prática demonstrava-se moroso. Segundo Araujo e Funchal (2009, p. 193), “o antigo processo de insolvência era muito demorado, levando em média 10 anos para ter todo o procedimento concluído, sendo o mais lento do mundo, muito maior do que a média da América Latina, de 3 anos e 7 meses”. Araujo (2006, p. 5) assevera que, a concordata, instituto que, na lei anterior permitia a recuperação da empresa, deixou de ser eficaz e com o passar do tempo se transformou na primeira etapa da falência, uma vez que as empresas que dela se socorriam já se encontravam em estado pré-falimentar. Araujo e Funchal (2009, p. 194), elencaram as principais falhas do Decreto Lei 7661/45:

1. direito dos credores são fracamente protegidos devido principalmente à preferência dada aos direitos trabalhistas e fiscais;
2. incentivos distorcidos e falta de mecanismos efetivos para apoiar a reestruturação corporativa resultam em altas taxas de fechamento de firmas potencialmente viáveis;
3. problema da sucessão reduzia o valor da firma falida;
4. alto custo e tempo excessivo gasto no fechamento de firmas economicamente inviáveis.

A partir de 2005 com a promulgação da Lei 11.101 em 09 de junho de 2005 (BRASIL, 2005), alteraram, disciplinaram e revogaram alguns dispositivos do antigo Decreto Lei 7.661 (BRASIL, 1945) de 21 de junho de 1945 - Lei de Falência e Concordata. Neste caso, houve o reconhecimento da necessidade de preservação da empresa, visando à recuperação de empresa que esteja enfrentando situação de insolvência, visto a sua função social. A nova lei

[VTS1] Comentário: Cadê a delimitação com aspas da citação direta?

(11.101/05) (BRASIL, 2005) preserva as empresas insolventes que apresentam um plano para recuperação e liquidação de seus débitos, diferentemente da lei anterior (7.661/45) (BRASIL, 1945), onde os credores poderiam pedir a falência e liquidação da empresa devedora em situação de concordata ou não. Empresas que se declaram insolventes, têm a oportunidade de peticionarem um plano de recuperação judicial, ao qual permite renegociarem junto aos seus credores postergando seus pagamentos, possibilitando a reorganização administrativa e recuperação da empresa.

No Quadro 1 apresentamos as principais diferenças da Lei 11.101/05 e do Decreto Lei 7.661/45.

QUADRO 1 - PRINCIPAIS DIFERENÇAS DECRETO LEI 7661/45 E LEI 11.101/05

Concordata Preventiva Decreto Lei 7661/45	Recuperação Judicial Lei 11.101/05
Todo empresário tinha direito desde que preenchesse as condições legais	Na Recuperação Judicial só tem acesso o empresário cuja atividade possa ser reorganizada
Produzia efeitos sobre credores quirografários	Sujeita todos os credores, limitação legal é o pagamento das dívidas trabalhistas e dívidas fiscais
Prazo de dois anos de duração podendo ser estendido pelo juiz	Prazo depende da definição no plano de recuperação judicial
Deveria apresentar as demonstrações financeiras do último exercício social e a relação dos credores	Devedor deve apresentar as demonstrações financeiras dos três últimos exercícios sociais, relações dos credores e o plano de recuperação
Definido em lei dividendo mínimo é unilateral escolha do devedor	Se houver, deve ser delimitado no plano de recuperação, sem limitações legais
Pedido de falência perde, em parte, a característica coercitiva utilizável na cobrança de dívidas (só é cabível pedido se o valor da dívida for superior ao mínimo estabelecido em lei 40 salários mínimos)	Simple apresentação de plano de recuperação, impede a decretação de falência
A Venda dos bens (realização do ativo) está condicionada à conclusão da fase cognitiva (verificação dos créditos e investigação dos crimes falimentares)	A venda dos bens (realização do ativo) pode ser feita e prevê uma ordem de preferência: (1) alienação da empresa com a venda do seu estabelecimento em bloco, (2) alienação da empresa com a venda de unidades isoladamente, (3) alienação em bloco dos bens que integram o estabelecimento, (4) alienação parcela ou individual dos bens, cria-se nova modalidade de venda (pregão) além das existentes (leilão ou propostas), sendo que a melhor forma é arbitrada pelo juiz não pelo administrador judicial.
Ministério público intervenha em todos os processos	Ministério Público só deve participar do processo de falência quando houver fatos como indício de crime, desobediência à lei ou ameaça de lesão ao interesse público Cria-se novo órgão na falência (comitê) e amplia funções da assembleia de credores
Determina-se um síndico	Administrador Judicial com menor autonomia e remuneração extraconcursão (paga antes dos credores)
Não prevê diferenciação para microempresários e empresas de pequeno porte	Microempresário ou de pequeno porte segue rito simplificado

Fonte: Do autor.

Os modelos de previsão de insolvência baseiam-se em técnicas estatísticas de análise multivariada, como regressão linear e regressão logística. Além dessas técnicas foram desenvolvidos modelos de risco de crédito.

Considerando que as empresas insolventes, *a priori*, solicitaram recuperação judicial, não pretendemos avaliar o risco de crédito, mas entender se houve gerenciamento de resultados. Em âmbito nacional, Martinez (2001) é o precursor na linha de GR. Cupertino (2006) realizou um estudo de caso do Banco Nacional S.A. e concluiu que houve gerenciamento fraudulento dos lucros, que desde 1990, o passivo da instituição estava a descoberto em mais de R\$ 20 bilhões de reais ao final do exercício do ano de 1995, frente aos ativos. Cupertino (2006, p. 114) afirma que:

Ao mesmo tempo em que a administração do BNSA incentivava a compra das ações do Banco, membros da diretoria liquidavam suas posições e realizavam lucros nessas operações. Ilustrando a assertiva, um único membro da diretoria obteve um resultado de mais de um milhão de dólares na venda das ações, além de três milhões que recebeu em dividendos. A participação dos administradores no total de ações preferenciais em circulação caiu de 36,62% (dezembro de 1990) para 0,71% (dezembro de 1995). Milhares de acionistas do Banco (aproximadamente 200 mil) não tiveram a mesma sorte, pois não tinham informações privilegiadas (*insider trading*). A política de distribuição de dividendos praticada pelo BNSA delineava, basicamente, três objetivos: • manter o interesse por suas ações; • remunerar Administradores/Controladores; • dissimular os procedimentos adotados para a geração de receita proveniente das contas de natureza 917.

Neste caso, se o Unibanco não comprasse os ativos do BNSA certamente a instituição entraria em processo falimentar. Nesse período, vigorava a lei anterior (7.661/45) (BRASIL, 1945), onde não estava instituída a utilização do dispositivo do plano de recuperação judicial. Segundo Martinez (2001, p. 13) “em alguns casos, o gerenciamento pode proceder de decisões e atos concretos, com implicações no fluxo de caixa da empresa”.

Cosenza (2002, p. 64) trata do GR como contabilidade criativa e assevera que:

A maioria dos autores que estudaram este tema concorda com o fato de a contabilidade criativa, por interesses os mais diversos, sempre envolver aspectos que mostram uma imagem bem diferente do real. Logo, podemos concluir que a contabilidade criativa: É uma espécie de fraude toda vez que acaba mudando uma realidade; É um fenômeno generalizado, dado que existe em todo tipo de empresa e países, sendo cada vez mais comum; Constitui-se numa prática enganosa, porque tende a induzir os usuários a decisões baseadas em informação contábil falsa; Muda os valores contábeis, fazendo uma maquiagem que consegue obter uma imagem desejada ou planejada, diferentemente da verdadeira e real; Pode ser entendida como uma intenção de ocultar algo, sempre que não se apresente informação adicional explicativa.

Observamos que em âmbito internacional, os trabalhos que correlacionam o GR e o processo falimentar apresentam evidências de fraude e GR.

Barua, Lin e Sbaraglia (2010) pesquisaram a influência da classificação incorreta de operações descontinuadas ao qual não afetam o resultado, mas podem interferir na interpretação dos usuários de informações, tais como analistas de mercado.

Perols e Lougee (2011) estudaram a relação entre o gerenciamento de resultados e a fraude, avaliando 54 empresas em situação fraudulenta, através de medidas de *accruals* discricionários agregados anteriormente à previsão de analistas de mercado e o aumento de receitas por empregado (não previstas).

Martin et al. (2002) analisaram empresas entre 1992 e 2000 e, constataram que houve 94 casos de relatórios financeiros fraudulentos (84 relatados pela SEC e 10 relatados pelo *Wall Street Journal*).

Rosner (2003, p. 366) declarou “eu defendo que empresas em situação falimentar são motivadas a inflar materialmente seus ganhos em anos pré-falimentares”¹⁷. A conclusão desse trabalho é de que em anos anteriores a um *stress* financeiro, há evidências de resultados exagerados.

