

INFLUÊNCIA DOS CICLOS ECONÔMICOS NA RELAÇÃO ENTRE GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E INSOLVÊNCIA*

INFLUENCE OF ECONOMICS CYCLES ON THE RELATIONSHIP BETWEEN EARNINGS MANAGEMENT AND INSOLVENCY

Bruna da Silva Predebom**

Márcia Bianchi***

RESUMO

O objetivo do estudo é analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre gerenciamento de resultados e os estágios de insolvência em empresas de capital aberto listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) entre o período de 2010 a 2019. Para tanto, por meio de uma pesquisa quantitativa, descritiva e documental, analisou-se a variável gerenciamento de resultados por meio do modelo Jones Modificado (1995), para cálculo dos *accruals* discricionários. Para estimar os ciclos econômicos foi utilizado o modelo de quatro fases proposto por Schumpeter (1938), considerando a variação percentual anual do PIB, enquanto a variável insolvência foi segmentada em três *proxies*, que consideram a insolvência por saldo, por fluxo e pelo indicador de *financial distress*, conceituados por Altman (1979). Os resultados evidenciaram que as etapas dos ciclos econômicos afetam de forma distinta a relação entre insolvência empresarial e gerenciamento de resultados, além disso o agravamento do nível de insolvência impacta na intensidade do gerenciamento de resultados. É possível inferir que empresas insolventes por Fluxo e por Z-score estão mais propensas a manipular resultados do que companhias insolventes por Saldo, principalmente em fases de expansão econômica em contrariedade a empresas saudáveis que apresentam maior relevância no nível de *accruals* discricionários em períodos de recessão.

Palavras-chave: Gerenciamento de Resultados. Insolvência. Ciclos Econômicos.

ABSTRACT

The aim of the study is to analyze the influence of economic cycles on the relationship between earnings management and insolvency stages in publicly traded companies listed on B3 S / A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) between the period 2010 to 2019. Therefore, through a quantitative, descriptive and documentary research, the variable earnings management was analyzed using the Jones Modified model (1995), to calculate discretionary accruals. To estimate business cycles, the four-phase model proposed by Schumpeter (1938) was used, considering the annual percentage change in GDP, while the insolvency variable was segmented into three proxies, which consider insolvency by balance, by flow and by the financial distress, conceptualized by Altman (1979). The results showed that the stages of economic cycles affect differently the relationship between business insolvency and results management, in addition to the worsening of the level of insolvency impacts on the intensity of results management. The study concluded

* Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no primeiro semestre de 2020, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

** Graduada do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (brunapredobom@gmail.com).

*** Orientadora. Doutora em Economia pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS e do PPGCONT-UFRGS. (marcia.bianchi@ufrgs.br).

that companies insolvent by flow and financial distress are more likely to manipulate results than insolvent companies by balance, especially in phases of economic expansion in contradiction to healthy companies that have greater relevance in the level of discretionary accruals in periods of recession.

Keywords: Earnings Management. Insolvency. Economic Cycles.

1 INTRODUÇÃO

A contabilidade tem entre seus objetivos sintetizar dados relevantes referentes ao desempenho de uma entidade, para assim fornecer informações úteis para uma ampla gama de usuários. Com isso, pressupõe-se que a informação financeira divulgada será de qualidade e obstinará representar de maneira mais fidedigna a situação da empresa. Entretanto, a Teoria da Agência, versa que a separação entre a propriedade e o controle do capital, gera uma obrigação contratual entre o principal (acionista) e o agente (administrador) permeada por conflitos de interesses (JESEN; MECKLING, 1976). Tais conflitos podem ser ainda mais agravados em períodos de dificuldade financeira extrema, tornando os gestores mais suscetíveis ao uso de práticas de gerenciamento de resultados (COELHO *et al.*, 2017).

Um dos fatores que podem sinalizar que a companhia apresenta agravamento de sua situação financeira é a insolvência empresarial. Para Altman e Hotchkiss (2010) a insolvência corresponde à incapacidade da organização de pagar suas dívidas, tomando como base seus fluxos; ou quando o total do passivo é maior que o valor do ativo, quando relacionada aos saldos empresariais. Ainda, conforme Becker *et al.* (1998), como forma de possibilitar o alcance dos resultados financeiros esperados para a companhia, os administradores tendem a se aproveitar da assimetria informacional, advinda dos conflitos de agência, para fazer uso de escolhas contábeis alternativas para o resultado. Esta medida é conhecida como gerenciamento de resultados, sendo caracterizada como a prática que permite alterar propositalmente os resultados contábeis com o objetivo de atender motivações particulares, não incorrendo em mecanismos de fraude (MARTINEZ, 2001).

Nesse contexto, por meio da utilização dos ajustes do regime de competência, também denominados de *accruals*, o gerenciamento de resultados é efetuado, gerando *accruals* discricionários que visam induzir a percepção do mercado acerca de sua imagem financeira (CUPERTINO, 2013). De acordo com Habib, Bhuiyan e Islan (2013), períodos de crises econômicas evidenciam um maior envolvimento com procedimentos de gerenciamento de resultados, principalmente para empresas em situação de insolvência. Paulo e Mota (2019) destacam que as oscilações econômicas das atividades de um país também são fator de influência na tomada de decisão por parte dos diretores. Essas oscilações são denominadas como ciclos econômicos, sendo estes geralmente medidos pelo PIB, e distribuídos em quatro fases distintas: expansão, recessão, contração e recuperação (BUNS; MITCHEL, 1946). Em congruência, Trombeta e Imperatore (2014) constataram que o gerenciamento de resultados prevalece durante períodos de recessão econômica. Ademais, os próprios gestores em momentos de crise podem vir relatar ganhos maiores como meio de não diminuir sua remuneração, ou por questões de reputação ou mesmo pela hipótese da perda de seus empregos (BERGSTRESSER; PHILIPPON, 2006).

Considerando que as companhias insolventes tendem a apresentar maior propensão a gerenciar seus resultados (BECKER *et al.*, 1998; COELHO *et al.*, 2017), bem como que as oscilações do ambiente econômico podem afetar o comportamento discricionário da tomada de decisão relacionada aos resultados das organizações (HABIB; BHUIYAN; ISLAN, 2013; PAULO; MOTA, 2019; TROMBETA; IMPERATORE, 2014), levanta-se como problema de

pesquisa: “*Qual a influência dos ciclos econômicos na associação entre gerenciamento de resultados e insolvência das companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3)?*”. Para tanto, objetivou-se analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre gerenciamento de resultados e os estágios de insolvência em empresas de capital aberto listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) entre o período de 2010 a 2019.

