

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RISCO DE CRÉDITO EM COMPANHIAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Marcela Caroline Sibim

Doutoranda em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade
da Universidade Federal do Paraná – UFPR

Paula Pontes de Campos

Mestranda em Contabilidade pelo Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da
Universidade Federal do Paraná – UFPR

Romualdo Douglas Colauto

Pós-Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo - FEA/
USP

Professor Associado do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade
Federal do Paraná - UFPR

Jacqueline Veneroso Alves da Cunha

Doutora em Ciências Contábeis pela Universidade de São Paulo - FEA/USP
Professora Associada do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade
Federal de Minas Gerais – UFMG

Área temática: A) Informação Financeira e Normalização Contabilística

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

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E RISCO DE CRÉDITO EM COMPANHIAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

Resumo

Este estudo investiga a relação entre o gerenciamento de resultados e os riscos de crédito estimados pela *Bloomberg*® para as empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão [B]³. Utilizou-se painel desbalanceado para uma amostra composta por 1325 observações. Os resultados evidenciaram que os *accruals* discricionários estão negativamente e significativamente relacionados ao risco de crédito, rejeitando a hipótese nula de que as empresas não gerenciam os resultados contábeis para reduzir a probabilidade de inadimplência. Diante de tais resultados foi possível inferir que as empresas gerenciam seus resultados, de forma a influenciar na percepção dos agentes de mercados.

1 INTRODUÇÃO

Para mitigar a exposição ao risco, os investidores utilizam as classificações de crédito como um dos critérios na tomada de decisão, pois refletem a qualidade e capacidade de venda de vários títulos emitidos (Pinches & Singleton, 1978), permitindo-lhes que comparem os diversos emissores e a gestão de sua carteira de investimentos (Silva, 2012). Os intermediários financeiros as utilizam para determinar os encargos de capital (Cantor & Packer, 1994), o *spread* da taxa de juros dos empréstimos e financiamentos (Silva, 2012) e o risco de suas atividades de investimento (Papaikonomou, 2010). Enquanto para os emissores, as classificações desempenham funções de avaliação do risco de crédito (RC) das entidades e de seus títulos e de comparação entre diferentes empresas do mesmo setor (Silva, 2012). Por representarem a qualidade de crédito, as entidades podem ser motivadas a gerenciarem seus resultados a fim de obter uma menor probabilidade de inadimplência. Em razão de tal pressuposto, o objetivo deste estudo consiste em verificar a relação entre o gerenciamento de resultados e os riscos de crédito estimados pela *Bloomberg*® para as empresas listadas no Brasil, Bolsa, Balcão [B]³. A complexidade do mercado financeiro e a busca por instrumentos para administrar as exposições ao risco de crédito faz com que os agentes econômicos busquem fontes mais confiáveis para auxiliá-los nas tomadas de decisões (Brito, Assaf Neto, & Corrar, 2009; Healy & Palepu, 2012), como a auditoria independente, os analistas financeiros e as agências de classificação de risco (Cantor & Packer, 1994; Vasconcelos, Miyashiro, Reis, & Paulo, 2008).

O gerenciamento de resultados (GR) pode ser abordado sob a perspectiva oportunista, pois os gestores utilizam o julgamento na estruturação das demonstrações financeiras com o objetivo de que os resultados divulgados atendam às expectativas quanto ao desempenho econômico da empresa, mesmo que estes não reflitam sua realidade (Subramanyam, 1996; Healy & Wahlen, 1999; Beneish, 2001). Lin, Lo e Wu (2016) e Chen, Tseng e Hsieh (2015) mencionaram que as empresas são motivadas a gerenciar resultados para influenciar o risco de crédito. Segundo Lin *et al.* (2016) em momentos anteriores ao *Financial Distress* as empresas são incentivadas a gerenciar resultados para modificar o resultado do período e conseqüentemente interferir na probabilidade de inadimplência da

entidade. Chen *et al.* (2015) verificaram que o GR realizado com propósito de aumentar a renda fez com que os investidores superestimassem o valor médio dos ativos e subestimassem o RC.

