

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS REAIS E GOVERNANÇA CORPORATIVA
EM EMPRESAS BRASILEIRAS COM DIFICULDADES FINANCEIRAS**

**MANAGEMENT OF REAL RESULTS AND CORPORATE GOVERNANCE
IN BRAZILIAN COMPANIES WITH FINANCIAL DIFFICULTIES**

**GESTIÓN DE RESULTADOS REALES Y GOBIERNO CORPORATIVO EN
EMPRESAS BRASILEÑAS CON DIFICULTADES FINANCIERAS**

Cited as:

Costa, Paula N., Pinheiro, Juliano L., Santos, Lua S. Z. & Oliveira, Joyce G. de (2024). Gerenciamento de resultados reais e governança corporativa em empresas brasileiras com dificuldades financeiras. Revista Gestão & Tecnologia. Journal of Management and Technology. v 24, nº 1. p .288-308.

Wagner Dantas de Souza Junior

Doutor em Ciências Contábeis e Administração pela Universidade Regional de Blumenau
<https://orcid.org/0000-0002-5991-8209>

Andriara Marques Rodrigues

Mestre em Ciências Contábeis pela Fundação Universidade Regional de Blumenau
<https://orcid.org/0000-0001-8929-2633>

Paulo Roberto da Cunha

Professor do Programa de Pós-Graduação Profissional em Administração ESAG/UEDESC.
<https://orcid.org/0000-0001-5805-9329>

Tarcísio Pedro da Silva

Professor do curso de graduação em Administração, no Mestrado e Doutorado/PPGCC/FURB
<https://orcid.org/0000-0002-2370-791X>

Editor Científico: José Edson Lara
Organização Comitê Científico
Double Blind Review pelo SEER/OJS
Recebido em 03/12/2023
Aprovado em 08/03/2024



This work is licensed under a Creative Commons Attribution – Non-Commercial 3.0 Brazil

RESUMO

Objetivo do estudo: Analisar o efeito moderador exercido por mecanismos de governança corporativa sobre o gerenciamento de resultados mediante decisões operacionais em empresas brasileiras que enfrentaram dificuldades financeiras entre os anos de 2011 e 2019.

Metodologia/abordagem: A governança corporativa foi avaliada por meio da avaliação da participação do CEO no conselho de administração e da consideração da renúncia individual de membros do conselho em relação à reeleição. O grau de dificuldade financeira foi estimado pelo Z-Score de Altman et al. (1979). O gerenciamento de resultados foi quantificado pelo modelo de Roychowdhury (2006).

Originalidade/relevância: novas evidências empíricas no contexto brasileiro que relacionam o papel da governança corporativa na relação entre gerenciamento de resultados e estresse financeiro.

Principais resultados: Os resultados indicam uma relação significativa entre o grau de dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados, bem como a moderação exercida pelos mecanismos de governança corporativa. Observou-se um impacto positivo da expertise do comitê de auditoria e da participação do CEO no Conselho de Administração, mas um impacto negativo associado à reeleição individual de membros do conselho. Além disso, constatou-se que a magnitude do gerenciamento de resultados é mais acentuada em empresas com dificuldades financeiras.

Contribuições teóricas/metodológicas: Avanços na interseção dos temas de dificuldades financeiras e gerenciamento de resultados por decisões operacionais.

Contribuições sociais/para a gestão: Empresas com dificuldades financeiras podem redefinir a sua estrutura de governança corporativa para inibir práticas de gerenciamento de resultados.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Dificuldades Financeiras. Gerenciamento de Resultados Reais.

ABSTRACT

Objective of the study: To analyze the moderating effect exerted by corporate governance mechanisms on earnings management through operational decisions in Brazilian companies that faced financial difficulties between 2011 and 2019.

Methodology/Approach: Corporate governance was assessed by assessing CEO membership on the board of directors and considering individual board member resignations in relation to re-election. The degree of financial difficulty was estimated using the Z-Score of Altman et al. (1979). Earnings management was quantified using the Roychowdhury (2006) model.

Originality/relevance: new empirical evidence in the Brazilian context that relates the role of corporate governance in the relationship between earnings management and financial stress.

Main results: The results indicate a significant relationship between the degree of financial difficulty and earnings management, as well as the moderation exercised by corporate governance mechanisms. There was a positive impact of the audit committee's expertise and the CEO's participation in the Board of Directors, but a negative impact associated with the individual re-election of board members. Furthermore, it was found that the magnitude of

earnings management is more pronounced in companies experiencing financial difficulties.

Theoretical/methodological contributions: Advances at the intersection of the themes of financial difficulties and results management through operational decisions.

Social/management contributions: Companies in financial difficulties can redefine their corporate governance structure to inhibit earnings management practices.

Keywords: Corporate Governance. Financial difficulties. Real Results Management.

RESUMEN

Objetivo del estudio: Analizar el efecto moderador ejercido por los mecanismos de gobierno corporativo sobre la gestión de resultados a través de decisiones operativas en empresas brasileñas que enfrentaron dificultades financieras entre 2011 y 2019.

Metodología/Enfoque: El gobierno corporativo se evaluó evaluando la membresía del CEO en la junta directiva y considerando las renuncias individuales de los miembros de la junta en relación con la reelección. El grado de dificultad financiera se estimó utilizando el Z-Score de Altman et al. (1979). La gestión de ganancias se cuantificó mediante el modelo de Roychowdhury (2006).