Desta forma, o estudo está pautado a luz da Teoria da Agência visando elucidar aos usuários externos as práticas de manipulação de resultados atreladas a saúde financeira das empresas no decorrer das variações econômicas de um país, com intuito propiciar a continuidade operacional das entidades, otimizar a tomada de decisão e, até mesmo, prevenir problemas financeiros futuros por meio da minoração da assimetria informacional. Pode-se ressaltar que entre as contribuições desse estudo está o fomento da discussão sobre o tema de gerenciamento de resultados, em uma nação emergente, na qual as entidades tendem a apresentar maior instabilidade financeira e econômica, gerando incentivos para manipulação dos custos de agência em relação aos custos da insolvência (TERRENO; SATTLER; PEREZ, 2017).

Ainda, fomenta o debate a respeito da relação da insolvência empresarial no gerenciamento de resultados em cada período dos ciclos econômicos, a fim de caracterizar as idiosincrasias atribuídas à cada etapa e sua influência na manipulação dos resultados para companhias financeiramente insolventes em comparação com as financeiramente saudáveis. Outro aspecto relacionado à relevância da pesquisa está pautado na análise segmentada da insolvência empresarial nessas relações, por meio de seus fluxos, saldos e indicador de *financial distress* (ALTMAN, 1979), este último com modelo reestimado para a realidade específica das companhias objeto de pesquisa. Deste modo, o estudo auxilia o usuário da informação a compreender as complexidades financeiras atreladas a cada aspecto da insolvência empresarial para com a manipulação dos resultados frente às oscilações da economia.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Nesta seção são apresentados os conceitos de sobre gerenciamento de resultados, insolvência e ciclos econômicos relacionados ao tema deste estudo.

2.1 GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E INSOLVÊNCIA

Para Wruck (1990, p. 421), uma empresa está em dificuldades financeiras “quando o seu fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes”, ademais o autor alega que nestes momentos de fragilidade financeira os conflitos de interesse se amplificam e os usuários mais carentes de informações tendem a sofrer com a assimetria informacional. Contudo, uma empresa só é considerada insolvente quando ocorre o máximo agravamento de sua situação financeira, tornando-a incapaz de cumprir suas obrigações ou saldar suas dívidas (PEREZ, 2007).

A insolvência de uma empresa pode estar associada tanto a saldos quando a organização apresenta o patrimônio líquido negativo, como também a fluxo quando os recursos gerados pelas atividades operacionais não são capazes de saldar os compromissos assumidos (ALTMAN; HOTCHKISS, 2010). Mário e Aquino (2012) ressaltam a importância de distinguir o estado de insolvência empresarial, caracterizado pela incapacidade da empresa de cumprir seus compromissos, com o estado de falência empresarial, definido como o rompimento de todas as obrigações contratuais inviabilizando economicamente a companhia.

Os gestores dessas companhias em dificuldades financeiras pressionados com a ideia de falência tendem a manipular seus ganhos com o intuito de melhorar a viabilidade e credibilidade da empresa junto ao mercado (ROSNER, 2003). Em congruência, Queiroz (2016) afirma que empresas insolventes tem maior propensão ao gerenciamento de resultado que objective demonstrar uma melhora de sua capacidade financeira, em correspondência Coelho *et al.* (2017)

verificaram que a manipulação de resultados aumentava conforme o estresse financeiro da entidade se agravava. Com isso, Healy e Wahlen (1999) mencionam que o gerenciamento de resultados ocorre quando o administrador intencionalmente utiliza da subjetividade das normas contábeis para intervir no processo de divulgação das demonstrações financeiras influenciando a percepção dos usuários acerca do desempenho econômico da entidade.

Outro fator que propiciou situações passíveis de manipulação das informações contábeis foram as modificações provocadas pela padronização das normas contábeis que trouxeram consigo novos instrumentos discricionários (BAPTISTA, 2009). Estes instrumentos deixam algumas decisões a encargo do julgamento dos gestores que podem gerir seus resultados através de escolhas contábeis alternativas (*accruals* discricionários) ou por meio de decisões operacionais derivadas das melhores práticas do negócio (ROYCHOUDHURY, 2006; GUNNY, 2010; CUPERTINO, 2013). Considera-se gerenciamento por *accruals* discricionários como a principal forma de gerenciamento dos resultados, sendo os *accruals* todas as contas que fazem parte do lucro líquido da empresa, mas não fazem do seu fluxo de caixa (MARTINEZ, 2001; LI *et al.*, 2020).

Martinez (2001) considera que existem três tipos de gerenciamento de resultados. O *target earnings* decorre da melhora ou piora dos resultados contábeis dependendo das metas contratuais estabelecidas; já o *income smoothing* acontece quando os resultados são manipulados com o intuito de estabilizar suas oscilações; e, por fim, o *take bath accounting* é caracterizado pela redução dos resultados contábeis, com o propósito de aumentar os resultados futuros. Pode-se considerar que essa manipulação se torna possível por meio dos conflitos de interesses advindos da Teoria da Agência, que elucida que a relação contratual entre o principal e o agente não é harmoniosa em relação à quantidade e qualidade informacional (JESSEN; MECKLING, 1976). Neste contexto, Oliveira (2008) expõe que os gestores tendem a gerenciar resultados sempre que houver motivos suficientemente vantajosos para eles ou para a empresa, que suplantem os custos associados à manipulação.

Períodos de aflição financeira podem incentivar gerentes a utilizar o gerenciamento de resultados como meio de elevar seus ganhos com o intuito de aumentar a credibilidade da empresa (ROSNER, 2013). Entre os estudos relacionados apresenta-se o de Coelho *et al.* (2017), que analisaram a relação entre o gerenciamento de resultados contábeis e os estágios de insolvência em empresas de capital aberto integrantes do BRICS, sendo utilizado para cálculo da variável gerenciamento de resultados o modelo Modificado de Jones (1995) enquanto a insolvência foi abordada por meio do conceito de Altman (1993). A pesquisa constatou relação significativa entre insolvência baseada em fluxo e gerenciamento de resultados.

Ademais, Machado *et al.* (2020) pesquisaram a influência dos mecanismos de governança corporativa em companhias brasileiras em *financial distress* entre 2010 e 2018. Para estimação do *financial distress* foi examinado o *Z-score* clássico de Altman (1968); o *Z-score* de Martins e Ventura (2020); o indicador de default da Bloomberg de curto prazo (1 ano); e o indicador de default longo prazo (5 anos). Entre os resultados encontrados, destaca-se a importância de mecanismos de externos de governança corporativa como meio conter ou até mesmo prevenir situações de agrave financeiro. Em correspondência, Li *et al.* (2020) confirmaram que o controle interno é um mecanismo que ajuda a restringir o gerenciamento de resultados, além disso, os autores que investigaram as empresas listadas na bolsa de valores da China entre os anos de 2007 a 2015, também reforçam que empresas em *financial distress* são mais propensas a gerenciar seus resultados por meio *accruals* discricionários.