Leach e Newsom (2007, p. 136) asseveram que:

Nossos resultados mostram que as empresas gerenciam seus resultados antes de decretar falência. Cinco anos antes de decretar, forçando seus acréscimos correntes discricionários (DAC) com resultados significativamente positivos. O DAC positivo é um resultado direto de gerenciamento de resultado que pode ser controlado pelos gestores, e faz com que as vendas e o lucro líquido na demonstração de resultados seja maior. No entanto, esses comportamentos de gerenciamento de resultados são invertidos com empresas pré-falimentares, próximo à data do decreto da falência.¹⁸

A DELOITTE (2008) afirmou “empresas em situação falimentar são três vezes mais propensas a fraudar seus relatórios que as demais”¹⁹. Apesar dessa hipótese não se confirmar no estudo de Franceschetti e Koshtial (2013), o trabalho evidenciou que há uma redução do GR em empresas falidas.

Kallunki e Martikainen (2003), Rosner (2003), Cupertino (2006), Leach e Newsom (2007), Franceschetti e Koshtial (2013) evidenciaram que o GR ocorre em anos anteriores ao *stress* financeiro, ou seja, ao processo falimentar.

¹⁷ Tradução livre de: “I argue that failing firms are motivated to materially overstate earnings in pre-bankruptcy years”

¹⁸ Tradução livre de: Our results show that firms do manage their earnings prior to filing for bankruptcy. Five years before filing, firms cause their financial statements to look better by forcing their discretionary current accruals to be significantly positive. A positive DCA is a direct result of earnings management within the control of managers, and causes sales and net income on the income statement to be higher. However, this earnings management behavior is reversed as bankrupt firms near their filing date. In the two years prior to filing, bankrupt firms reverse their DCA, and this causes sales and net income on the income statement to be lower

¹⁹ Tradução livre de: “Bankrupt Companies were three times more likely than non-bankrupt companies to be issue financial statement-fraud AAERs by the SEC”.

Observa-se nos trabalhos anteriores um ponto em comum, que em anos anteriores ao processo falimentar e, no caso específico deste trabalho estaremos discorrendo sobre o plano de recuperação judicial, há evidências de gerenciamento de resultados. Podemos supor que esse fato ocorre apenas pela falta de simetria informacional entre os administradores e os demais agentes envolvidos. A administração da empresa, os financiadores e os acionistas, utilizam-se das informações contidas nos relatórios contábeis e financeiros, e o GR altera a informação, podendo interferir na tomada de decisões, pois distorce as informações.

Diante do arcabouço descrito nas seções anteriores e baseado no estudo de Leach e Newsom (2007), as seguintes hipóteses foram propostas:

H1: Empresas em processo de recuperação judicial gerenciaram seus resultados, em anos anteriores ao deferimento do pedido de recuperação judicial, quando comparadas às empresas que não estão em processo de recuperação judicial.

H2: Empresas que estão em recuperação judicial reverteram seus resultados após a aceitação do pedido de recuperação judicial.

3 METODOLOGIA

A pesquisa foi realizada com as empresas brasileiras abertas, cujas demonstrações contábeis foram obtidas do banco de dados Economática, das Demonstrações Financeiras divulgadas na BM&FBovespa e CVM, considerando que os dados apresentavam-se incompletos no banco de dados da Economática utilizamos os dados divulgados pelas empresas à mercado a fim de preencher essa lacuna, além de confrontarmos as informações. Quanto ao período de análise trabalhou-se com o intervalo de tempo de 2000 a 2014. Neste capítulo trataremos dos aspectos metodológicos da pesquisa, do campo de estudo e o modelo de gerenciamento de resultados utilizado.

3.1 ASPECTOS METODOLOGICOS

Esta pesquisa caracteriza-se como uma pesquisa descritiva de natureza quantitativa, considerando que, “consequentemente, um método quantitativo envolve coletar e analisar dados numéricos e aplicar testes estatísticos.” (COLLINS; HUSSEY, 2005, p. 26).

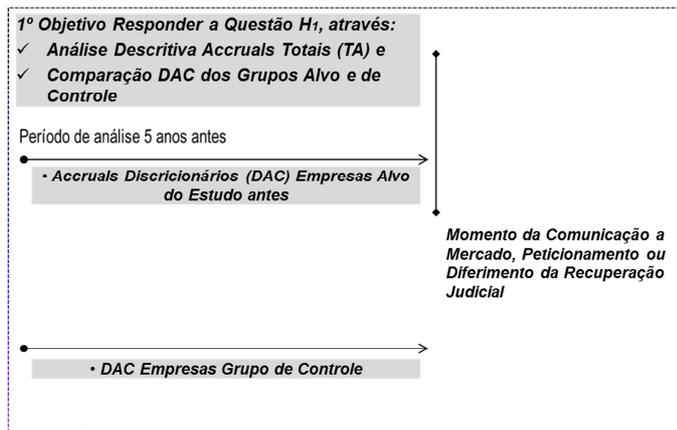
Segundo Raupp Beuren (2004, p. 81), “a pesquisa descritiva configura-se como um estudo intermediário entre a pesquisa exploratória e a explicativa, ou seja, não é tão preliminar como a primeira e não tão profunda como a segunda”.

A pesquisa descritiva observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los. (CERVO; BERVIAN, 1996, p. 49). Os mesmos autores destacam que, “constitui parte da pesquisa descritiva ou experimental, quando é feita com o intuito de recolher informações e conhecimentos prévios acerca de um problema para o qual se procura resposta acerca de uma hipótese que quer experimentar”.

Com base nesses conceitos e na revisão da literatura, desenvolvemos os seguintes passos:

- a) Pesquisa, levantamento e análise dos estudos na literatura internacional e nacional sobre o tema, especialmente sobre trabalhos desenvolvidos com a ênfase em falência e recuperação judicial correlacionado a gerenciamento de resultados;
- b) Definir modelo estatístico, com base na literatura (item a) e identificar variáveis e os requisitos necessários para construção e aplicação dos testes estatísticos;
- c) Construir uma base de dados contendo as empresas alvo do estudo (em recuperação judicial) e grupo de controle, para período anterior a comunicação, petição ou deferimento da recuperação judicial das empresas alvo, a fim de testar a primeira hipótese, conforme representamos na Figura 3;

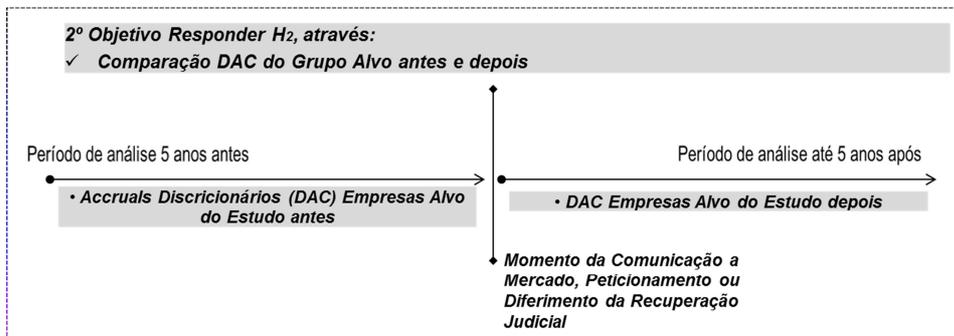
FIGURA 3 - PROCESSO DE ANÁLISE DA HIPÓTESE DE PESQUISA H1



Fonte: Do autor.

- d) Construir segunda base estendendo o período de estudo, para as empresas alvo até 5 anos após a comunicação, petição ou deferimento da recuperação judicial, a fim de testar a segunda hipótese, conforme representamos na Figura 4;

FIGURA 4 - PROCESSO DE ANÁLISE DA HIPÓTESE DE PESQUISA H2



Fonte: Do autor.

- e) Com base na análise descritiva e os resultados auferidos no modelo estatístico, confrontar com os resultados obtidos com a revisão da literatura.

3.2 CAMPO DE ESTUDO

A fim de avaliar e validar as hipóteses de pesquisa descritas na Seção 2.2, utilizamos uma amostra das empresas listadas na BM&FBovespa no qual identificamos 30 empresas em

situação de recuperação judicial, ao qual denominamos grupo de interesse ou de teste²⁰. O levantamento das empresas foi obtido no sítio da BM&FBovespa, através da opção da palavra chave “recuperação judicial”, no período de 01/01/2000 a 22/06/2014. A partir da listagem, identificamos a data de comunicação ao mercado, petição, homologação ou deferimento da recuperação judicial a fim de obter uma data de corte para os testes, além de cruzarmos essas informações com comunicados a mercado, tais como Fato Relevante, Formulários de Referência do *site* da CVM, e informações dos *sites* de Relações com Investidores (RI) das empresas. Finalmente, classificamos as empresas por setor econômico com base nas informações disponíveis na BM&FBovespa. No Quadro 2 apresentamos as empresas listadas em situação de recuperação judicial encontradas no período de estudo.