Originalidad/relevancia: nueva evidencia empírica en el contexto brasileño que informa el papel del gobierno corporativo en la relación entre la gestión de ganancias y el estrés financiero.

Principales resultados: Los resultados indican una relación significativa entre el grado de dificultad financiera y la gestión de resultados, así como la moderación ejercida por los mecanismos de gobierno corporativo. Hubo un impacto positivo de la experiencia del comité de auditoría y de la participación del CEO en el Consejo de Administración, pero un impacto negativo asociado a la reelección individual de los miembros del consejo. Además, se encontró que la magnitud de la gestión de ganancias es más pronunciada en empresas que atraviesan dificultades financieras.

Aportes teóricos/metodológicos: Avances en la intersección de los temas de dificultades financieras y gestión de resultados a través de decisiones operativas.

Contribuciones sociales/de gestión: las empresas con dificultades financieras pueden redefinir su estructura de gobierno corporativo para inhibir las prácticas de gestión de ganancias.

Palabras clave: Gobierno Corporativo. Dificultades financieras. Gestión de Resultados Reales.

1 INTRODUÇÃO

Na área de contabilidade e finanças, estudos anteriores têm sustentado que organizações enfrentam dificuldades financeiras, dentre múltiplos fatores, devido à não adoção ou cumprimento de princípios e práticas de governança corporativa (Rahmat, Iskandar, & Saleh, 2009; Khalid, Abbas, Malik, & Ali, 2020). O estado de dificuldade financeira aumenta a assimetria de informações e os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983) entre proprietários e gestores. Em tal contexto, há a possibilidade de o gestor manipular

ou gerenciar lucros, seja sob pressão do mercado, dos acionistas ou devido à vinculação de sua remuneração ao desempenho da empresa (Habib, Costa, Huang, Bhuiyan, & Sun, 2020). Assim, quando a empresa enfrenta dificuldades financeiras, os proprietários necessitam estabelecer, expandir ou fortalecer suas estruturas de governança para monitorar a ação executiva e, conseqüentemente, evitar comportamentos oportunistas do gestor que contrariem os interesses do principal.

A literatura disponível sugere que mecanismos de governança corporativa, como o conselho de administração (Cardoso, Peixoto, & Barboza, 2019; Kouiab & Almulhim, 2019; Habib et al., 2020; Li, Crook, Andreeva, & Tang, 2020; Miglani et al., 2020) e o comitê de auditoria (Rahmat et al., 2009; Choi, Han, & Lee, 2014; Siswanto & Fuad, 2017; Partha, Widanaputra, Ratnadi, & Mimba, 2019; Saputri & Asrori, 2019; Khalid et al., 2020; Widhiadnyana & Wirama, 2020), podem contribuir para a redução do gerenciamento oportunístico de resultados contábeis e para a recuperação econômica de empresas em dificuldades financeiras.

Neste estudo, realizamos uma contribuição à literatura ao estabelecer uma conexão entre esses três conceitos e examinar empiricamente sua relação teórica, analisando o efeito moderador que os mecanismos de governança corporativa exercem entre o nível de dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados. Portanto, a questão que norteia nossa pesquisa é: **qual é a influência da governança corporativa no nível de dificuldades financeiras e no gerenciamento de resultados reais das empresas?**

Nosso objetivo é investigar o efeito moderador da governança corporativa na relação entre o nível de dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados reais em empresas brasileiras de capital aberto e fechado no período de 2011 a 2019. Avaliamos a estrutura de governança por meio de duas variáveis: a participação do CEO no conselho de administração e a sujeição dos membros do conselho a reeleições individuais. Acreditamos que essas variáveis refletem incentivos para alinhar os interesses entre os investidores, o conselho e a gestão, buscando a recuperação econômica de empresas em situação de estresse financeiro.

Para medir o nível de dificuldade financeira, aplicamos o modelo de Martins e Ventura Júnior (2020) adaptado ao contexto brasileiro para prever a falência, baseado no modelo Z-

Score de Altman, Baidya e Dias (1979). Esta métrica também se mostrou eficaz no Brasil, conforme demonstrado por Silva, Wienhage, Souza, Lyra e Bezerra (2012).

A análise do gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais foi conduzida com base no modelo de Roychowdhury (2006), abordando três perspectivas: custos de produção anormais, despesas discricionárias e fluxo de caixa anormal, como indicadores potenciais de desvios em relação ao comportamento ideal da gestão. O tamanho da empresa foi considerado como variável de controle na interação entre as variáveis. Os resultados desta pesquisa sugerem que o nível de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais é positivamente afetado pelo nível de dificuldade financeira das empresas e que a governança corporativa exerce moderação nessa relação. Entretanto, a direção da moderação exercida por cada variável de governança pode variar, com um efeito positivo observado para a expertise do comitê de auditoria e para a presença do CEO no conselho de administração, e um efeito negativo associado à reeleição individual dos membros do conselho.

Este estudo avança o entendimento sobre o papel da governança corporativa em estágios atípicos do ciclo de vida das empresas, caracterizados pela pressão intensa para a recuperação dos negócios e por desalinhamentos de interesses e incentivos que podem estimular o gerenciamento de resultados. Além disso, este trabalho inova ao considerar o contexto de países emergentes, como o Brasil, onde a instabilidade macroeconômica pode afetar o desempenho financeiro e dificultar a recuperação em situações de dificuldade financeira.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Gerenciamento de resultados e dificuldades financeiras

Em uma perspectiva positiva da contabilidade, Watts e Zimmerman (1978) expõem que a manipulação de informações financeiras pode ser empregada com o propósito de dissimular o desempenho econômico genuíno da entidade perante as partes interessadas ou de influenciar as relações com os credores por meio de cláusulas contratuais associadas aos indicadores contábeis.