Partindo dessa literatura, acredita-se que a insolvência financeira pode afetar o nível de discricionariedade do processo decisório dos resultados organizacionais, levantou-se a Hipóteses 1a e 1b (H1a e H1b).

H1a: A insolvência empresarial esta positivamente relacionada ao nível de gerenciamento de resultados, por meio de accruals discricionários, para as companhias de capital aberto do Brasil.

H1b: Companhias com insolvência empresarial tendem a apresentar maior nível de gerenciamento de resultados, por meio de accruals discricionários, do que as financeiramente saudáveis.

2.2 CICLOS ECONÔMICOS

Os ciclos econômicos podem ser descritos como as flutuações das atividades econômicas de um país em um período específico, podendo ser mensurados pelas variações do produto interno bruto (PIB) real (PAULO; MOTA, 2019). Entre suas características, Burns e Mitchell (1946) expõem que os ciclos econômicos são variados em tamanho, amplitude e duração, sendo considerados como oscilações de longo prazo não simétricas e imprevisíveis. O *National Bureau of Economic Research* (NBER) define que um ciclo econômico completo consiste na oscilação entre as fases de recessão quando há dois ou mais trimestres de crescimento negativo do PIB, e de expansão quando há crescimento positivo no PIB no mínimo em dois trimestres consecutivos, sendo os ciclos medidos por intermédio dos picos (expansão) e vales (recessão) (KNOOP, 2010).

Entretanto, Schumpeter (1939) e Burns e Mitchell (1946) defendem que os ciclos econômicos são as mudanças encontradas na atividade econômica agregada das nações, sendo um processo cíclico baseado na alternância de quatro fases. Estas fases são marcadas por períodos de crescimento que podem ser divididas em expansão e recuperação, seguidas de recessões e contrações no qual há o declínio ou estagnação no desenvolvimento econômico. Para Michel (1927), os ciclos econômicos afetam a atividade econômica das empresas, em consonância, Lagesh, Srikanth, Acharya (2018) analisaram 87 companhias listadas na bolsa de valores da Índia e verificaram que os ciclos econômicos representam uma importante variável macroeconômica no planejamento estratégico de uma entidade, ressaltando o impacto dos ciclos econômicos na tomada de decisões estratégicas do setor corporativo em geral.

Com isso, Trombetta e Imperatore (2014) relatam que em momentos de recessão há uma majoração da assimetria informacional. Isso ocorre, pois os gestores se encontram pressionados pelos anseios do mercado investidor que se vê relutante em investir ou impõe maiores retornos pra seus investimentos. Compreende-se que os problemas de agência se intensificam em momentos conflituosos entre o principal e o agente. Os autores exploraram a relação entre as crises financeiras e o gerenciamento de resultados em empresas americanas listadas na Bolsa de Valores de Nova York entre o período de 1996 a 2011 e descobriram que os objetivos de gerenciamento de resultados se alteram conforme a gravidade da crise e intensificam-se em tempos de recessão.

Habib, Bhuiyan, Islam (2013) examinaram a influência do ambiente macroeconômico por meio do estudo de como a crise financeira global de 2008 afetou o gerenciamento de resultados em empresas insolventes, considerando se as práticas de manipulação sofreram alterações durante esse período de instabilidade. O estudo concluiu que os gerentes de empresas em aflição financeira envolvem-se mais em práticas de gerenciamento de resultados que diminuem as receitas. Em confirmação aos resultados desta pesquisa, tem-se o estudo de DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994), que averiguaram o gerenciamento de resultados em 76 empresas listadas na bolsa de Nova York descobrindo que os objetivos dos administradores em reportar lucros menores estavam associados a renegociações de dívidas.

Indo ao encontro dessas pesquisas, no estudo de Paulo e Mota (2019), verificou-se a influência do ambiente econômico no gerenciamento de resultados em 247 companhias brasileiras de capital aberto durante o período de 2000 a 2015. Os pesquisadores utilizaram o estudo de Schumpeter (1939) como base para identificar os ciclos econômicos, sendo os *accruals* discricionários estimados segundo o modelo de Paulo (2007) e as decisões operacionais pelo modelo de Roychowdhury (2006). O estudo evidenciou que os

administradores tendem a gerenciar os resultados em fases de recessão ou contração por meio de decisões operacionais. No entanto, Venturini *et al.* (2019) constaram que os ciclos econômicos não apresentaram relação significativa com o desempenho econômico das empresas brasileiras listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 1998 a 2017.

Nesse contexto, pautando-se no fato de que estudos anteriores sinalizaram que as oscilações econômicas tendem a afetar o gerenciamento de resultados das companhias, bem como que a insolvência financeira pode afetar o nível de discricionariedade do processo decisório dos resultados, elucida-se a Hipótese 2 (H2) do estudo.

H2: Os ciclos econômicos afetam de forma distinta a relação entre insolvência empresarial e gerenciamento de resultados, por meio de accruals discricionários, para as companhias de capital aberto do Brasil.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa é classificada quanto a sua forma de abordagem do problema como quantitativa, sendo definida pelo uso de métodos estatísticos tanto na coleta como na análise de seus dados (RICHARDSON, 2008). Assim, o estudo foi realizado por meio de técnica de regressão múltipla com dados em painel, possibilitando segundo Kazmier (1982), o envolvimento de três ou mais variáveis, sendo uma única variável dependente, porém duas ou mais independentes com o intuito de reforçar os testes de significância e minimizar tendências.

Em relação aos seus objetivos, a pesquisa se caracteriza como descritiva, pois visa descrever as características de uma determinada população ou fenômeno, assim como estabelecer relações entre variáveis e fatos (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Dessa forma, o estudo se propõe a investigar a influência dos ciclos econômicos no gerenciamento de resultados em empresas insolventes. No tocante aos procedimentos técnicos utilizados, a pesquisa é considerada como documental em razão da procedência dos dados estarem vinculados restritamente a documentos, escritos ou não (MARCONI; LAKATOS, 2010). Com isso, o estudo será embasado nos dados constantes na Economatica® como também nos relatórios financeiros disponibilizados na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), os dados foram coletados em agosto de 2020.

A população do estudo foi selecionada a partir do conjunto total 415 de companhias abertas brasileiras listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3), entre o período de 2010 a 2019, que por consequência divulgam suas demonstrações contábeis ao mercado. Foram excluídas as instituições financeiras, por apresentarem a mensuração de seus resultados distintas das demais como também às entidades que não apresentaram todas as informações necessárias, dessa forma não sendo possível efetuar uma análise adequada por meio dos modelos utilizados (PEASNELL; POPE; YOUNG, 2000). Findando a amostra num total de 172 companhias que tiveram seus dados coletados anualmente. O período selecionado se justifica em decorrência de constituir a época inicial de adoção plena das normas internacionais de contabilidade no Brasil. Além disso, o intervalo de tempo escolhido é inicialmente demarcado com a expansão da economia em 2010, no qual o PIB brasileiro alcançou índices não atingidos a mais de 20 anos, sendo seguido posteriormente por uma profunda recessão.