QUADRO 2 - EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

	EMPRESAS	DATA	SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR
1	AGRENCO LTD	27/08/2008	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição
2	BOMBRIIL HOLDING S.A.	29/05/2006	Consumo não Cíclico	Comércio e Distribuição
3	BOTUCATU TEXTIL S.A.	21/01/2008	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
4	BUETTNER S.A. IND E COM	05/05/2011	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
5	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	28/02/2012	Utilidade Pública	Energia Elétrica
	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	28/02/2012	Utilidade Pública	Energia Elétrica
6	CERAMICA CHIARELLI S.A.	31/12/2008	Construção e Transporte	Construção e Engenharia
7	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	06/04/2011	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
8	CONSTRUTORA BETER S.A.	12/09/2008	Construção e Transporte	Construção e Engenharia
9	EUCATEX S.A. IND E COM	19/09/2007	Materiais Básicos	Madeira e Papel
10	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.	09/12/2011	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
11	FIAÇÃO TEC SÃO JOSE S.A.	12/07/2010	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
12	GP INVESTMENTS, LTD	15/02/2013	Financeiro e Outros	Serviços Financeiros Diversos
13	GPC PARTICIPAÇÕES.A.	15/04/2013	Materiais Básicos	Químicos
14	HAGA S.A. IND E COM	07/12/1989	Construção e Transporte	Construção e Engenharia
15	IGB ELETRÔNICA S.A.	08/01/2010	Consumo Cíclico	Utilidades Domésticas
16	KEPLER WEBER S.A.	21/08/2007	Bens Industriais	Maquinas e Equipamentos
17	LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	14/08/2012	Bens Industriais	Comércio
18	LOJAS ARAPUA S.A.	19/05/2009	-	-
19	LUPATECH S.A.	06/04/2014	Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos
20	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	01/11/2013	Materiais Básicos	Siderurgia e Metalurgia
21	OSX BRASIL S.A.	08/11/2013	Petróleo, Gas e Biocombustíveis	Petróleo, Gas e Biocombustíveis
22	PARAMALAT S.A. IND DE ALIMENTOS	03/02/2006	-	-
23	RECRUSUL S.A.	25/01/2006	Bens Industriais	Material de transporte
24	REDE ENERGIA S.A.	03/09/2012	Utilidade Pública	Energia Elétrica
25	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	21/03/2013	Petróleo, Gas e Biocombustíveis	Petróleo, Gas e Biocombustíveis
26	SANSUY S.A. IND DE PLASTICOS	20/12/2005	Materiais Básicos	Materiais Diversos
27	TECNOSOLO S.A.	03/08/2012	Construção e Transporte	Construção e Engenharia
28	TEKA-TECELAGEM KUEHRNRICH S.A.	26/10/2012	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
29	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	05/05/2010	Consumo Cíclico	Tecidos, Vestuários e Calçados
30	VARIG PARTIC EM SERVIÇOS	16/01/2009	-	-

Fonte: Do autor.

²⁰ Grupo de interesse: é aquele sobre o qual será efetuada a manipulação de variáveis (causas) e, posteriormente, medidos os efeitos. É também denominado grupo de teste. Martins e Théophilo (2009, p. 57)

A base de dados das empresas que não estão em recuperação judicial (grupo de controle²¹), foi composta por duas empresas do mesmo segmento de cada empresa do grupo de interesse. Na impossibilidade de uma empresa do mesmo segmento optamos por selecionarmos empresas do subsetor ou do setor econômico que não estivessem em recuperação judicial. Com base na lista das empresas em recuperação judicial, compusemos uma base de dados, com informações obtidas no banco de dados da Economatica e, procedemos da mesma forma para o grupo de controle, contemplando os cinco últimos anos anteriores a comunicação, petição ou deferimento da recuperação judicial. Após esse trabalho identificamos apenas 25 empresas com coleção de dados completos, conforme apresentado no Quadro 3.

QUADRO 3 - EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL COM DADOS COMPLETOS

	EMPRESAS	DATA	SETOR ECONÔMICO	GRUPO DE CONTROLE
1	KEPLER WEBER S.A.	21/08/2007	Bens Industriais	IND. ROMI e INEPAR
2	LUPATECH S.A.	06/04/2014	Bens Industriais	SCHULZ e METALFRIO
3	LARK S.A. MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	14/08/2012	Bens Industriais	MINASMAQUINAS e VALID
4	RECRUSUL S.A.	25/01/2006	Bens Industriais	METAL LEVE e MARCOPOLO
5	CERAMICA CHIARELLI S.A.	31/12/2008	Construção e Transporte	ETHERNIT e GAFISA
6	CONSTRUTORA BETER S.A.	12/09/2008	Construção e Transporte	LIX DA CUNHA e MENDES JUNIOR
7	TECNOSOLO S.A.	03/08/2012	Construção e Transporte	SONDOTECNICA e SULTEPA
8	BOTUCATU TEXTIL S.A.	21/01/2008	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
9	FIAÇÃO TEC SÃO JOSE S.A.	12/07/2010	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
10	TEXTIL RENAUXVIEW S.A.	05/05/2010	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
11	BUETTNER S.A. IND E COM	05/05/2011	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
12	CIA INDUSTRIAL SCHLOSSER S.A.	06/04/2011	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
13	FABRICA TECIDOS CARLOS RENAUX S.A.	09/12/2011	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
14	TEKA-TECELAGEM KUEHRNRICH S.A.	26/10/2012	Consumo Cíclico	KARSTEN e IND CATAGUASES
15	BOMBRIEL HOLDING S.A.	29/05/2006	Consumo não Cíclico	PG e COLGATE
16	EUCATEX S.A. IND E COM	19/09/2007	Materiais Básicos	FIBRIA e KLABIN
17	SANSUY S.A. IND DE PLASTICOS	20/12/2005	Materiais Básicos	MAGNESITA e MET IGUAÇU
18	REFINARIA PET MANGUINHOS S.A.	21/03/2013	Petróleo, Gas e Biocombustíveis	PETROBRAS e CHEVRON
19	IGB ELETRÔNICA S.A.	08/01/2010	Consumo Cíclico	WHIRLPOOL e SPRINGER
20	PARAMALAT S.A. IND DE ALIMENTOS	03/02/2006	-	VIGOR e BRF
21	GP INVESTMENTS, LTD	15/02/2013	Financeiro e Outros	CIELO E VISA
22	GPC PARTICIPAÇÕES.A.	15/04/2013	Materiais Básicos	BRASKEM e M G POLIEST
23	MANGELS INDUSTRIAL S.A.	01/11/2013	Materiais Básicos	MET DUQUE e TEKNO
24	CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	28/02/2012	Utilidade Pública	TRACTBEL e CPFL
25	REDE ENERGIA S.A.	03/09/2012	Utilidade Pública	TRACTBEL e CPFL

Fonte: Do autor.

3.3 MODELO PARA DETECÇÃO DE GR E VARIÁVEIS DA PESQUISA

Os modelos para detecção de gerenciamento de resultados existentes na literatura são baseados em *accruals* (acumulações agregados) onde se procura estimar o nível normal de

²¹ Grupo de controle: é o grupo que não receberá nenhum estímulo intencional (manipulação) e servirá de padrão para comparação com o grupo de interesse. Martins e Théophilo (2009, p. 57)

accruals. Como exemplo temos os modelo de Healy (1985), DeAngelo (1986), Jones (1991), Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995) e McNichols (2000).

Optamos por utilizar o Modelo de Jones Modificado (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995), por constatarmos maior aplicação nos estudos internacionais, assim como assevera Flores (2012, p. 52), “muito embora o modelo de KS (1995) revele uma alternativa[...] pode-se perceber no decorrer da revisão de estudos anteriores que sua utilização em trabalhos internacionais é relativamente pequena em relação aos dois outros modelos verificados[...]”.

Conforme descrito na Seção 2.1, a prática do GR evidencia-se através da discricionariedade do gestor efetuar escolhas, *a priori* baseado em seus interesses. Para efeito de análise neste trabalho, temos como objetivo comparar o nível dos *accruals* discricionários entre o grupo de empresas de interesse (em recuperação judicial) com o grupo de controle, 5 anos antes da comunicação, petição ou deferimento, estendendo o período de análise até 5 anos após no grupo de interesse, a fim de comparar o nível antes do pedido de recuperação e posteriormente.

Martinez (2001, p. 17), assevera que:

Considerando que eventualmente o “gestor” possa tomar a decisão de aumentar ou diminuir as acumulações por motivos alheios à realidade do negócio, cria-se a necessidade didática de subdividir estas em: acumulações discricionárias (discretionary accruals) e acumulações não discricionárias (non discretionary accruals). Estas últimas seriam as exigidas de acordo com a realidade do negócio, as primeiras seriam artificiais e teriam como único propósito “gerenciar” o resultado contábil.