Este tipo de intervenção, desde que permaneça dentro dos limites legais (em

contraposição à fraude), é identificado na literatura acadêmica como "gerenciamento de resultados". Basicamente, existem duas formas fundamentais de gerenciamento: a manipulação dos accruals contábeis ou a manipulação de atividades operacionais concretas (Zang, 2012).

O gerenciamento de atividades operacionais compreende as escolhas deliberadas do gestor relacionadas a transações econômicas que se desviam do nível ideal, ou seja, que não maximizam o valor da empresa para seus acionistas (Gunny, 2010). Exemplos de manipulação de atividades reais incluem o aumento de receitas através da antecipação de vendas com descontos temporários ou pela flexibilização das condições de crédito aos clientes, a diminuição de receitas por meio da omissão do registro de vendas, a redução de custos pelo aumento da produção e a diminuição de despesas discricionárias em áreas como pesquisa e desenvolvimento, manutenção industrial, entre outros (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Ao contrário do gerenciamento de accruals contábeis, as decisões operacionais podem ter um impacto adverso sobre o fluxo de caixa e o valor da empresa no longo prazo, aumentando os riscos comerciais e de crédito (Park, 2018). Os incentivos para tais comportamentos dos gestores podem ser atribuídos a fatores como a pressão de acionistas e credores para atingir as expectativas de lucros em um determinado período, a competição de mercado ou a busca por benefícios ligados ao desempenho individual do CEO (Campa, 2019).

Fisher et al. (2019) conduziram uma pesquisa sobre o impacto do gerenciamento de resultados em empresas norte-americanas antes de declararem falência. Os autores demonstraram que credores bem informados reagem negativamente ao gerenciamento de resultados ascendentes (aumento dos lucros) e positivamente ao gerenciamento de resultados descendentes (diminuição dos lucros) em relação a empresas enfrentando dificuldades financeiras. Além disso, eles argumentam que empresas que apresentam lucros inflacionados destroem valor econômico e têm uma probabilidade menor de se reestruturar após entrar no processo de recuperação judicial, que é um estágio prévio à falência.

Pesquisas recentes sugerem que existe uma relação positiva entre o nível de gerenciamento de atividades operacionais e a probabilidade de falência das empresas (Fisher, Gavius, & Martel, 2019; Kouaib & Almulhim, 2019; Astami & Rusmin, 2020; Miglani et al., 2020), o que está expresso no nível de dificuldade financeira (financial distress). Este tipo de

gerenciamento representa uma ameaça à sobrevivência das organizações, pois afeta tanto o fluxo de caixa atual quanto o futuro, além de não refletir o desempenho econômico real da empresa perante seus proprietários e partes interessadas. Com base no exposto, formulamos a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁ - A dificuldade financeira exerce uma influência positiva sobre o nível de gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais em empresas brasileiras.

2.2. Governança corporativa, gerenciamento de resultados e dificuldades financeiras

Durante o período de dificuldade financeira, os CEOs e as estruturas de governança das empresas enfrentam pressões por parte dos fornecedores de capital para alinhar os interesses das partes envolvidas e gerar resultados econômicos favoráveis à empresa. Sob a perspectiva da teoria da agência, Campa (2019) argumenta que, nesse contexto, o principal objetivo é reduzir a assimetria de informações entre as partes e desencorajar o gerenciamento de resultados, a fim de avaliar com precisão o desempenho da empresa.

No cenário europeu, Kouaib e Almulhim (2019) conduziram uma pesquisa que investigou o efeito moderador da auditoria independente na relação entre o conselho de administração e as práticas de gerenciamento de resultados. Os resultados indicam que a composição do conselho de administração e a qualidade da auditoria têm um efeito redutor sobre o nível de gerenciamento de resultados. Isso sugere que a manipulação de resultados pode ser limitada por meio de uma supervisão eficaz dos mecanismos de governança.

Os teóricos da agência postulam que os diretores independentes fornecem supervisão independente e monitoram as atividades de gerenciamento, priorizando o desempenho financeiro da empresa e, assim, reduzindo os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). O papel do conselho de administração segue essa diretriz, visando proteger os interesses e a riqueza dos acionistas.

De acordo com a literatura, acredita-se que fatores como a independência do conselho, a separação das funções de CEO e presidente do conselho de administração, alinhamento de interesses entre conselheiros e investidores, bem como a eficácia do conselho, desempenham um papel fundamental na monitorização dos gestores e controladores, visando à maximização

do valor da empresa (Cardoso et al., 2019; Kouiab & Almulhim, 2019; Habib et al., 2020; Li et al., 2020; Miglani et al., 2020).

Astami e Rusmin (2020) exploraram a relação entre a governança corporativa e as práticas de gerenciamento de resultados em empresas australianas enfrentando dificuldades financeiras. Os resultados indicam que a condição financeira das empresas, medida pela alavancagem e pelo retorno dos ativos, gradualmente se deteriora nos seis anos que antecedem a falência. Durante esse período, os gestores manipulam os accruals para reduzir os lucros reportados e aumentar a probabilidade de obter lucro no ano seguinte, a fim de evitar a falência. Nesse contexto, um maior número de diretores no conselho de administração mostra-se menos eficaz na detecção e contenção das práticas de gerenciamento de resultados, enquanto um comitê de auditoria ativo desempenha um papel positivo na detecção e redução da probabilidade de manipulação das informações contábeis (Astami & Rusmin, 2020).