Para estimação dos ciclos econômicos foi utilizado o modelo de Shumpter (1939), sendo os ciclos divididos nas fases de expansão, recessão, contração e recuperação tendo como *proxy* as variações anuais do PIB. Deste modo, um ciclo está na fase de recessão quando atingir seu vale total, em contrapartida se encontrará em fase de expansão quando alcançar seu pico total, sendo as fases de contração e recuperação a ligação entre esses pontos. Sendo assim, cada etapa do ciclo é uma *dummy* (0 ou 1), sendo analisadas, posteriormente como amostras distintas. Ademais, a variável dependente deste estudo é o gerenciamento de resultados por meio de

accruals discricionários calculado a partir do modelo Jones Modificado (1995), representado pela Equação 1.

$$AT_{it} = \beta_1 (1/A_{it-1}) + \beta_2 ((\Delta R_{it} - \Delta CR_{it})/A_{it-1}) + \beta_3 (PPE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

AT_{it} = *accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

ΔR_{it} = variação das receitas líquidas da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

ΔCR_{it} = variação das contas a receber (clientes) da empresa *i* do período *t-1* para o período *t*, ponderada pelos ativos totais no final do período *t-1*;

PPE_{it} = saldo da conta do Ativo Imobilizado empresa *i* no final do período *t*, ponderados pelos ativos totais no final do período *t-1*;

A_{it-1} = ativos totais da empresa no final do período *t-1*;

ε_{it} = resíduo da regressão para a empresa *i* no ano *t*.

β_1 , β_2 e β_3 = coeficientes estimados da regressão.

Para a estimação da influência da insolvência empresarial no gerenciamento dos resultados das companhias, utilizou-se de regressão de dados em painel. Assim, elencou-se as variáveis dependentes e independentes da pesquisa, conforme o Quadro 1:

Quadro 1 – Definição das variáveis do estudo

Variáveis	Sigla	Fórmula	Referência	
Dependente	<i>Accrual</i> Discricionário	AC	<i>Accrual</i> discricionários pelo modelo de Jones Modificado	Dechow, Sloan e Sweeney (1995)
Independentes de Interesse	Insolvência por Fluxo Contínua	IFc	Variável contínua quando há redução de 30% ou mais no preço da ação quando comparado com o ano anterior, e 0 para o contrário	Adaptado de Altman e Hotchkiss (2010) e Coelho <i>et al.</i> (2017).
	Insolvência por Saldo Contínua	ISc	Variável contínua quando o PL da companhia é negativo, e 0 para o contrário	Adaptado de Altman e Hotchkiss (2010) e Coelho <i>et al.</i> (2017).
	Insolvência por Fluxo Binária	IF	Dummy = 1 quando há redução de 30% ou mais no preço da ação quando comparado com o ano anterior, e 0 para o contrário	Altman e Hotchkiss (2010); Coelho <i>et al.</i> (2017).
	Insolvência por Saldo Binária	IS	Dummy = 1 quando o PL da companhia é negativo, e 0 para o contrário	Altman e Hotchkiss (2010) e Coelho <i>et al.</i> (2017).
	<i>Z-score</i>	Zscorec e Zscore	X1 = (Ativo Circulante _{it} - Passivo Circulante _{it})/Ativo Total _{it} X3 = Lucro Antes de Juros e Impostos _{it} /Ativo Total _{it} X4= Valor de Mercado _{it} /Exigível Total _{it} X5= Vendas _{it} /Ativo Total _{it}	Altman, Baydia e Dias (1979).
	Ciclos Econômicos	Ciclos	Dummies para cada etapa dos ciclos (Contração, Expansão, Recessão e Recuperação)	Shumpter (1939) e Paulo e Mota (2019).
Controle	Tamanho	TAM	log Ativo Total	Watss e Zimmerman (1990)
	ROA	ROA	lucro líquido/ativo total	Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008)
	Crescimento	CRE	Ativo total _{it} - Ativo total _{it-1} / Ativo total _{it-1}	Nardi e Nakao (2009)

Fonte: Elaborado a partir de diversos autores (2020).

Com isso, para classificação das empresas insolventes considerou-se o conceito de Altman e Hotchkiss (2010), levando em consideração que a insolvência pode estar baseada em fluxo ou em saldo. Contudo, as variáveis foram divididas em dois tipos de análise, sendo que no primeiro modelo pode-se considerar as variáveis como contínuas, dessa forma sendo possível analisar o quão insolvente a empresa está, levando em consideração os preceitos elencados no quadro 1. Além disso, também foi feita a análise binária para que fosse possível estudar distintamente as empresas insolventes de suas análogas saudáveis. Para a previsão de falências os parâmetros do *Z-score* seguem o modelo de Altman, Baydia e Dias (1979), pois acredita-se que este modelo é melhor aceito em economias emergentes. Dessa forma, os parâmetros foram estimados com base na amostra da pesquisa, tendo como variável dependente o *ISFc*, quando examinada de forma contínua (*Zscorec*) e *ISF* para investigação binária (*Zscore*). Ressalta-se que foi utilizada a regressão *logit* uma vez que os dados não são normais resultando na equação 2.

$$Z\text{-score} = -0,2142475 + (-2,358437 * X1) + (-4,065094 * X3) + (-0,8192831 * X4) + (0,2971314 * X5) \quad (2)$$

Nesse contexto, utilizou-se regressão múltipla de dados em painel balanceado, bem como os testes de Hausman, Breusch-Pagan e Chow para estimar e adequação do modelo (efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Ainda, efetuou-se os testes de autocorrelação, multicolinearidade e heterocedasticidade, utilizando estimação com erros robustos. Por fim, buscou-se na literatura as variáveis de controle.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Esta seção aborda a estatística descritiva das variáveis que foram objeto deste estudo e as regressões dos dados em painel.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A fim de analisar a estatística descritiva das variáveis de insolvência e gerenciamento de resultados, efetuou-se a Tabela 1.