Flores (2012) assevera que “o modelo de Jones (1991) foi um dos pioneiros na tentativa de separar as acumulações discricionárias **DAC** das não discricionárias **NDAC**, utilizando como *proxy* para as primeiras o termo de erro do modelo.” As acumulações discricionárias **DAC** são, portanto, obtidas estimando-se o termo de erro ε_{it} do modelo proposto por Jones (1991), expresso como

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

onde:

$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}}$ = representa os *accruals* totais por empresa no período t ponderada pelo ativo total por empresa em $t - 1$;

$\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}}$ = representa a variação das receitas totais ($\Delta revenues$) por empresa no período t ponderada pelo ativo total por empresa em $t - 1$;

$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$ = representa o ativo imobilizado (*property, plant and equipment*) por empresa no período t ponderada pelo ativo total por empresa em $t - 1$;
 A_{it-1} = representa o ativo total por empresa no período $t - 1$.

Finalmente, os termos α , β_1 e β_2 representam os coeficientes estimados do modelo e ε_{it} o termo de erro do modelo, denominado assim como *proxy* para as acumulações discricionárias *DAC*. No modelo apresentado em (1), os *accruals* totais são determinados pela expressão

$$TA_{it} = \frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - Dep_{it})}{(A_{it-1})},$$

onde ΔCA_{it} representa a variação do ativo circulante, ΔCL_{it} representa a variação do passivo circulante, $\Delta Cash_{it}$ representa a variação de caixa e equivalentes de caixa, ΔSTD_{it} a variação de dívida à curto prazo e Dep_{it} as despesas de depreciação e amortização.

Dechow, Sloan e Sweeney (1995), apresentou uma revisão conceitual ao modelo de Jones (1991), argumentando que, “a modificação foi projetada para eliminar a tendência do modelo de Jones medir *accruals* discricionários *DAC* com erro quando a discricionariedade é exercida sobre as receitas”²², melhorando assim a qualidade explicativa das acumulações discricionárias. O modelo proposto por Dechow, Sloan e Sweeney (1995) é descrito como

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

onde $\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$ representa a variação das receitas totais por empresa no período t , subtraída da variação dos recebíveis totais por empresa no período t ($\Delta revenues - \Delta receivables$), ponderada pelo ativo total por empresa em $t - 1$.

Os modelos procuram extrair o componente discricionário dos *accruals*, decompondo-os em *accruals* não discricionários *NDAC* e discricionários *DAC* e, utilizam como *proxy* de GR o componente *DAC*. Cabe ressaltar que o componente discricionário do modelo não é observável e mensurável diretamente. Assim, muitos estudos acrescentam variáveis de controle ao modelo apresentado em (2), conforme ressaltam Silva et al. (2014, p. 271, tradução nossa):

Apesar das diferenças em premissas conceituais, variáveis e tratamento estatístico, nesses modelos, os *accruals* discricionários (evidência de gerenciamento de resultados) não estão sujeitos à observação direta e, portanto, são estimados por regressões. Nessas regressões, os *accruals* discricionários são a parte “não explicável”

²² Tradução livre de: The modification is designed to eliminate the conjectured tendency of the Jones Model to measure discretionary accruals with error when discretion is exercised over revenues.

(erro residual) do total de *accruals*. Várias mudanças foram propostas em estudos, especialmente no que diz respeito a “purificar” a parte associada com os *accruals* discricionários com a inclusão de variáveis de controle.²³

Assim optamos pela inclusão da variável de controle “Retorno sobre Ativos” (*ROA*) a fim de melhor ajuste do modelo e por consequência eliminar distorções de efeitos provindos de empresas com retornos anormais, afetando as análises dos *accruals* discricionários:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Usando o modelo (3), os *accruals* discricionários *DAC* são estimados pelos resíduos ε_{it} , que são a diferença entre os *accruals* totais e a média dos *accruals* não discricionários *NDAC*, representados por $\alpha \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 ROA_{it}$.

As hipóteses da pesquisa, portanto, serão avaliadas num modelo de regressão entre os *accruals* discricionários e as variáveis explicativas de controle e de interesse.

Utilizamos variáveis explicativas de controle associadas com a variação dos *accruals* discricionários conforme estudos anteriores (Flores, 2012; Silva et al., 2014). Nós incluímos a variável *SETOR* de acordo a classificação da Economatica®, devido aos diferentes critérios de contabilização de cada setor. A variável *ANO* foi utilizada como uma variável para controlar efeitos macroeconômicos de anos com diferentes taxas de crescimento que podem afetar os resultados das empresas. As variáveis *MTB* (Market-to-Book) razão do valor de mercado no final do ano em relação ao valor contábil, *LEVERAGE* (alavancagem financeira), relação entre os empréstimos e financiamentos sobre o total de ativos e *IED* (Investimento Estrangeiro Direto) foram utilizadas para controlar, respectivamente, efeitos gerados por diferenças entre o valor de mercado e o valor patrimonial das empresas (Othaman e Zeghal, 2006 p. 416), pelo nível de endividamento (Dechow e Skinner, 2000; Jelinek, 2007) e a dependência de recursos estrangeiros (Silva et al, 2014).

Finalmente, a variável *dummy REC_JUDICIAL* (0 – para as empresas do grupo de controle, e 1 para as empresas em processo de recuperação judicial), foi definida como variável explicativa de interesse para testar as hipóteses de pesquisa **H1** e **H2**.

O Quadro 4 apresenta um resumo e descrição conceitual das variáveis do estudo.

²³ Tradução livre de: Despite the differences in conceptual premises, variables and statistical treatment, in these models, the discretionary accruals (and therefore EM evidence) are not subject to direct observation and, therefore, are estimated by regressions. In these regressions, the discretionary accruals are the portion “unexplained” (error) of total accruals. In its abundant replication in subsequent studies, several changes were proposed in these models, especially with regard to “purify” the portion associated with discretionary accruals with the inclusion of control variables.

QUADRO 4 - SUMÁRIO DAS VARIÁVEIS DO ESTUDO

Variáveis	Formulação	Descrição
<i>TA</i>	$\frac{(\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} - Dep_{it})}{(A_{it-1})}$	representa os <i>accruals</i> totais por empresa em <i>t</i> ponderada pelo ativo total por empresa em <i>t</i> - 1.
<i>INVAT</i>	$\frac{1}{A_{it-1}}$	representa a média do total de ativo.
<i>ΔREVC</i>	$\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}}$	representa a variação das receitas totais por empresa em <i>t</i> subtraída da variação dos recebíveis totais por empresa em <i>t</i> ($\Delta revenues - \Delta receivables$), ponderada pelo ativo total por empresa em <i>t</i> - 1.
<i>PPE</i>	$\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}}$	representa o ativo imobilizado (<i>property, plant and equipment</i>) por empresa em <i>t</i> ponderada pelo ativo total por empresa em <i>t</i> - 1.
<i>ROA</i>	$\frac{\text{Lucro líquido}}{A_{it}}$	representa o retorno sobre os ativos (Silva et al, 2014).
<i>DAC</i>	ε_{it}	representa a diferença entre os <i>accruals</i> totais e a média dos <i>accruals</i> não discricionários <i>NDAC</i> .
<i>MTB</i>	$\frac{\text{valor de mercado}}{\text{valor contábil}}$	representa a razão entre o valor de mercado no fim do ano e o valor contábil da empresa, extraída da base de dados Economática® (Othman e Zeghal, 2006).
<i>LEVERAGE</i>	Extraída da base de dados Economática® (2014)	expressa relação dos empréstimos e financiamentos sobre o total de ativos (Dechow e Skinner, 2000; Jelinek, 2007).
<i>IED</i>	Extraída do sítio do Banco Central do Brasil (2014)	representa parcialmente a dependência de recursos estrangeiros (Silva et al, 2014).

Fonte: Do autor.

4 RESULTADOS

Neste capítulo apresentamos os resultados das análises dos dados: foi realizada uma análise descritiva para entender o comportamento das variáveis usadas no modelo, e posteriormente o desenvolvimento dos modelos de regressão com mínimos quadrados ordinários para avaliar as hipóteses de pesquisa.

4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Na Tabela 1, apresentamos o resumo estatístico com as variáveis do modelo, com a base de dados composta por empresas em recuperação judicial e empresas que não entraram em recuperação judicial no período de estudo (grupo de controle).

TABELA 1 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTE E EXPLICATIVAS

Variáveis	Recuperação Judicial	Empresas-ano	Média	Desvio padrão
<i>TA</i>	-	309	-0,045	0,241
$\Delta REVC$	-	309	-0,054	0,306
<i>PPE</i>	-	309	0,324	0,227
<i>ROA</i>	-	309	0,099	0,159
<i>MTB</i>	-	309	2,022	6,004
<i>LEVERAGE</i>	-	309	0,590	9,306
<i>IED</i>	-	309	0,354	0,172

Fonte: Do autor.