Miglani et al. (2020) também fornecem evidências de que a governança corporativa pode influenciar o processo de reestruturação de empresas em dificuldades financeiras. Os autores argumentam que fatores como a estrutura de propriedade, mudanças na alta administração, composição e independência do conselho de administração são preditores da probabilidade de sucesso na recuperação da empresa durante períodos de dificuldades financeiras.

O comitê de auditoria é um órgão do conselho de administração que tem a responsabilidade de supervisionar o sistema de controles internos, registros contábeis, a elaboração do relatório financeiro, supervisionar o trabalho da auditoria interna e interagir com a auditoria independente, a fim de garantir a qualidade das informações financeiras divulgadas aos usuários externos (Rahmat et al., 2009).

Siswanto e Fuad (2017) destacam que a competência financeira do comitê de auditoria tem um impacto significativo sobre os problemas financeiros das organizações, auxiliando a alta administração na compreensão da situação financeira atual e sugerindo alternativas para otimizar o desempenho empresarial. Saputri e Asrori (2019) demonstram que comitês de auditoria eficazes podem moderar o efeito da alavancagem sobre as dificuldades financeiras, fortalecendo o desempenho da empresa e evitando o surgimento de problemas financeiros.

Para Partha et al. (2019), um comitê de auditoria eficaz pode reduzir a assimetria de informações entre acionistas e a alta administração, dificultando o uso de informações assimétricas para benefício pessoal. Quanto maior o número de reuniões do comitê de auditoria, maior o entendimento do comitê sobre as atividades da alta administração e maior o número de sugestões para melhorar a gestão da empresa.

Assim, os estudos existentes na área indicam que o desempenho eficaz do comitê de auditoria pode atenuar o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais, permitindo uma representação mais precisa da situação econômica real da empresa durante períodos de dificuldades financeiras (Rahmat et al., 2009; Choi et al., 2014; Siswanto & Fuad, 2017; Partha et al., 2019; Saputri & Asrori, 2019; Khalid et al., 2020; Widhiadnyana & Wirama, 2020).

Consequentemente, as conclusões obtidas a partir de pesquisas anteriores são congruentes com os princípios da teoria da agência e apontam que as empresas enfrentando dificuldades financeiras devem envolver-se com sua estrutura de governança, incluindo acionistas-chave e conselheiros, no processo de reestruturação corporativa (Miglani et al., 2020). Com base nessas pesquisas anteriores, apresentamos a seguinte hipótese de pesquisa:

H₂ - A governança corporativa modera o impacto do nível de dificuldade financeira nas atividades de gerenciamento de resultados por meio de operações reais nas empresas brasileiras.

O objetivo primordial deste estudo é, em primeiro lugar, avaliar a influência do estado de dificuldade financeira nas práticas de gerenciamento de resultados por meio de atividades reais em empresas brasileiras. Em seguida, buscaremos verificar se a governança corporativa desempenha um papel moderador significativo nessa relação. A seção subsequente descreverá a metodologia utilizada na pesquisa.

3 METODOLOGIA

Este estudo adota uma abordagem descritiva, documental e quantitativa. A população alvo da pesquisa engloba 24.022 empresas de grande porte no Brasil, tanto de capital aberto quanto de capital fechado. Todos os dados foram coletados a partir da base de dados da Thomson Reuters®. Os critérios para a seleção da amostra incluem: (i) disponibilidade de todas

as variáveis financeiras necessárias nas demonstrações contábeis para calcular o modelo de gerenciamento de resultados proposto por Roychowdhury (2006), bem como o nível de dificuldade financeira medido pelo modelo de Martins e Ventura Júnior (2020); (ii) exclusão das empresas do setor financeiro, devido às diferenças substanciais em seus planos contábeis; (iii) ausência de declaração de falência durante o período; e (iv) patrimônio líquido positivo.

Após a aplicação dos critérios supracitados, a amostra final deste estudo consistiu em 335 empresas, totalizando 2.205 observações abrangendo o período de 2011 a 2019. O ano de 2011 foi selecionado como ponto de partida devido à obrigatoriedade da adoção das normas IFRS no Brasil.

A variável dependente utilizada nesta pesquisa, que estima o nível de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais, foi desenvolvida com base nas Equações (1), (2), (3) e (4) propostas por Roychowdhury (2006). A primeira equação (Equação 1) mensura o gerenciamento anormal da produção, utilizando uma proxy para o custo de produção, que é calculada como a soma do custo dos produtos vendidos e da variação anual dos estoques, normalizada pelo ativo total da empresa no período anterior. Este valor é uma função das variações nas receitas da empresa no período. O resíduo resultante da regressão representa o nível anormal da produção.

De acordo com Zang (2012), um valor mais elevado deste resíduo indica um maior nível de estoque de produção, o que reflete uma superprodução e, conseqüentemente, um aumento nos resultados relatados por meio da redução do custo dos produtos vendidos.

$$\frac{PROD_t}{AT_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_t}{AT_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta REC_t}{AT_{t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta REC_{t-1}}{AT_{t-1}} \right) + \theta_t \quad (1)$$

Nesta equação, os termos $PROD_t = CPV_t + \Delta Est$, CPV_t = custo do produto vendido em t , REC_t = receita líquida em t , $\Delta REC_t = REC_t - REC_{t-1}$, $\Delta REC_{t-1} = REC_{t-1} - REC_{t-2}$ e θ_t = resíduo da regressão.