Tabela 1 – Estatística Descritiva

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<i>Accrual Disc.</i>	1544	0,000	0,308	0,017	-2,907	6,793
ISc	1720	0,091	0,201	0,000	0,000	0,967
IFc	1720	0,381	3,366	0,000	0,000	63,889
Zscorec	1718	-1,752	3,454	-1,271	-45,482	17,704
IS	1720	0,134	0,341	0,000	0,000	1,000
IF	1720	0,181	0,385	0,000	0,000	1,000
Zscore	1718	0,083	0,275	0,000	0,000	1,000
ROA	1720	-0,338	41,285	2,903	-611,056	1188,856
TAM	1720	14,741	1,894	14,856	8,498	20,646
CRE	1720	0,111	0,479	0,060	-0,907	15,580

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

Verifica-se na análise descritiva (Tabela 1) que a média negativa do ROA colabora com a ideia de que as empresas estão passando por um estresse financeiro, sendo seu movimento de caixa incapaz de cobrir suas contas, colaborando com a percepção de que a insolvência por fluxo é predominante em comparação à insolvência por saldo. Além disso, com exceção da ROA todas as variáveis são ponderadas, essa dispersão encontra-se em conformidade a estudos como o de Coelho *et al.* (2017), considerando que a amostra contém entidades dos mais diversos

setores de atuação. Outra variável importante é o *Z-score* adaptado para a realidade de uma economia emergente como o Brasil que apresentou o valor da média negativo atestando que as companhias brasileiras enfrentam ou podem a vir a enfrentar períodos de insolvência, em coincidência Machado *et al.* (2020) que evidenciaram um decréscimo da média do *Z-score* ao longo do tempo.

É importante ressaltar que a pesquisa considerou a insolvência, tanto como variável binária, quanto variável contínua, possibilitando a melhor comparabilidade entre as empresas insolventes e suas opostas saudáveis financeiramente. Apesar das médias das variáveis contínuas e binárias da insolvência por fluxo e por saldo serem distintas, em ambos os casos a maior parte das companhias evidenciam maiores problemas financeiros atrelados ao fluxo da empresa.

Para a análise dos resíduos encontrados a partir do modelo de Jones Modificado (1995), a Tabela 2 apresenta a distribuição dos *accruals* discricionários de empresas insolventes e saudáveis distribuídos pelas fases dos ciclos econômicos.

Tabela 2 – Análise da estatística descritiva dos resíduos do Modelo de Jones Modificado

<i>Accrual</i> Discricionários			Geral	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação
Insolvência por Saldo	Não	Observações	1328	293	297	449	289
		Desvio Padrão	0,272	0,197	0,206	0,379	0,189
	Sim	Observações	216	51	47	63	55
		Desvio Padrão	0,454	0,456	0,503	0,312	0,546
Insolvência por Fluxo	Não	Observações	1244	277	304	403	260
		Desvio Padrão	0,315	0,210	0,268	0,411	0,288
	Sim	Observações	300	67	40	109	84
		Desvio Padrão	0,276	0,389	0,288	0,181	0,264
Insolvência por <i>Z-score</i>	Não	Observações	1405	312	314	475	304
		Desvio Padrão	0,278	0,197	0,206	0,377	0,228
	Sim	Observações	139	32	30	37	40
		Desvio Padrão	0,491	0,560	0,608	0,301	0,479

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

Observa-se, por meio da Tabela 2, que quanto maior o desvio padrão, mais disperso o erro da regressão está, ou seja, as amostras com desvios maiores tendem a apresentar maior chance de gerenciamento dos resultados. Dessa forma, o desvio padrão tanto na insolvência por *Z-score* quanto por saldo são semelhantes e demonstram que as empresas em estágios de insolvência são mais suscetíveis a se envolverem com práticas de gerenciamento de resultados, corroborando com estudo como Oliveira (2008).

Quando realizada a análise binária das variáveis nota-se que apenas as empresas insolventes por fluxo demonstram um menor índice de gerenciamento de resultados geral que suas análogas solventes resultado que se contrapõe aos achados de Queiroz *et al.* (2016) e Coelho *et al.* (2017) que concluíram que a insolvência por fluxo teria maior influência no gerenciamento de resultados. Com base nesses achados, verifica-se que a insolvência empresarial apresenta relação positiva com nível de gerenciamento de resultados, de modo que a H1a não pode ser rejeitada. Ainda, elucidada-se que companhias insolventes tendem a apresentar maior propensão a gerenciarem seus resultados, podendo demonstrar maior conflito de agência entre as partes interessadas do negócio, indo ao encontro da Teoria da Agência, elucidando, assim, que a H1b não pode ser rejeitada.

No que tange à influência dos ciclos econômicos, o gerenciamento de resultados em momentos de recessão é maior para empresas saudáveis em comparação com as empresas insolventes levando em consideração seu saldo, seu fluxo e seu *Z-score*. Já as empresas insolventes apresentam maior envolvimento com o gerenciamento de resultados principalmente em momentos de contração e expansão econômica, de forma que a H2 não pode ser rejeitada,

indo de encontro aos achados de Paulo e Mota (2019) que afirmam que o nível por escolhas discricionárias de intensificam em momentos de aquecimento da economia, como nos períodos de expansão e recuperação.

4.2 ROBUSTEZ DA ANÁLISE: REGRESSÃO DE DADOS EM PAINEL

Com objetivo de oferecer maior robustez a analisar a influência dos ciclos econômicos na relação entre gerenciamento de resultado e insolvência, efetuou-se as Tabela 3, 4, 5 e 6 as quais elucidam as regressões de dados em painel tendo como variável dependente os *accruals* discricionários, como interesse a insolvência empresarial, além das de controle, para cada uma das etapas dos ciclos econômicos do período amostrado.

Tabela 3 – Regressão de dados em Painel das Variáveis Contínuas

Variáveis	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação
<i>Constante</i>	-0,511 (1,009)	1,308*** (0,497)	-0,895* (0,476)	0,273 (3,204)
ISc	0,113 (0,107)	-0,135 (0,113)	0,077 (0,071)	-0,038 (0,047)
IFc	0,090 (0,137)	-0,170*** (0,020)	-0,011*** (0,002)	0,000 (0,156)
Zscorec	-0,014** (0,007)	0,015* (0,008)	-0,016** (0,007)	-0,063* (0,036)
ROA	-0,002 (0,002)	0,001 (0,002)	-0,001** (0,000)	0,002 (0,002)
TAM	0,029 (0,064)	-0,083** (0,034)	0,056* (0,032)	-0,024 (0,216)
CRE	0,114*** (0,041)	0,045 (0,110)	0,369*** (0,096)	0,233 (0,199)
Observações	343	343	512	344
Número de Firmas	172	172	172	172
R ² Ajustado	0,128	0,505	0,624	0,354
Teste F	20,985	18,831	7,035	1,895

Nota. ***, ** e * são significâncias a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

O modelo de regressão da Tabela 3 considera as variáveis de insolvência como contínuas, exibindo o quanto insolvente a companhia se encontra, em percentual (*IS* e *IF*) e em número (*Zscore*), caso não haja insolvência é zero. A análise contínua das variáveis demonstra que o grau de insolvência da entidade interfere no emprego de práticas discricionárias, corroborando com os resultados de Li *et al.* (2020), sendo assim, quanto mais a companhia está insolvente por fluxo ou insolvente por *Z-score* maior o envolvimento com gerenciamento de resultados através de *accruals* discricionários. Além disso, nota-se que o gerenciamento de resultados em empresas insolventes altera-se conforme as oscilações cíclicas da economia do país, validando os resultados da pesquisa de Trombetta e Imperatore (2014) que considerou a macroeconomia como um importante aliado dos gestores para a tomada de decisões.