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

Para analisar a relação entre o gerenciamento de resultados e os riscos de crédito, utilizou-se uma amostra de 1.325 observações, composta de 224 empresas classificadas conforme avaliação do *Bloomberg*® para o risco de inadimplência. A estimativa de RC do *Bloomberg*® fundamenta-se não apenas no modelo estrutural de Merton (1974), mas abrange também a possibilidade da inadimplência antes do vencimento das obrigações. Os resultados encontrados indicaram relação negativa e significativa entre o GR e o RC, sugerindo que as empresas listadas no [B]³, que negociaram no período de 2010 a 2015 utilizaram a estratégia de gerenciamento de resultados para reduzir a probabilidade de inadimplência, influenciar os índices contábeis, captar empréstimos e investimentos.

O estudo é contemporâneo não somente em função dos escândalos financeiros recorrentes, mas também pela preocupação dos reguladores, acionistas e da mídia em relação à qualidade dos resultados divulgados pelas entidades e do funcionamento do mercado de capitais (Barton, 2001; Silva & Fonseca, 2015). Na perspectiva empresarial ajuda a verificar se essa relação é relevante aos agentes do mercado financeiro, em função do impacto exercido pelo RC na economia; e pela preocupação dos reguladores, acionistas e da mídia em relação à qualidade dos resultados divulgados pelas entidades e do funcionamento do mercado de capitais (Barton, 2001; Silva & Fonseca, 2015). O RC também é adotado pelo mercado financeiro, pois é capaz de prever a probabilidade de *default* das entidades; e por interferir no custo da dívida, na estrutura de financiamento e negociação dos títulos.

2 RISCO DE CRÉDITO COMO MOTIVAÇÃO PARA O GERENCIAMENTO DE RESULTADOS

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

O cenário econômico da inadimplência, demonstrado por modelos estruturais elaborados por Merton (1974) e Duffie e Lando (2001), corresponde ao declínio do valor de mercado dos ativos da empresa em relação ao valor de suas obrigações (Saunders & Allen, 2002). O risco de crédito é assim definido como a probabilidade do valor do ativo de uma empresa ser menor que um determinado limite padrão e os fatores que o influenciam são os geradores de mudanças na distribuição do valor dos ativos de uma empresa.

Para os efeitos das variações do gerenciamento de resultados sobre o risco de crédito de uma empresa, Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) indicam que a qualidade das informações contábeis reduz a variância avaliada do valor do ativo da empresa. Nesse contexto, o gerenciamento de resultados pode ser interpretado como um conjunto de escolhas contábeis que alteram o processo de elaboração das informações financeiras com a finalidade de atender a objetivos específicos (Scott, 2012). Essa perspectiva e as incertezas decorrentes das informações contábeis incompletas têm impactos significativos na distribuição do valor do ativo e, portanto, no risco de crédito (Duffie & Lando, 2001). As alterações cujos propósitos sejam atender ao escopo dos gestores ocorrem por meio da escolha de diferentes critérios de mensuração, reconhecimento e evidenciação das informações contábeis. O GR é caracterizado como uma alteração intencional no processo de elaboração dos relatórios financeiros com a finalidade de obter ganhos próprios (Schipper, 1989).

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

A flexibilidade das normas contábeis permite que os gestores escolham diferentes métodos para mensuração, reconhecimento e evidenciação da informação contábil, que se adaptem adequadamente às circunstâncias econômicas e expressem os resultados das transações (Riahi-Belkaoui, 2003). Esta possibilidade permite que as escolhas sejam realizadas em prol de fatores exógenos que influenciam as decisões de curto e longo prazo (Bispo, 2010).

As possibilidades de seleção de alternativas para mensuração de ativos e passivos e a obediência *International Financial Reporting Standards* (IFRS) geram os *accruals* (Silva & Fonseca, 2015). Os *accruals* são compreendidos como componentes que ocasionam alterações no resultado do período sem a devida movimentação de caixa devido ao Regime de Competência (Martinez, 2001). DeFond e Jiambalvo (1994) os definem como a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional.