A segunda equação (Equação 2) estima o nível de gerenciamento de resultados com

despesas discricionárias, que abrange a soma dos gastos normais com despesas gerais, administrativas, comerciais, propaganda, pesquisa e desenvolvimento, sendo o resíduo da regressão a proxy do gerenciamento anormal de despesas. Assim, quanto maior o corte ou aumento das despesas, aumenta-se ou reduz o lucro contábil do exercício, evidenciando a manipulação de resultados (Zang, 2012).

$$\frac{DESP_t}{AT_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_{t-1}}{AT_{t-1}} \right) + \mu_t \quad (2)$$

Em que $Desp_t$ = somatório das despesas com pesquisa e desenvolvimento, despesas com propaganda e marketing; e despesas com vendas, gerais e administrativas.

A terceira equação (Equação 3) de manipulação das atividades reais pelo modelo de Roychowdhury (2006) é o gerenciamento do fluxo de caixa operacional. Este modelo tenta captar as escolhas que o gestor realiza para aumentar temporariamente os fluxos de receitas líquidas e, portanto, para aumentar o lucro divulgado. Quanto menor for a diferença entre o valor observado pelo intercepto da regressão e o valor anormal calculado de FCO pelo resíduo da regressão, maior tende a ser o nível de gerenciamento de resultados contábeis (Gunny, 2010; Zang, 2012).

$$\frac{FCO_t}{AT_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{REC_{t-1}}{AT_{t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta REC_t}{AT_{t-1}} \right) + \eta_t \quad (3)$$

Nessa fórmula, temos que o FCO_t = fluxo de caixa das atividades operacionais em t, $RECT$ = receita líquida em t e $\Delta RECT = RECT - RECT-1$ = Variação da receita líquida em t.

Após calcular as três equações apresentadas para cada empresa e seu respectivo setor, pode-se obter uma medida agregada de nível de gerenciamento de resultados de decisões operacionais por meio da soma dos resíduos das regressões, visualizado na Equação 4. Um

nível de REM distante de zero indica um comportamento oportunista do gestor para reportar resultados que desviam da situação normal operacional da firma (Roychowdhury, 2006).

$$REM_{it} = \sum(\theta PROD_{it} + \mu DESP_{it} + \eta FCO_{it}) \quad (4)$$

A variável independente do estudo, que representa o financial distress, é calculada pela métrica proposta por Martins e Ventura Júnior (2020), que adaptou o Z-Score de Altman et al. (1979) para o cenário brasileiro. O Z-Score é um índice que mede o nível de dificuldade financeira a partir da análise discriminante quatro variáveis contábeis: capital de giro líquido, lucro antes de juros e impostos, valor de mercado e receita de vendas, todos escalonados ou pelo ativo ou pelo passivo total. Martins e Ventura Júnior estimaram o Z-Score em uma função probit, onde os valores entre 0 e 0,79 não caracterizam e entre 0,80 e 1 caracterizam uma situação de financial distress. A Equação 5 expressa a função do financial distress aplicável para o cenário brasileiro.

$$ZSCORE = P(Z_i = 1) = \frac{1}{1 + e^{-(-0,854 - 1,555X_{1i} - 1,555X_{3i} + 0,002X_{4i} - 0,234X_{5i})}} \quad (5)$$

Na equação mencionada, as variáveis X1, X3, X4 e X5 representam métricas financeiras relevantes: X1 mede a relação entre o Ativo Circulante e o Passivo Circulante em relação ao Ativo Total, X3 avalia o Lucro Antes de Juros e Impostos (LAJIR) em relação ao Ativo Total, X4 quantifica o Valor de Mercado em relação ao Exigível Total, e X5 reflete as Receitas de Vendas em relação ao Ativo Total. É importante destacar que este modelo, adaptado de Altman et al. (1979), demonstra sua capacidade de previsão de insolvência, como evidenciado na literatura, especialmente no contexto de mercados emergentes, como o Brasil, conforme demonstrado pela pesquisa de Silva et al. (2012).

A literatura oferece diversas métricas para aferir o estado de dificuldade financeira de uma empresa. Optamos pelo uso do Z-Score devido à sua aplicabilidade tanto para empresas

listadas quanto não listadas em mercados emergentes, à sua aplicação abrangente em diversos setores industriais, à sua independência em relação aos dados de mercado (o que o torna compatível para empresas de capital fechado) e à sua capacidade de ser aplicado em diferentes estágios de dificuldade financeira, permitindo uma análise abrangente da saúde financeira das empresas (Campa, 2019).

Nossa pesquisa incorpora três variáveis moderadoras que os pesquisadores selecionaram para avaliar o efeito de moderação da governança sobre o gerenciamento de resultados em situações de dificuldades financeiras. Essas variáveis incluem: 1) a presença do CEO como membro do Conselho de Administração, 2) a reeleição individual dos membros do Conselho de Administração e 3) a Expertise Financeira do Comitê de Auditoria. As duas primeiras variáveis foram escolhidas devido à sua relação com o fortalecimento do alinhamento de interesses entre os agentes e os principais e a redução da assimetria de informação entre eles. A terceira variável foi selecionada devido à sua capacidade de reduzir o gerenciamento de resultados em empresas que contam com especialistas em finanças no comitê de auditoria.