Para mais, nota-se que em períodos de recessão o coeficiente de determinação é maior e com relação negativa, com isso, enalte-se que em momentos de expansão as empresas insolventes se mostraram fortemente alinhadas a práticas de gerenciamento de resultado, demonstrado que o tamanho da empresa tem ligação nesses períodos, pois em conformidade com Dechow e Dichev (2002) quanto maior forem as companhias menores as chances de gerenciamento de resultado em razão dos custos políticos não suplantarem as vantagens associadas à manipulação. Com base na pesquisa, verifica-se que a insolvência empresarial pode ser considerada um forte incentivo ao uso de gerenciamento de resultados, não podendo a H1a ser rejeitada, contudo a relação entre gerenciamento de resultados e insolvência se altera

de forma distinta perante as fases dos ciclos econômicos não podendo rejeitar a H2. Para comparação de cada variável de insolvência, desenvolve-se as Tabelas 4, 5 e 6.

Tabela 4 – Regressão de Insolvência por Saldo

Variáveis	Companhias Insolventes por Saldo				Companhias Saudáveis Financeiramente			
	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação
Constante	-0,952 (2,092)	6,345 (3,785)	0,162 (1,045)	0,872 (6,597)	1,618*** (0,512)	-0,304 (0,847)	-0,499 (0,420)	1,005 (2,517)
ROA	-0,001** (0,000)	0,008* (0,005)	-0,001 (0,000)	0,001 (0,002)	-0,001 (0,002)	0,005* (0,003)	-0,001 (0,002)	0,006*** (0,002)
TAM	0,076 (0,161)	-0,474 (0,294)	-0,014 (0,081)	-0,068 (0,509)	-0,107*** (0,034)	0,019 (0,056)	0,03 (0,028)	-0,067 (0,166)
CRE	0,562 (0,520)	-1,113 (0,678)	0,011 (0,019)	0,835** (0,400)	0,110** (0,052)	0,052 (0,130)	0,359*** (0,060)	-0,096 (0,082)
Observações	51	47	63	55	293	297	449	289
Número de Firms	32	33	34	31	153	158	160	148
R ² Ajustado	0,074	0,536	0,019	0,656	0,151	0,069	0,651	0,101
Teste F	2,856	2,305	1,452	8,044	4,807	1,396	12,274	3,603

Nota. ***, ** e * são significâncias a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

Indo ao encontro às conclusões de Coelho *et al.* (2017), ao explorar o gerenciamento de resultados na comparação entre companhias saudáveis e insolventes por saldo, comprovou-se que a insolvência por saldo não é fator de influência para o uso de práticas discricionárias por parte dos gestores, dessa forma podendo a H1a H1b ser rejeitada, pois as empresas não insolventes confrontadas com empresas insolventes por saldo apresentaram maior significância entre gerenciamento de resultados e as oscilações cíclicas da economia.

Outra colocação importante ao considerar o gerenciamento de resultados entre as fases do ciclo econômico implica que as fases de maior relevância do modelo são de expansão e de recuperação para gerenciamento de resultados de empresas insolventes por saldo, em contrapartida as empresas saudáveis manifestam significância em todas as fases, sendo o R² Ajustado maior nos períodos de contração e recessão, evidenciando que a H2 não pode ser rejeitada. Segundo DeAngelo, DeAngelo e Skinner (1994), em momentos de crises os gestores optam por transparecer resultados não tão favoráveis com o propósito de renegociar contratos, em relação a isso presumisse em consenso que para empresas não insolventes gerenciar seus resultados em períodos de recessão poderiam gerar oportunidades suficientemente vantajosas.

Em comparação entre as empresas insolventes por fluxo e companhias saudáveis financeiramente elucida-se que ambas apresentam relação positiva com uso de escolhas discricionárias no decorrer das flutuações econômicas de um país, de acordo com a Tabela 5.

Tabela 5 – Regressão de Insolvência por Fluxo

Variáveis	Companhias Insolventes por Fluxo				Companhias Saudáveis Financeiramente			
	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação
Constante	2,129* (1,074)	-1.509*** (0,324)	0,232 (1,063)	1.721*** (0,348)	0,582 (0,889)	-1.185** (0,565)	-1.724* (0,979)	-1,189 (3,044)
ROA	0,011** (0,005)	-0,005*** (0,001)	0,002 (0,003)	0,005*** (0,000)	-0,000*** (0,000)	-0,002* (0,001)	-0,001** (0,000)	0,004* (0,002)
TAM	-0,133* (0,069)	0,100*** (0,025)	-0,016 (0,073)	-0,116*** (0,024)	-0,039 (0,060)	0,079** (0,038)	0,112* (0,066)	0,08 (0,205)
CRE	-0,087 (0,290)	0,08 (0,282)	0,356 (0,227)	0,617*** (0,026)	0,105*** (0,029)	0,083 (0,128)	0,385*** (0,078)	-0,279** (0,108)
Observações	67	40	109	84	277	304	403	260
Número de Firmas	63	35	83	79	168	167	166	167
R ² Ajustado	0,587	0,783	0,206	0,99	0,107	0,059	0,675	0,205
Teste F	2,859	29,663	1,836	487,532	20,776	1,734	12,394	2,988

Nota. ***, ** e * são significâncias a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

Em congruência com a Tabela 5, as entidades tanto insolventes por saldo quanto por fluxo não apresentam resultados relevantes em momentos de recessão econômica, indo ao encontro aos achados de Paulo e Mota (2019), reforçando o entendimento que em períodos de recessão os gestores diminuem o uso de escolhas discricionárias, optando por gerenciar seus resultados por outros meios. Neste contexto, compreende-se que a insolvência por saldo e por fluxo em períodos de desaquecimento econômico não apresentam motivos suficientemente fortes para suplantarem os custos atrelados ao gerenciamento de resultados.

Fundamentado nas informações expostas, afirma-se que a insolvência por fluxo tem relação positiva com o nível de gerenciamento de resultados, não podendo rejeitar a H1a, contudo, ao defrontar companhias solventes e insolventes por fluxo não foram encontradas diferenças significativas podendo H1b ser rejeitada para esse caso. Em consideração as fases do ciclo econômico, infere-se que o gerenciamento de resultados se altera entre os períodos, sendo assim para empresas insolventes por fluxo o gerenciamento de resultados prevalece em tempos de expansão seguido pela fase de contração opondo-se ao desfecho das companhias saudáveis que apresentam significância em todas as fases com foco principal na recessão e recuperação, com isso, H2 não pode ser rejeitada.

Em análise do Z-score adaptado ao modelo brasileiro, encontra-se além do ROA o CRE como variável substancial da regressão, sugerindo que a intensidade no crescimento das empresas tem ligação com escolhas discricionárias como demonstrado na Tabela 6.