Observamos na Tabela 1 que em 309 observações, a variável dependente, Total de *Accruals* (*TA*) tem média negativa de -0,045, quando observamos todas as empresas do grupo de interesse e de controle, apresentando um desvio padrão de 0,241. Na Tabela 2 observamos que a média da variável (*TA*) dos setores “Bens Industriais”, “Construção e Transporte” e “Consumo Cíclico” é menor que os demais setores, bem como em relação à média geral, apresentada na Tabela 1. Apesar de observarmos alguns setores com média positiva, identificamos que a mediana de todos os setores é negativa.

TABELA 2 - ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL TA POR SETOR

Subsetor	Observações	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Mediana	Máxima
Bens Industriais	60	-0,04102	0,37047	-903,2576	-0,01132	-0,94638	2,12773
Construção e Transporte	45	-0,08543	0,39521	-462,6119	-0,02087	-2,11005	0,50640
Consumo Cíclico	68	-0,11223	0,55551	-494,9693	-0,06860	-2,18514	3,15978
Consumo não Cíclico	26	-0,02782	0,14063	-505,5872	-0,01198	-0,53537	0,19704
Financeiro e Outros	15	0,09750	0,27779	284,9011	0,00845	-0,22806	0,85689
Materiais Básicos	60	0,01615	0,16841	1043,0515	0,00222	-0,39265	0,68744
Petróleo, Gas e Biocombustíveis	15	0,00174	0,33963	19553,3889	0,01965	-0,68868	0,66916
Utilidade Pública	20	-0,02402	0,09653	-401,8050	-0,01311	-0,34968	0,09038

Fonte: Do autor

Na Tabela 3 ao inserirmos a variável *dummy* REC_JUDICIAL (0 - grupo de controle e 1 - empresas em recuperação judicial), observamos que a média em todos os setores das empresas do grupo de controle é diferente das empresas do grupo de interesse do estudo.

TABELA 3 - ANÁLISE DESCRITIVA DA VARIÁVEL TA POR SETOR, CONSIDERANDO A DUMMY RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Subsetor	Observações	REC_JUDICIAL	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Mediana	Máxima
Bens Industriais	40	0 (Não)	-0,01069	0,16118	-1508,40193	0,01424	-0,47051	0,37085
	20	1 (Sim)	-0,10167	0,60586	-595,87882	-0,18080	-0,94638	2,12773
Construção e Transporte	30	0 (Não)	0,00940	0,19763	2102,85843	-0,02013	-0,41986	0,50640
	15	1 (Sim)	-0,27509	0,59345	-215,72968	-0,08074	-2,11005	0,20604
Consumo Cíclico	28	0 (Não)	-0,01255	0,18509	-1475,22331	0,00664	-0,74656	0,33985
	40	1 (Sim)	-0,18201	0,70306	-386,27660	-0,18847	-2,18514	3,15978
Consumo não Cíclico	20	0 (Não)	0,00020	0,09739	49789,59092	-0,00138	-0,18845	0,19704
	6	1 (Sim)	-0,12119	0,22192	-183,11772	-0,05156	-0,53537	0,10761
Financeiro e Outros	10	0 (Não)	0,08576	0,20598	240,19057	0,04254	-0,22806	0,52169
	5	1 (Sim)	0,12100	0,41664	344,33812	0,00047	-0,15119	0,85689
Materiais Básicos	40	0 (Não)	0,02674	0,16076	601,21877	0,01407	-0,39265	0,68744
	20	1 (Sim)	-0,00504	0,18523	-3673,12450	-0,06023	-0,18979	0,58248
Petróleo, Gas e Biocombustíveis	10	0 (Não)	0,00342	0,17836	5218,90303	0,00666	-0,42496	0,23086
	5	1 (Sim)	-0,00162	0,57630	-35475,83839	0,21161	-0,68868	0,66916
Utilidade Pública	10	0 (Não)	0,00141	0,07073	5027,27292	0,00489	-0,15466	0,09038
	10	1 (Sim)	-0,04946	0,11503	-232,58961	-0,01884	-0,34968	0,06064

Fonte: Do autor.

Na Tabela 4 apresentamos a correlação entre as variáveis, segundo o coeficiente de correlação de Spearman (medida de correlação que não pressupõe a existência de relação linear entre as variáveis estudadas). A variável TA é negativamente correlacionada com as variáveis INVAT, $\Delta REVC$, PPE, ROA e positivamente correlacionada com MTB, LEVERAGE, IED.

TABELA 4 - MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN ENTRE VARIÁVEIS DO MODELO

Variáveis	TA	INVAT	Δ REVC	PPE	ROA	MTB	LEVERAGE
INVAT	-0,192 ***0,001	-					
Δ REVC	-0,152 ***0,008	0,060 0,295	-				
PPE	-0,005 0,933	-0,047 0,406	-0,079 0,168	-			
ROA	-0,157 ***0,006	0,139 **0,014	0,022 0,701	0,106 0,062	-		
MTB	0,242 ***0,000	-0,339 ***0,000	-0,118 **0,038	0,009 0,879	0,107 0,061	-	
LEVERAGE	0,121 **0,034	-0,052 0,359	-0,051 0,367	-0,131 **0,021	0,075 0,190	0,266 ***0,000	
IED	0,036 0,527	-0,111 0,052	0,076 0,187	0,089 0,122	-0,005 0,932	0,073 0,205	-0,080 0,165

Níveis de significância: '***' 5% '***' 1%.

Fonte: Do autor.

Finalmente, na Tabela 5, apresentamos o resumo estatístico com as variáveis do modelo separando as empresas por grupo de controle e grupo de interesse (empresas em recuperação judicial).

TABELA 5 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DEPENDENTE E EXPLICATIVAS POR GRUPO DE EMPRESAS (GRUPO DE CONTROLE E GRUPO DE INTERESSE)

Variáveis	Recuperação Judicial	Observações-ano	Média	Desvio padrão	Teste t valor-p
TA by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	0,008	0,165	
	1 (Interesse)	121	-0,127	0,308	***0,000
Δ REVC by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	-0,067	0,179	
	1 (Interesse)	121	-0,031	0,435	0,386
PPE by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	0,298	0,201	
	1 (Interesse)	121	0,363	0,258	**0,021
ROA by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	0,089	0,089	
	1 (Interesse)	121	0,113	0,229	0,278
MTB by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	2,969	7,031	
	1 (Interesse)	121	0,551	3,452	***0,000
LEVERAGE by REC_JUDICIAL	0 (Controle)	188	1,443	5,629	
	1 (Interesse)	121	-0,740	13,040	*0,084

Níveis de significância: '*' 10% '***' 5% '***' 1%.

Fonte: Do autor.

Observamos na Tabela 5 que quando observamos as empresas por grupo de estudo (grupo de controle e grupo de interesse) existem diferenças significativas nos valores de *TA*, *PPE*, *MTB* e *LEVERAGE*.

Ao analisarmos as empresas segundo variável *dummy REC_JUDICIAL* (0 - grupo de controle e 1 - empresas em recuperação judicial), observamos que a variável *TA* nas empresas de controle apresentam uma média positiva de 0,008, diferentemente do grupo de empresas em recuperação judicial. Aplicamos o Teste *t* para diferença de médias na variável *TA* cujo valor-p indicou significância estatística (valor-p = 0,000), sugerindo que as empresas em recuperação judicial apresentam uma média dos *accruals* totais diferente das empresas do grupo controle. Evidencia-se, portanto, um comportamento diferente entre as empresas do grupo de interesse e do grupo de controle, no período de 5 anos antes do pedido de deferimento da recuperação judicial.

Da mesma forma, as empresas em recuperação judicial apresentam maior média nos valores de *PPE* quando comparadas às empresas do grupo de controle (0,363 versus 0,298). Com relação à variável *MTB*, as empresas em recuperação judicial possuem, em média, menor razão *MTB* em comparação às empresas do grupo de controle (0,551 versus 2,969), o que se justifica, uma vez que se espera que empresas em recuperação judicial estejam gerando menores resultados quando comparadas a empresas que não estão em recuperação judicial. Finalmente, as empresas em recuperação judicial apresentam, em média, menor nível de alavancagem financeira *LEVERAGE*, em comparação às empresas do grupo de controle (-0,740 versus 1,443), uma vez que apresentam maior endividamento de terceiros.

4.2 RESULTADOS SOBRE A HIPÓTESE H1

O modelo de *accruals* agregado foi ajustado utilizando-se o software estatístico Minitab, conforme modelo de Jones Modificado (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), onde acrescentamos a variável de controle *ROA* visando controlar o efeito de empresas que possuem retornos anormais (McNichols, 2000; Silva et al, 2014).

Os resultados obtidos pelo ajuste dos modelos estão apresentados na Tabela 6.