Para fins de controle, incluímos a variável de tamanho da empresa, medida pelo logaritmo do Ativo Total das empresas. Todas as variáveis relevantes para a pesquisa estão detalhadas na Figura 2

Variável	Fórmula	Relação esperada	Autores
REM	Gerenciamento de Resultados por Decisões Operacionais: Nível de manipulação de resultados expresso na Equação 4.	n/a	Roychowdhury (2006), Gunny (2010), Zang (2012)
Z_SCORE	Financial Distress: nível de dificuldade financeira da empresa estimado por uma função de probabilidade, onde as empresas classificadas entre 0 e 0,79 são classificadas sem dificuldade financeira e entre 0,80 e 1 com dificuldade financeira, expresso na Equação 5.	+	Martins e Ventura Júnior (2020)

Figura 2. Descrição das variáveis da pesquisa

CEO	CEO Membro do Conselho de Administração: variável <i>dummy</i> 1 caso o CEO for membro do conselho e 0 se não.	-	Cardoso et al. (2019), Kouiab e Almulhim (2019) e Miglani et al.(2020)
BOARD	Reeleição individual dos membros do Conselho de Administração (<i>proxy para</i> alinhamento de interesses com os acionistas): variável <i>dummy</i> 1 se todos os membros estão sujeitos a reeleição individual como membros do conselho e 0 se não.	+	Habib et al. (2020) e Liet al. (2020)
COM_AUDIT	Expertise do Comitê de Auditoria: variável <i>dummy</i> 1 se a empresa possui ao menos três membros no comitê de auditoria e um com expertise financeira comprovada, de acordo com a SoX, e 0 se não.	-	Partha et al. (2019), Saputri e Asrori (2019), Khalid et al. (2020) e Widhiadnyana e Wirama (2020).
TAM	Tamanho da Empresa: Logaritmo Natural do Ativo Total da companhia.	-	Campa (2019) e Fisher et al. (2019)

Com base no exposto, formulamos o modelo econométrico apresentado na Equação 6 para avaliar o relacionamento entre as variáveis do estudo.

$$\begin{aligned}
 REM_{it} = & \beta_1 ZSCORE_{it} + \beta_2 (ZSCORE * CEO)_{it} + \beta_3 (ZSCORE * BOARD)_{it} \\
 & + \beta_4 (ZSCORE * COM_AUDIT)_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{6}$$

O modelo envolve a variável dependente REM (Resultados de Gerenciamento de Resultados), que é uma medida agregada dos resíduos das regressões das equações anteriores, e as variáveis independentes ZSCORE (indicador de dificuldade financeira), CEO (presença do CEO como membro do Conselho de Administração), BOARD (reeleição individual dos membros do Conselho de Administração), AC (Expertise Financeira do Comitê de Auditoria) e TAM (logaritmo do Ativo Total). O termo ε_{it} representa o erro aleatório no modelo.

A análise de dados adotará procedimentos estatísticos, incluindo estatísticas descritivas, aplicação do Teste t para avaliar a significância das diferenças nos níveis de gerenciamento de resultados entre empresas com e sem dificuldades financeiras, bem como a realização de

análises de regressão em dados em painel para examinar as relações de moderação entre as variáveis. A próxima seção abordará a análise e discussão dos resultados obtidos na pesquisa.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A Tabela 1 apresenta uma análise estatística descritiva dos dados utilizados no estudo. Observa-se que, em média, o nível agregado de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais é próximo de zero, indicando que as 335 empresas da amostra, em conjunto, têm um gerenciamento de resultados quase insignificante por meio dessas decisões. O valor médio do escore de dificuldade financeira (financial distress) é de 0.62, o que está próximo do limiar de 0.80, utilizado como ponto de corte para classificar os grupos com e sem dificuldades financeiras.

Tabela 1
Estatística descritiva

	REM	ZSCORE	CEO	BOARD	COM_AUDIT	TAM
Média	-0,002	0,63	0,06	0,12	0,03	21,77
Mediana	-0,006	0,62	0,00	0,00	0,00	21,75
Máximo	0,97	0,99	0,98	0,97	0,95	27,55
Mínimo	-0,79	0,04	0,00	0,00	0,00	16,47
Desvio-Padrão	0,11	0,13	0,19	0,25	0,15	1,74
Assimetria	0,69	0,17	2,98	1,68	3,91	0,006
Curtose	13,23	2,87	10,31	4,11	16,79	2,99
VIF	-	1,72	1,29	1,25	1,05	1,46
Observações	2.205	2.205	2.205	2.205	2.205	2.205

Para investigar a relevância do nível de gerenciamento de resultados na pesquisa, a amostra foi dividida em dois grupos, um com empresas em situação de dificuldade financeira e outro sem, e foi aplicado o Teste t de médias. Os resultados da Tabela 2 indicam que as médias dos grupos divergem significativamente. Além disso, o grupo com dificuldade financeira apresenta um nível de gerenciamento de resultados positivo, cerca de dez vezes maior do que o grupo sem dificuldades.

Tabela 2

Teste *t* de comparação de médias

Amostra	Obs.	Média	Erro Padrão	Desvio-Padrão	[95% Intervalo de Confiança]	
Firmas com Financial Distress (ZSCORE >0,80)	295	0,0136	0,0014	0,024	0,0108	0,016
Firmas sem Financial Distress (ZSCORE <0,80)	1.910	0,0011	0,0004	0,207	0,0002	0,002
Soma	2205	0,0028	0,0046		0,0019	0,003
Diferença		0,012	0,0013		0,0098	0,015
Teste <i>t</i>	9,34	Graus de liberdade		2.203	Prob (t >t)	0,00*

Notas. Nível de significância: * 1%, ** 5%, ***10%.