Tabela 6 – Regressão de Insolvência por Z-score

Variáveis	Companhias Insolventes pelo Z-score				Companhias Saudáveis Financeiramente			
	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação	Contração	Expansão	Recessão	Recuperação
Constante	-1,491 (1,119)	-0,175 (1,882)	-0,609 (1,051)	2,217 (5,491)	1.383*** (0,458)	-0,42 (0,734)	-1.306* (0,731)	0,633 (2,370)
ROA	-0,0003*** (0,000)	0,011*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,001 (0,003)	0,000 (0,002)	0,005** (0,002)	-0,001 (0,002)	0,005*** (0,001)
TAM	0,119 (0,088)	0,048 (0,146)	0,046 (0,082)	-0,171 (0,408)	-0,092*** (0,030)	0,027 (0,049)	0,084* (0,048)	-0,043 (0,158)
CRE	-0,147 (0,490)	-1,144*** (0,184)	0,958* (0,529)	-0,184 (0,322)	0,092** (0,044)	0,072 (0,111)	0,360*** (0,098)	-0,083 (0,076)
Observações	32	30	37	40	312	314	475	304
Número de Firmas	23	26	26	27	163	168	169	159
R ² Ajustado	0,234	0,987	0,341	0,096	0,129	0,093	0,608	0,122
Teste F	181,318	475,131	4,316	0,347	4,541	2,199	6,922	5,073

Nota. ***, ** e * são significâncias a 1%, 5% e 10%.

Fonte: Dados obtidos na pesquisa (2020).

A insolvência por *Z-score* foi a variável de maior explicação do modelo, apresentando um R² Ajustado de 0,987 para gerenciamento de resultado em empresas insolventes por *Z-score* em períodos de expansão. Na fase de recessão não expressou relação positiva em posição contrária as empresas solventes que mantiveram os maiores desvios discricionários durante a recessão. Com base da Tabela 6 é possível inferir que a insolvência por *Z-score* é fator de influência para da variável dependente gerenciamento de resultados em comparabilidade com suas análogas solventes apresentam forte significância em especial na fase de expansão de um ciclo econômico, não podendo ser rejeitada a H1a, H1b e H2.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa analisou a influência dos ciclos econômicos na relação entre gerenciamento de resultados e insolvência empresarial nas companhias listadas na B3 S/A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3) nos anos de 2010 a 2019. Nesse contexto, inicialmente examinou-se de que forma os ciclos econômicos influenciam o gerenciamento de resultado em empresas insolventes, considerando como variáveis de insolvência: a insolvência por saldo, por fluxo e por *Z-score*, verificando que, de modo geral, os ciclos econômicos afetam de forma distinta a relação entre insolvência empresarial e gerenciamento de resultados, por meio de *accruals* discricionários, para as companhias de capital aberto do Brasil.

Inferir que no tocante à relação entre gerenciamento de resultados e insolvência, que o avanço do grau de insolvência de uma entidade influencia da intensidade do gerenciamento de resultados por *accruals* discricionários. Ademais, apenas a insolvência empresarial por Fluxo e por *Z-score* apresentaram significância positiva, reforçando a ideia de estudos como Queiroz *et al.* (2016), Coelho *et al.* (2017) e Li *et al.* (2020). Outra questão evidenciada é o fato de que as empresas saudáveis estão mais propensas ao gerenciamento de resultado em momentos em que a economia está em queda ou desaquecida, por outro lado, para todas as variáveis de insolvência o gerenciamento de resultado estava mais fortalecido em períodos de expansão da economia, Paulo e Mota (2019) afirmam que nestes momentos o uso de práticas discricionárias por parte dos gestores se intensificam, sendo apenas a insolvência por *Z-score* a apresentar envolvimento relevante no nível de gerenciamento de resultados em tempos de recessão.

Os resultados auferidos no estudo propiciam, do ponto de vista teórico, a evolução e desenvolvimento da literatura como também o debate a respeito da forma com que ciclos econômicos afetam o gerenciamento de resultados em empresas insolventes comparadas com suas análogas solventes, ressaltando que esses resultados auxiliam no entendimento da importância do estudo dos ciclos econômicos como fator macroeconômico de extrema relevância para tomada de decisão por partes dos gestores. Dessa maneira, distintamente de outros autores como Trombetta e Imperatore (2014), Queiroz *et al.* (2016), Coelho *et al.* (2017) e Li *et al.* (2020), nessa pesquisa foram relacionadas a variável dependente, *accruals* discricionários, com as variáveis independentes de insolvência e ciclos econômicos que segundo a literatura são caracterizadas como agentes motivadoras à práticas de gerenciamento de resultado.

Adicionalmente, outro aspecto expressivo do estudo está elencado com o fato da análise considerar três *proxies* distintas para caracterizar a insolvência, assim concedendo aos usuários externos maior conhecimento sobre a complexidade financeira da insolvência empresarial frente às práticas de manipulação de resultados no decorrer da flutuação da atividade econômica de um país emergente, em pleno desenvolvimento de seu mercado de capitais. Dessa forma, colaborando, acerca da Teoria da Agência, com a mitigação da assimetria informacional entre as partes de interesse por demonstrar aos usuários externos como as variações econômicas de um país podem afetar no resultado de uma companhia levando em consideração a saúde e continuidade financeira da empresa.

Entre as limitações da pesquisa pode ser citado o intervalo temporal de coleta dos dados, sendo que um período mais extenso pode vir a propiciar a análise de mais de um ciclo econômico. Outra possível limitação é o modelo de Schumpeter para ciclos econômicos, visto que por mais que ainda seja um dos mais utilizados pela literatura, talvez sua classificação pode não representar fielmente a situação macroeconômica de uma economia em desenvolvimento como o Brasil. Assim, como sugestões de pesquisas futuras sugere-se verificar os motivos que levam os gestores de empresas insolventes a gerenciar seus resultados em períodos de Expansão como também estudar se os resultados dessa pesquisa se matem quando aplicados em países com economias mais desenvolvidas. Por fim, também sugere-se estudos que abordem o impacto dessa relação em instituições financeiras possibilitando a comparação entre as instituições financeiras e não financeiras.