TABELA 6 - REGRESSÃO MQO DOS ACCRUALS TOTAIS (TA) E DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS DAC

Modelo – Dechow, Sloan e Sweeney (1995) com a variável ROA:

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 INVAT_{it} + \beta_2 \frac{\Delta REVC_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Valor-p
Constante	0,0215	0,0242	0,373
INVAT	-6884,0000	1966,0000	0,001 ***
ΔREVC	-0,1532	0,0577	0,654
PPE	-0,0259	0,0428	0,000 ***
ROA	-0,3286	0,0837	0,000 ***
N = 309		R ² adjust. (%)	13,180
Teste-F	12,690	Valor-p	0,000 ***

$$DAC_{it} = \beta_0 + \sum_{t=1}^4 \beta_t ANO_{it} + \sum_{j=5}^{11} \beta_j SETOR_{it} + \beta_{12} MTB_{it} + \beta_{13} LEVERAGE_{it} + \beta_{14} REC_JUDICIAL_{it} + \varepsilon_{it}.$$

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	Valor-p
Constante	0,0510	0,1290	0,693
ANO	-	-	0,075 *
SETOR	-	-	0,058 *
MTB	0,0059	0,0022	0,009 ***
LEVERAGE	-0,0030	0,0013	0,055 **
REC_JUDICIAL	-0,0756	0,0259	0,004 ***
N = 309		R ² adjust. (%)	10,100
Teste-F	2,510	Valor-p	0,000 ***

Níveis de significância: '*' 10% '**' 5% '***' 1%.

A significância das variáveis ANO e SETOR (setores) foi avaliada pelo teste-F sequencial.

Resíduos não apresentam normalidade.

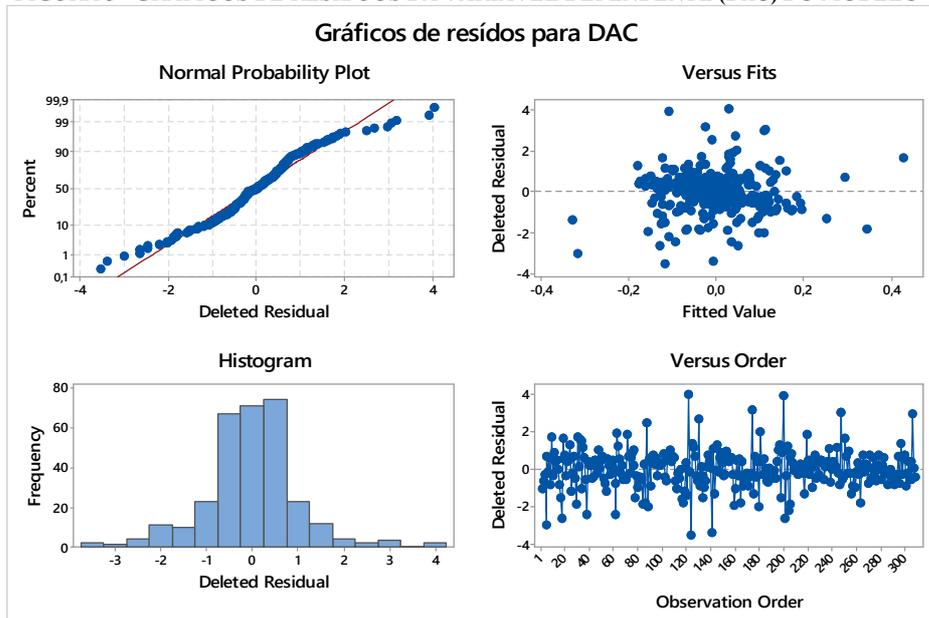
Fonte: Do autor.

Observamos na Tabela 6 que as variáveis *INVAT*, *PPE* e *ROA* apresentam significância estatística, ajudando a explicar a variável dependente, *TA*. A medida do R² 13,18% apresentou-se superior em relação à pesquisa desenvolvida por Leach e Newsom (2007), que foi de 0,51%. As estimativas dos accruals discricionários *DAC* indicam um valor médio de -0,0532 para o grupo de empresas em recuperação judicial e 0,0342 para as empresas do grupo controle.

No segundo passo, ajustamos o modelo para os *accruals* discricionários *DAC*, onde inserimos as variáveis de controle, *ANO*, *SETOR*, Market-to-Book (*MTB*) e *LEVERAGE*. As variáveis de controle *ANO*, *SETOR*, Market-to-Book (*MTB*) e *LEVERAGE*, apresentaram

significância estatística a 10%, a variável *IED* não apresentou significância estatística assim optamos por não incluir no modelo ajustado. Os resultados indicam significância estatística ao nível de 1% para a variável *REC_JUDICIAL*. É possível observar um coeficiente negativo, indicando um comportamento inverso em relação às empresas de controle (que não estão em processo de recuperação judicial).

FIGURA 5 - GRÁFICOS DE RESÍDUOS DA VARIÁVEL DEPENDENTE (DAC) DO MODELO



Fonte: Do autor.

Na Figura 5 observamos que o gráfico de probabilidade normal tem formato de “S”, com valores entre -4 e 4, indicando ausência de normalidade nos resíduos gerados pelo modelo. O gráfico dos resíduos contra valores ajustados é satisfatório, ou seja, indicando ausência de heteroscedasticidade. Finalmente, o gráfico dos resíduos contra o tempo também é satisfatório não indicando a presença de autocorrelação entre os erros do modelo.

4.3 RESULTADOS SOBRE A HIPÓTESE H2

A hipótese de pesquisa **H2** foi avaliada utilizando o modelo de *accruals* agregados descrito em (3), acrescido da variável de controle *ANO*, como apresentado em (4):

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_1 \frac{\Delta REVC_{it}}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_3 ROA_{it} + \sum_{t=1}^9 \beta_t ANO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

onde $\Delta REVC_{it} = \Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}$ representa a variação das receitas totais por empresa em t subtraída da variação dos recebíveis totais por empresa no período t ($\Delta revenues - \Delta receivables$), ponderada pelo ativo total por empresa no período $t - 1$.

A base de dados, neste caso, foi composta por 17 empresas em processo de recuperação judicial. Para cada empresa foram obtidos os dados antes e após a comunicação ou deferimento da recuperação judicial a fim de identificar ou não mudanças significativas no comportamento dos *accruals* discricionários *DAC*, estimados pelo modelo descrito em (4). A Tabela 7 apresenta um resumo descritivo das variáveis *ROA*, *MTB* e *LEVERAGE* para as 17 empresas em recuperação judicial, antes e após o pedido e deferimento.

Como se pode observar, as empresas após o deferimento da recuperação judicial apresentam uma média ligeiramente superior para as variáveis de controle *ROA*, *MTB* e *LEVERAGE*, quando se compara com o período anterior ao deferimento. A média da alavancagem financeira antes do deferimento é negativo (-0,800) e inferior à mediana (0,150), indicando uma assimetria à esquerda nos dados. Após o deferimento da recuperação judicial as empresas apresentam uma alavancagem média positiva (3,980) e superior à mediana (-0,300), indicando uma assimetria à direita nos dados. Apesar da grande dispersão dos dados evidenciada pelos desvios padrão, após o deferimento da recuperação judicial as empresas apresentam maior alavancagem financeira.

TABELA 7 - ESTATÍSTICA DESCRITIVA ANTES E APÓS O DEFERIMENTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL

Variáveis	Deferimento (Recuperação Judicial)	Média	Mediana	Desvio padrão
<i>ROA</i>	0 (Antes)	0,113	0,053	0,255
	1 (Após)	0,164	0,109	0,223
<i>MTB</i>	0 (Antes)	0,525	0,700	3,941
	1 (Após)	1,470	0,200	8,950
<i>LEVERAGE</i>	0 (Antes)	-0,800	0,150	10,930
	1 (Após)	3,980	-0,300	19,010

Antes: 84 empresas-ano Após: 59 empresas-ano.

Fonte: Do autor.

Como as medidas de *accruals* discricionários são dependentes entre empresas (antes e após o deferimento), foi realizado um Teste t para amostras emparelhadas visando avaliar se

existe diferença entre as médias dos valores de *DAC* antes e após a comunicação ou deferimento da recuperação judicial. Os resultados estão apresentados na Tabela 8.

Os resultados da Tabela 8 indicam que a variável dependente, *accruals* totais *TA* apresenta média negativa de -0,185 e desvio padrão de 0,270, quando observamos todo o período de 5 anos antes do deferimento da recuperação judicial. Após o deferimento, a média dos *accruals* totais é igual a -0,101. O Teste *t* emparelhado teve valor-p igual a 0,255 não indicando diferença significativa entre as médias de *TA* antes e após o deferimento.

Após a estimação dos valores dos *accruals* discricionários *DAC* pelo modelo dado em (4), os resultados indicam médias iguais a -0,072 e 0,047, respectivamente antes e após o deferimento da recuperação judicial. O valor-p do Teste *t* emparelhado apresentou significância inferior a 10% para a variável *DAC*, o que sugere evidência de um comportamento diferente das empresas no período até 5 anos após o deferimento da recuperação judicial, em relação ao período de até 5 anos antes. Observa-se que as médias e as medianas são muito próximas em ambos os períodos de análise, evidenciando simetria nos *accruals* discricionários.