Com base nesses resultados, prosseguimos com uma análise de regressão utilizando dados em painel. Verificamos que as variáveis não exibem correlação substancial e não apresentam problemas de multicolinearidade, conforme avaliado pelo VIF (Variance Inflation Factor). Além disso, todas as variáveis demonstram distribuição normal, e o teste de Breusch-Pagan indica a presença significativa de heterocedasticidade nos resíduos.

Para determinar o modelo mais apropriado para os dados da amostra, realizamos regressões nos modelos pooled, com efeitos fixos e com efeitos aleatórios, além de aplicar os testes de Chow e Hausman. O resultado foi significativo para o modelo com efeitos fixos. Nesse modelo, os testes Jarque-Bera, Durbin-Watson, Teste F e os coeficientes de regressão foram todos estatisticamente significativos, confirmando a normalidade dos resíduos, a ausência de autocorrelação serial e a adequação do modelo. O R-quadrado ajustado para este modelo é de 24%, considerando cinco variáveis independentes.

A Tabela 3 apresenta os resultados da regressão realizada na pesquisa. O coeficiente da variável ZSCORE é positivo, em conformidade com a literatura, indicando que um maior nível de dificuldade financeira está associado a um aumento no gerenciamento de resultados. A variável CEO, também significativa, possui um coeficiente negativo, sugerindo que a presença do CEO no Conselho de Administração reduz o gerenciamento de resultados, o que indica um

alinhamento entre as decisões do conselho e a gestão da empresa.

Surpreendentemente, a variável BOARD, que representa a política de reeleição individual dos membros do Conselho de Administração, apresenta um coeficiente positivo e significativo, indicando que essa política está associada a um aumento no gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais. Isso contrasta com as expectativas da literatura, que esperava uma redução no gerenciamento de resultados nesse cenário.

Por fim, a variável AC, que reflete a expertise financeira dos membros do comitê de auditoria, possui um coeficiente positivo e significativo, o que contradiz a literatura. Esperava-se que um maior conhecimento em finanças dos membros do comitê de auditoria reduzisse o gerenciamento de resultados. No entanto, parece que essa dimensão está mais relacionada aos accruals contábeis e não exerce eficácia no controle das decisões operacionais dos gestores.

Tabela 3
Regressão em painel com efeitos fixos

Variável dependente: REM	Coef.
$ZSCORE_{it}$	0.05*** (1.82)
$(ZSCORE * CEO)_{it}$	-0.028 (-2.00)**
$(ZSCORE * BOARD)_{it}$	0.05* (2.63)
$(ZSCORE * COM_AUDIT)_{it}$	0.037*** (1.60)
TAM_{it}	-0.014** (-2.185)
EF Ano	Sim
EF Empresa	Sim
R ²	0,36
Durbin-Watson	2,08

Teste de Chow	0.00*
Teste de Hausman	0.03*
Breusch-Pagan	48.80*

Notas. Nível de significância: * 1%, ** 5%, ***10%. Estatística t em parênteses.

Com base nos resultados apresentados na Tabela 3, não encontramos evidências que rejeitem a hipótese H_1 deste estudo, que postula que o nível de dificuldade financeira exerce uma influência positiva sobre o nível de gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais nas empresas brasileiras. Essas conclusões corroboram achados de pesquisa anteriores de autores como Fisher et al. (2019), Kouaib e Almulhim (2019), Astami e Rusmin (2020), Miglani et al. (2020) e outros, que identificaram uma relação positiva entre a situação de dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados em empresas no contexto emergente brasileiro.

Conforme a literatura acadêmica, tais evidências são preocupantes, pois empresas enfrentando dificuldades financeiras são propensas a apresentar resultados contábeis distorcidos para criar uma impressão mais favorável de sua saúde financeira aos olhos de partes externas interessadas. Algumas das motivações subjacentes para a manipulação de resultados incluem a necessidade de cumprir cláusulas contratuais com credores ou a ligação da remuneração dos gestores ao desempenho com base no lucro contábil.

Além disso, nossos resultados não contrariam a hipótese H_2 deste estudo, que postula que a governança corporativa atua como moderadora da relação entre a dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais nas empresas brasileiras. Essas descobertas estão em consonância com estudos anteriores de Cardoso et al. (2019), Habib et al. (2020), Li et al. (2020) e outros pesquisadores, que argumentaram que a composição e atuação do Conselho de Administração no contexto da governança corporativa podem reduzir o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais.

No entanto, ao examinar o alinhamento de interesses entre os conselheiros e os proprietários, medido pela prática de reeleição individual de todos os membros do conselho e pela competência financeira do comitê de auditoria, nossos resultados contradizem as expectativas da literatura acadêmica. Argumentamos que o desejo dos conselheiros de atuar de

forma proativa em prol dos interesses dos acionistas e credores, juntamente com a competência financeira de pelo menos um membro do comitê de auditoria, pode não ter um impacto eficaz sobre o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais nas empresas.

No máximo, essas competências, valorizadas pela literatura, podem auxiliar na análise de números contábeis e relatórios institucionais trimestrais, que são disponibilizados a toda a comunidade. No entanto, a estrutura de governança corporativa deve desenvolver competências adicionais para monitorar de forma holística o controle da organização, abordando não apenas aspectos financeiros, mas também as decisões operacionais do dia a dia, como concessão de descontos temporários, redução de despesas discricionárias, alocação de capital no fluxo de caixa operacional da empresa e outras decisões.