REFERÊNCIAS

- ALTMAN, E. I.; HOTCHKISS, E. **Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt**. 3. ed. New York: John Wiley & Sons, 2010.
- ALTMAN, E. I; BAYDIA, T. K. N.; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de Administração de Empresas**. [s.l.], v. 19, n. 1 p. 17-28, 1979.
- BAPTISTA, E. M. B. Ganhos em transparência versus novos instrumentos de manipulação: o paradoxo das modificações trazidas pela lei nº 11.638. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v. 49, n. 2, p. 234-239, 2009.
- BARNEA, A.; RONEN, J.; SADAN, S. Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. **The Accounting Review**. Sarasota, v. 51, n.1, p. 110-122, 1976.
- BECKER, C. L.; DEFOND, M. L.; JIAMBALVO, J.; SUBRAMANYAM, K. R. The effect of audit quality on earnings management. **Contemporary Accounting Research**, v. 15, n. 1, p. 1-24, 1998.
- BERGSTRESSER, D.; PHILIPPON, T. CEO incentives and earnings management. **Journal of Financial Economics**. [s.l.], v. 80, p. 511-529, 2006.
- BOWEN, R. M.; RAJGOPAL, S.; VENKATACHALAM, M. Accounting discretion, corporate governance, and firm performance. **Contemporary Accounting Research**. [s.l.], v. 25, n. 2, p. 351-405, 2008.
- BURNS, A. F.; MITCHELL, W. C. **Measuring business cycles**. New York: National Bureau of Economic Research, 1946.
- COELHO, E. G.; SCHERER, L. M.; BARROS, C. M. E.; COLAUTO, R. D. Gerenciamento de Resultado em Empresas Insolventes: Um Estudo com os Países do BRICS. **Enfoque Reflexão Contábil**. Paraná, v. 36, n. 2, p. 95-113, 2017.

- CUPERTINO, C. M. **Gerenciamento de resultados por decisões operacionais no mercado brasileiro de capitais**. 2013. Tese de doutorado, Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC), Centro Sócio-Econômico, Programa de Pós-Graduação em Administração, Florianópolis, SC, 2013.
- DEANGELO, H.; DEANGELO, L., SKINNER, D. J. Accounting choice in troubled companies. **Journal of Accounting and Economics**. North Holland, v. 17, p. 113–143, 1994.
- DECHOW, P. M.; DICHEV, I. D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **The Accounting Review**. [s.l.], v. 77, n. 1, p. 35-59, 2002.
- DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**. [s.l.], v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.
- DOMINGOS, S. R. M.; PONTE, V. M. R.; PAULO, E.; de ALENCAR, R. C.; Gerenciamento de resultados contábeis em oferta pública de ações. **Revista Contemporânea de Contabilidade**. Florianópolis, v. 14, n. 31, p. 89-107, 2017.
- GUNNY, K. A. The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. **Contemporary Accounting Research**. [s.l.], v. 27, n. 3, p. 855–888, 2010.
- HABIB, A.; BHUIYAN, B. U.; ISLAM, A. Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. **Managerial Finance**. [s.l.], v. 39, n. 2, p. 155-180, 2013.
- HEALY, P. M.; WAHLEN, J. M. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. **Accounting Horizons**. [s.l.], v. 13, n. 4, p. 365-383, 1999.
- IUDÍCIBUS, S. D.; LOPES, A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas. 2004.
- JENSEN M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. **Journal of Financial Economics**. [s.l.], v.3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KAZMIER, L. J. **Estatística aplicada à administração e economia**. 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2017.
- KNOOP, T. A. **Recessions and depressions: understanding business cycles**. 2. ed.. California: Praeger, 2010.
- LAGESH, A. M.; SRIKANTH, M.; ACHARYA, D. Corporate Performance during Business Cycles: Evidence from Indian Manufacturing Firms. **Global Business Review**, [s.l.], v. 19, n. 5, p. 1261–1274, 2018.

LI, Y.; LI, X.; XIANG, E.; DJAJADIKERTA, H. G. Financial distress, internal control, and earnings management: Evidence from China. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**. [s.l.], v. 16, n. 3, dez., 2020.

MACHADO, V. N.; SILVA, C. E. S. da; BIANCHI, M.; VENTURINI, L. D. B. Influência dos Mecanismos Internos e Externos de Governança Corporativa no Financial Distress das Companhias Abertas Brasileiras. In: XX USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 20., 2020, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2020.

MARCONI, M. de A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MÁRIO, P. do C.; AQUINO, A. C. B. Falências. In.: Lopes, A. B.; Iudícibus, S. de (orgs.), **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas. 2012. ed. 2, p. 187-234,

MARTINEZ, A. L. “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. 2001. 167 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Departamentos de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2001.

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

MITCHELL, Wesley, C. Business Cycle and Employment. **National Bureau of Economic Research**, p. 5-18, 1927.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H.. Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 77-100, 2009.

OLIVEIRA, M. M. **Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um Caso Português**. Dissertação de Mestrado. Universidade do Porto, Portugal, 2008.

PAULO, E; MOTA, R. H. G. Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 30, n. 80, p. 216-233, 2019.

PEREZ, M. M. **Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

PEASNELL, K. V.; POPE, P. F.; YOUNG, S. Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models. **Accounting and Business Research**, [s.l.] v. 30, n. 4, p. 313-326, 2000.

QUEIROZ, A. D. de S.; DIAS FILHO, J. M.; DA ROCHA J. S.; MOREIRA, N. B. Gerenciamento de Resultados por Empresas Insolventes: Um Estudo com Companhias Brasileiras Listadas na BM&FBOVESPA. In: CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE, 27., 2016, Rio de Janeiro. **Anais [...]**. Rio de Janeiro: ADCONT, 2016.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa Social: Métodos e Técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008

ROSNER, L. R. Earnings Manipulation in Failing Firms. **Contemporary Accounting Research**. [s.l.], v. 20, n. 2, p. 361–408, 2003.

ROYCHOWDHURY, S. Earnings Management through Real Activities Manipulation. **Journal of accounting and Economics**. [s.l.], v. 42, n. 3, p. 335-370, 2006.

SCHUMPETER, J. A. **Business Cycles: A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process**. New York: McGraw-Hill Book Company, 1939.

TABASSUM, N.; KALEEM, A.; NAZI, M. S.. Real Earnings Management and Future Performance. **Global Business Review**. [s.l.], v. 16, p. 1-14, 2014.

TERRENO, D. D.; SATTLER, S. A.; PÉREZ, J. O. Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia empresarial. **Contabilidad y Negocios**. San Miguel, v. 12, n. 23, p. 22-37, 2017.

TROMBETTA, M.; IMPERATORE, C. The dynamic of financial crises and its nonmonotonic effects on earnings quality. **Journal of Account. Public Policy**. [s.l.], v. 33, p. 205–232, 2014.

VENTURINI, L. dal B; BIANCHI, M.; PAULO, E; MACHADO, V. N. Relação do Conteúdo Informacional dos Principais Assuntos de Auditoria com a Previsão dos Analistas Financeiros. In: USP INTERNATIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 20., 2020, São Paulo. **Anais [...]**. São Paulo: USP, 2020.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**. [s.l.], v. 65, n. 1 p. 131-156, 1990.

WRUCK, K. H. Financial distress, reorganization, and organizational efficiency. **Journal of Financial Economics**. [s.l.], v. 27, n. 2, p. 419-444, 1990.