TABELA 8 - TESTE T PARA AMOSTRAS EMPARELHADAS PARA AS VARIÁVEIS TA E DAC (17 EMPRESAS)

Variáveis	Deferimento (Recuperação Judicial)	Média	Mediana	Desvio padrão	Teste t valor-p
<i>TA</i>	0 (Antes)	-0,185	-0,092	0,270	0,255
	1 (Após)	-0,101	-0,078	0,185	
<i>DAC</i>	0 (Antes)	-0,072	-0,052	0,161	*0,089
	1 (Após)	0,047	0,041	0,183	

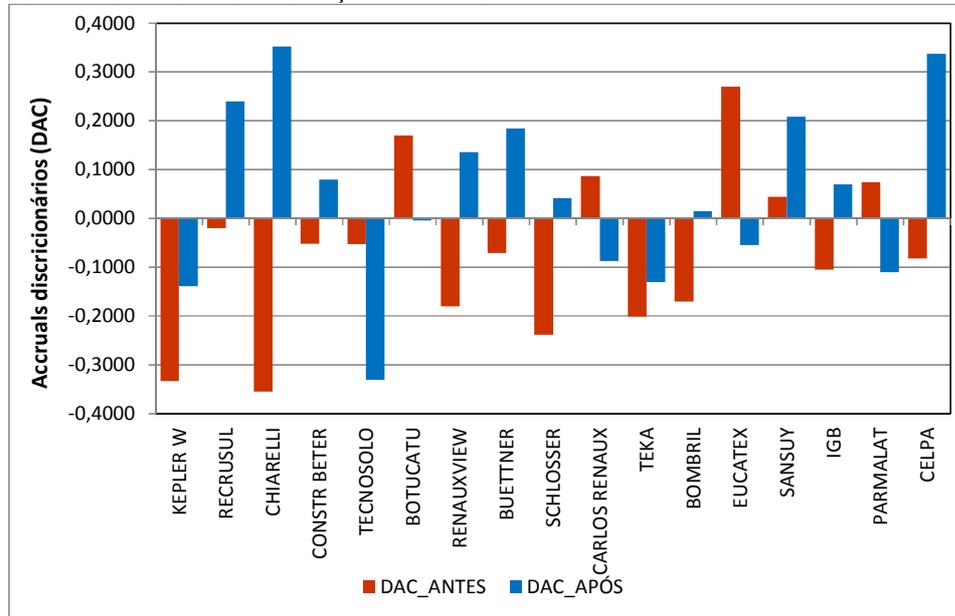
Níveis de significância: '*' 10% '**' 5% '***' 1%.

Antes: média dos 5 anos antes do deferimento Após: média até 5 anos após o deferimento

Fonte: Do autor.

No estudo desenvolvido por Leach e Newson (2007), o GR no período anterior ao processo falimentar (5 anos antes) apresentou um *DAC* positivo passando a ser negativo após o período falimentar. Nossos testes evidenciaram um comportamento inverso na maioria das empresas, ou seja, os *accruals* discricionários *DAC* no período anterior ao deferimento da recuperação apresenta-se negativo, passado para positivo após o deferimento da recuperação judicial, conforme pode ser visualizado na Figura 6.

FIGURA 6 - GRÁFICO DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS 5 ANOS ANTES E APÓS O DEFERIMENTO DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL



Fonte: Do autor.

Segundo Martinez (2008, p. 16):

Aquelas empresas que, no geral, estão tendo grandes prejuízos, são justamente as que terão maior propensão a “gerenciar” os resultados para baixo (resultados negativos significativos). Entende-se que essa evidência demonstra bem a prática de *take a bath* pelas empresas que estão com resultados muito ruins.

Assim entendemos que a modalidade de GR assemelha-se a “*take a bath*” também denominada “*big bath*”. Partindo-se da premissa de que a *proxy* de gerenciamento de resultados *DAC* é estimada e não podemos observar o GR, não há como afirmarmos que os gestores utilizaram-se do GR para piorar os resultados manipulando-os com objetivo de obter alguma espécie de benefício no plano de recuperação judicial, ou seja, essa é uma limitação do modelo de estimação de GR. Entretanto podemos observar e afirmar pelos testes efetuados que a variável *DAC* possui associação com o período de deferimento da recuperação judicial (antes e após) com significância estatística de 8%. Considerando o fato de que há uma mudança de sinal após o deferimento da recuperação judicial, e que o comportamento do grupo de controle antes também é diferente em relação às empresas em recuperação judicial, podemos sugerir os seguintes questionamentos: (1) Por que as empresas em recuperação judicial até 5 anos antes estariam efetuando GR negativo? (2) A redução do resultado a partir

desse GR gera algum benefício a essas empresas? (3) Os órgãos responsáveis pelo deferimento da recuperação judicial podem estar sendo influenciados em suas decisões por esse tipo de GR? (4) Credores podem estar sendo prejudicados? Assim entendemos que a contribuição desse trabalho reside em abrir esse horizonte de possíveis trabalhos a fim de responder a essas questões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo identificar evidências de gerenciamento de resultados (GR) em empresas de capital aberto da BMF&Bovespa, que pediram recuperação judicial, utilizando como *proxy* de GR as acumulações discricionárias.

Nossos resultados indicam que as acumulações discricionárias (*DAC*) são diferentes entre as empresas em processo de recuperação judicial e as empresas do grupo de controle. O sinal negativo encontrado para a variável *REC_JUDICIAL* indica que as empresas em processo de recuperação judicial apresentaram um nível de acumulações discricionárias contrário às empresas do grupo de controle, nos cinco anos antecedentes ao deferimento da recuperação judicial. Isso evidencia que o nível de GR entre os dois grupos é diferente, ou seja, se consideramos que todas as empresas praticam algum nível de GR, no grupo de empresas em recuperação judicial o GR é negativo e no grupo de controle o GR é positivo.

Além disso, os testes apresentados na Seção 4.3 indicam uma reversão nas acumulações discricionárias, onde o coeficiente da variável *DAC* passa de negativo (antes do deferimento da recuperação judicial) para positivo (após o deferimento da recuperação judicial). Os resultados apresentados nas Seções 4.2 e 4.3 permitem não rejeitarmos a hipótese **H1**, que as empresas em processo de recuperação judicial, gerenciam seus resultados em anos anteriores ao processo de pedido falimentar. Outrossim, os resultados apresentados na Seção 4.3 permitem não rejeitarmos a hipótese **H2**, indicando que as empresas em processo de recuperação judicial reverterem seus resultados após a aceitação do pedido falimentar.

Segundo a literatura, os resultados sugerem a utilização da modalidade de gerenciamento “*big bath* ou *take a bath*” nas empresas em processo de recuperação judicial, uma vez que os resultados negativos antecedentes ao pedido de recuperação judicial são revertidos após a aceitação do pedido de recuperação judicial.

Como sugestão para futuras pesquisas entendemos que tentar responder as perguntas que surgiram a partir desse trabalho tais como: (1) Por que as empresas em recuperação judicial até 5 anos antes estariam efetuando GR negativo? (2) A redução do resultado a partir desse GR gera algum benefício a essas empresas? (3) Os órgãos responsáveis pelo deferimento da recuperação judicial podem estar sendo influenciados em suas decisões por esse tipo de GR? (4) Credores podem estar sendo prejudicados?

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, A.; FUNCHAL, B. A nova lei de falências brasileira: primeiros impactos. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 29, n. 3, p. 191-212, Set. 2009.

ARAÚJO, A. C. P. **Como entender a lei de recuperação de empresas**: uma visão econômica. São Paulo: Trevisan, 2006.

BARUA, A.; LIN, S.; SBARAGLIA A. M. Earnings management using discontinued operations. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 85, n. 5, p. 1485-1509, Sept. 2010.

BEMS, J. D. HUANG, H.W., YAN Y. C. Top management resignation and firms subsequent bankruptcy. **Accounting and the Public Interest**, [S.l.], v.13, n. 1, p. 39-55, Dec. 2013.

BEZERRA FILHO, M. J. **Lei de recuperação de empresas e falências**: comentada, lei 11.101/2005, comentário artigo por artigo. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 de fev. de 2005.

BRASIL. Decreto Lei nº 7.661 de 21 de junho de 1945. Regula a falência e Concordata. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 22 de jun. de 1945.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A. **Metodologia científica**. 4. ed. São Paulo: Makron Books, 1996.

COLLINS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS (CPC). **CPC-00 R1**. Estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. Brasília, dez. 2008. Disponível em: <http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf>. Acesso em: 18 abr. 2015.

COSENZA, J. P. Os efeitos da contabilidade criativa. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, Rio de Janeiro, v.7, n. 2, p. 63-78, 2002.