O controle de desempenho em empresas em dificuldades financeiras é de extrema importância, e o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais pode afetar negativamente o fluxo de caixa presente e futuro da empresa. Portanto, ajustar a estrutura de governança corporativa para ampliar o monitoramento, especialmente em tais circunstâncias, é mais do que cumprir um papel moral; é uma medida eficaz em busca da recuperação econômica da empresa e da criação de valor para todas as partes interessadas.

5 CONCLUSÃO

Neste estudo, exploramos a relação moderadora da governança corporativa entre a dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados por meio de decisões operacionais reais em empresas brasileiras no período pós-IFRS de 2011 a 2019. Nossos resultados confirmam que existe uma relação positiva e significativa entre a situação de dificuldade financeira e o gerenciamento de resultados, e que a governança corporativa desempenha um papel de moderação nessa relação.

A presença do CEO como membro do Conselho de Administração contribui para o alinhamento de interesses entre as partes e reduz o gerenciamento de resultados, enquanto o alinhamento de interesses entre acionistas e conselheiros, medido pela reeleição individual dos conselheiros, bem como a expertise financeira dos membros do comitê de auditoria, parece não ter um impacto significativo na redução do gerenciamento de resultados por meio de decisões

operacionais.

Embora esta pesquisa forneça insights valiosos, algumas limitações foram identificadas, como o número limitado de variáveis relacionadas à governança corporativa reportadas pelas empresas. Sugere-se que pesquisas futuras explorem o efeito de outras variáveis de governança corporativa nesse contexto, como o papel da auditoria interna, da auditoria independente, a diversidade cultural do conselho de administração e a estrutura de propriedade das organizações.

REFERÊNCIAS

- Altman, E. I., Baidya, T. K., & Dias, L. M. R. (1979). Previsão de problemas financeiros em empresas. *Revista de Administração de Empresas*, 19(1), 17-28.
- Astami, E. W., & Rusmin, R. (2020). Corporate Governance and Earnings Management: The Role of Board of Directors and Audit Committee in Financially Distressed Firms. *International Journal of Service Management and Sustainability*, 3(1), 113-144.
- Campa, D. (2019). Earnings management strategies during financial difficulties: A comparison between listed and unlisted French companies. *Research in International Business and Finance*, 50, 457-471.
- Cardoso, G. F., Peixoto, F. M., & Barboza, F. (2019). Board structure and financial distress in Brazilian firms. *International Journal of Managerial Finance*, 15(5), 813-828.
- Choi, Y. K., Han, S. H., & Lee, S. (2014). Audit committees, corporate governance, and shareholder wealth: Evidence from Korea. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(5), 470-489.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 327-349.
- Fisher, T. C., Gavius, I., & Martel, J. (2019). Earnings management in Chapter 11 bankruptcy. *Abacus*, 55(2), 273-305.
- Gunny, K. A. (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888.
- Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 60, 1023-1075.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Khalid, M., Abbas, Q., Malik, F., & Ali, S. (2020). Impact of audit committee attributes on financial distress: Evidence from Pakistan. *International Journal of Financial Engineering*, 7(01), 2050005.
- Kouaib, A., & Almulhim, A. (2019). Earnings manipulations and board's diversity: The moderating role of audit. *The Journal of High Technology Management Research*, 30(2), 100356.
- Li, Z., Crook, J., Andreeva, G., & Tang, Y. (2021). Predicting the risk of financial distress using

- corporate governance measures. *Pacific-Basin Finance Journal*, 68, 101334.
- Martins, O. S., & Ventura Júnior, R. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *RBGN: Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(1), 65-84.
- Miglani, S., Ahmed, K., & Henry, D. (2020). Corporate governance and turnaround: Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 45(4), 549-578.
- Park, K. (2018). Relationship-specificity and real activities manipulation. *Managerial Finance*, 44(12), 1466-1483.
- Partha, I. M. B., Widanaputra, A. A. G. P., Ratnadi, N. M. D., & Mimba, N. P. S. H. (2019). Effect of audit committee characteristics on relationship between financial distress and income maximization actions. *International Journal of Social Sciences and Humanities*, 3(3), 28-35.
- Rahmat, M. M., Iskandar, T. M., & Saleh, N. M. (2009). Audit committee characteristics in financially distressed and non-distressed companies. *Managerial Auditing Journal*, 24(7), 624-638.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Saputri, L., & Asrori, A. (2019). The Effect of Leverage, Liquidity and Profitability on Financial Distress with the Effectiveness of the Audit Committee as a Moderating Variable. *Accounting Analysis Journal*, 8(1), 38-44.
- Silva, J. O., Wienhage, O., Souza, R. P. S., Lyra, R. L. W. C., & Bezerra, F. A. (2012). Capacidade preditiva de modelos de insolvência com base em números contábeis e dados descritivos. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 6(3), 246-261.
- Siswanto, N., & Fuad, F. (2017). The Impact of Audit Committee Characteristics on Financial Distress. *Diponegoro Journal of Accounting*, 6(2), 117-125.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1983). Agency problems, auditing, and the theory of the firm: Some evidence. *The Journal of Law and Economics*, 26(3), 613-633.
- Widhiadnyana, I. K., & Wirama, D. G. (2020). The effect of ownership structure on financial distress with audit committee as moderating variable. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 7(1), 128-137.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.