CUPERTINO, C. M. Earnings management: estudo de caso do Banco Nacional. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 17, n. 41, p. 110-120, Maio/Ago. 2006.

DE ANGELO, L. E. Accounting numbers a market valuation substitutes: a study of management buyouts of public stock-holders. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 61, n. 3, p. 400-420, July 1986.

DELLOITTE DEVELOPMENT LLC. Ten things about bankruptcy and fraud. A review of bankruptcy filings. Nov. 2008. Disponível em: <[Http://bankruptcyfraud.typepad.com/deloitte_report.pdf](http://bankruptcyfraud.typepad.com/deloitte_report.pdf)>. Acesso em: 18 abr. 2015.

DECHOW, P. M. et al. Detecting earnings management: a new approach. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 50, n. 2, p. 275-334, May 2012.

_____; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 70, n. 2, p. 193-225, Apr. 1995.

_____; SKINNER, D. J. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 14, n. 2, p. 235-250, June 2000.

DEGEORGE, F.; PATEL, J.; ZECKHAUSER, R. Earnings management to exceed thresholds. **The Journal of Business**, Chicago, v. 72, n. 1, p. 1-33, Jan. 1999.

FLORES, E. S. **Gerenciamento de resultados em períodos de crises econômicas: uma análise dos mercados acionários brasileiro e norte-americano**. 2012. 125 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2012.

FRANCESCHETTI, B. M.; KOSCHTIAL C. Do bankrupt companies manipulate earnings more than the non-bankrupt ones? **Journal of Finance and Accountancy**, [S.l.], v.12, p. 4, 2013.

HEALY, P. M. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 7, n. 1-3, p. 85-107, Apr. 1985.

_____; WAHLEN, J. M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 13, n. 4, p. 365-383, Dec. 1999.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, S. Lucro contábil: crepúsculo ou ressurgimento? **Caderno de Estudos Fipecafi**, São Paulo, n.1, out. 1989.

_____. **Teoria da Contabilidade**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

JELINEK, K. The effect of leverage increases on earnings management. **Journal of Business & Economic Studies**, [S. l.], v. 13, n. 2, p. 24-26, Fall 2007.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Teoria da firma, comportamento dos administradores e estrutura de propriedade. **RAE Clássicos**, São Paulo, v.48, n. 2, p. 87-125, abr./jun. 2008.

JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 29, n. 2, p. 193-228, Autumn 1991.

KALLUNKI J. P., MARTIKAINEN M. Earnings management as a predictor of future profitability of Finnish firms. **European Accounting Review**, London, v. 12, n. 2, p. 311-325, Feb. 2003.

LEACH, R.; NEWSOM, P. Do firms manage their earnings prior to filing for bankruptcy? **Academy in Accounting and Financial Studies Journal**, [S. l.], v. 11, n. 3, p. 125-137, Sept. 2007.

MARTINEZ, A. I. “**Gerenciamento**” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 153 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

_____. Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários, **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.

MARTINS G. A.; THEÓFILO C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MCNICHOLS, M. Research design Issues in earnings management. *Journal of Accounting Studies*, South Western, v. 8, p. 313-345, 2000.

_____; WILSON, G. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 26, p. 1-31, 1988.

MORO JR., S. **A contabilidade nos processos de recuperação judicial**: análise na comarca de São Paulo. 2011. 118 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, São Paulo, 2011.

OHLSON, J. A. Financial ratios and the probabilistic predictions of bankruptcy. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 18, n. 1, p. 109-131, Spring 1980.

OTHMAN, H. B.; ZEGHAL, D. A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: the Canadian and French cases. **The International Journal of Accounting**, Oxford, v. 41, n. 4, p. 406-435, Dec. 2006

PAULO, E. **Manipulação das informações contábeis**: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados. 2007. 261 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEROLS, J. L.; LOUGEE, B. A. The relation between earnings management and financial statement fraud. **Advances in Accounting**, [S. l.], v. 27, n. 1, p 39-53, June 2011.

RAUPP, F. M.; BEUREN, I. M. Caracterização da pesquisa em contabilidade. In: BEUREN, I. M. (Org). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2004. Cap. 1.

ROSNER, R. L. Earnings manipulation in failing firms. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 20, n. 2, p. 361-408, Summer 2003.

SCHIPPER, K. Earnings management. **Accounting Horizons**, Sarasota, v. 3, p. 91-102, 1989.

SCOTT, W. **Financial accounting theory**. 5th ed. Toronto: Pearson Prentice Hall 2009.

SILVA, A. F. et al. Earnings management and economic crises in the Brazilian capital market. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 54, n. 3, p. 268–283, jun. 2014.

[EAG3] Comentário: O que são esses quadros? ANEXO ou APÊNDICE. VER Manual p. 18 e 19.

Quadro comparativo dos estudos desenvolvidos por assunto (não exaustivo)

INTERNACIONAL		Assuntos
Ano	Autor	
1985	Healy	Bônus e Decisões Gerenciais
1986	DeAngelo	Modelo e Detecção por Accruals
1997	Beneish	Modelo e Detecção por Accruals
1988	McNichols e Wilson	Modelo e Detecção por Accruals
1989	McNichols	Preço das ações e GR
	Schipper	Earnings Management
1991	Jones	Modelo e Detecção por Accruals
1995	Dechow, Sloan e Sweeney	Modelo e Detecção por Accruals
1995	Kang e Sivaramakrishnan	Modelo e Detecção por Accruals
1997	Key	Custos Políticos
1999	Ahmed, Takeda e Thomas	Provisão para Perdas em Empréstimos
2000	Libby e Kinney Jr.	Correções Oportunistas
2002	Matsumoto	Income Smoothing
2003	Kallunki e Martikainen	Continuidade
2003	Rosner	Falência
2005	Pae	Modelo e Detecção por Accruals
2006	Roychowdhury	Manipulação Atividades Reais
	McVay	Erro Classificação Itens Declaração Renda
2007	Leach e Newsom	Falência
2010	Barua, Lin e Sbaraglia	Operações Descontinuadas Refazimento DF's
2011	Dechow, Hutton, Kin e Sloan	New approach - Nova Abordagem
2011	Perols e Loungee	Fraude
2012	Akindayomi e Warsame	Remuneração Variável e Falência
2013	Franceschetti e Koshtial	Falência
2013	Beams, Huang e Yan	Executivos Demitem-se antes da Falência

Quadro 5 – Quadro comparativo trabalhos de GR Internacional
Fonte: Elaborado pelo autor

Quadro comparativo dos estudos desenvolvidos por assunto

BRASIL		Assuntos
Ano	Autor	
2001	Martinez	Modelo e Detecção por Accruals
2005	Fuji	Gerenciamento em Instituições Financeiras
2007	Almeida	Auditoria
	Baptista	Revisão de Literatura
	Paulo	Anuncio Resultados Cias Abertas
	Paulo	Diferimento tributário
	Goulart e Carvalho	Gerenciamento em Instituições Financeiras
2008	Rodrigues	Provisões Técnicas em Seguradoras
	Vasconcelos, Reis, Miashiro e Paulo	Empresas de Rating
2009	Almeida e Faria	Grupos Estratégicos
	Castro e Martinez	Income Smoothing
	Martinez	Cobertura de Analistas
2010	Bispo	Ofertas Públicas Subsequentes
	Silva e Bezerra	Rodízio das Empresas de Auditoria
	Nardi	Custo da Dívida
2011	Santos, Verhagem e Bezerra	Decisões Operacionais e Governança
	Ros	Fraude Corporativas
2012	Flores	Períodos de Crise Brasil e Estados Unidos
	Joia	Adoção IRFS
2013	Prado	Governança Corporativa

Quadro 6 – Quadro comparativo trabalhos de GR Nacional.
 Fonte: Elaborado pelo autor.

Quadro comparativo dos estudos desenvolvidos GR e Falência

INTERNACIONAL		Título	Amostra	Conclusão
Ano	Autor			
2003	Rosner	Earnings Manipulation in Failing Firms	Amostra de 51 empresas decretadas como falidas de um total de 293, entre 1985 a 1997	Identificou-se ganhos maiores em um dos grupos de empresas falidas
2007	Leach e Newsom	Do Firms Manager their Earnings Prior to Filing for Bankruptcy?	Amostra de 114 empresas de um total de 419, entre 1980 a 2000	Evidencias de GR 5 anos antes de decretar a falência, sendo invertido/revertido próximo da data decretar falência
2013	Franceschetti e Koshtial	Do Bankrupt Companies Manipulate Earnings more than the Non-Bankrupt ones?	Amostra 30 empresas falidas e 30 controle	Refutou a hipótese da Deloitte, entretanto evidencou que há uma redução no GR em empresas falidas.

Quadro 7 – Quadro comparativo principais trabalhos de GR relacionados com falência.

Fonte: Elaborado pelo autor.