Embora os elementos que constituam os *accruals* permitam a criação de oportunidades para adoção das práticas de GR (Colauto & Beuren, 2006), nem todos os gestores optam por tais práticas. Por esse motivo, as pesquisas segregam os *accruals* totais (TA) em *accruals* discricionários (DA) e *accruals* não discricionários (NDA) (Teoh, Welch, & Wong, 1998). Os NDA estão relacionados aos lançamentos contábeis inerentes as atividades empresariais (Healy, 1985; Trapp, 2009), enquanto que os DA são os componentes gerenciados de forma artificial a fim de manipular os resultados contábeis. Assim, a discricionariedade proporcionada pelas normas contábeis permite que os gestores manipulem os resultados, a fim de atender a objetivos específicos. Martinez (2001) menciona que os gestores gerenciam os resultados em função das motivações recebidas.

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

Estudos relacionados às motivações de mercado de capitais consideram que o GR pode ocorrer devido a diversas finalidades, tais como: evitar a divulgação de resultados negativos (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012; Reis, Lamounier, & Bressan, 2015); atender às expectativas dos analistas (Dhaliwal, Gleason, & Mills, 2004; Burgstahler & Eames, 2006; Martins, Paulo, & Monte, 2016); influenciar a percepção de risco dos agentes econômicos

(Martinez, 2001; Jung, Soderstrom, & Yang, 2013; Demirtas & Cornaggia, 2013), dentre outros.

Segundo Paulo (2007) alguns estudos indicaram que as entidades que alcançaram ou superaram as previsões dos analistas, ao negociar seus títulos de mercado, receberam um prêmio por apresentarem resultados futuros de menor risco. Dhaliwal *et al.* (2004) constataram que as empresas americanas reduziram as despesas de impostos projetadas quando as fontes não fiscais de GR não alcançaram a previsão de consenso do analista. Todavia, quando as metas de lucros foram excedidas, as empresas aumentaram a despesa de impostos, com a finalidade de atender as previsões dos analistas. Burgstahler e Eames (2006) verificaram que os gerentes evitaram reportar lucros abaixo das previsões dos analistas. Os resultados das empresas americanas foram gerenciados para cima e as previsões para baixo, sendo que o GR ocorreu por meio do fluxo de caixa operacional e dos componentes de acumulações discricionárias da entidade.

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

Considerando que o RC reflete a probabilidade de inadimplência das entidades, acredita-se que estas são motivadas a gerenciar os resultados com a finalidade de minimizar a probabilidade de *default* e neutralizar possíveis situações de insolvência.

3 METODOLOGIA

Este estudo caracterizado como descritivo contempla as companhias brasileiras de capital aberto listadas na [B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão que negociaram suas ações no período 2010-2015, sendo este período selecionado em função da adoção integral das IFRS no Brasil. A amostra final de RC ficou composta por 224 empresas, sendo as do setor financeiro excluídas por apresentarem particularidades que interferiram na medida do GR. Apesar da opção em trabalhar com painel desbalanceado, seis empresas foram excluídas por não apresentarem qualquer valor referente ao RC ou às informações contábeis durante o período de 2010 a 2015.

Para obtenção das classificações de crédito foi considerada a estimativa de RC emitida pela *Bloomberg*®. O RC corresponde a uma função específica denominada de DRSK, que apresenta o RC das empresas. Assim, as medidas de risco de *default* são

atribuídas às entidades por meio do mapeamento da probabilidade de *default* para o risco de inadimplência. Essas medidas atuam como um resumo do nível de qualidade de crédito, fornecendo estimativas quantitativas da probabilidade de inadimplências de um emissor (Bloomberg, 2015).

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

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

A Escala de RC do *Bloomberg*®, apresentada na Figura 2, evidencia a probabilidade de inadimplência das entidades, de modo que a medida de RC IG-1 corresponde a menor probabilidade de inadimplência, enquanto que a medida DS5 a maior probabilidade de inadimplência. As empresas com RC DDD são consideradas inadimplentes (Bloomberg, 2015).

Medida de Risco de Crédito	Limite inferior da probabilidade de <i>default</i>	Limite superior da probabilidade de <i>default</i>
IG – 1	0.000%	0.0020%
IG – 2	0.0020%	0.0040%
IG – 3	0.0040%	0.0080%
IG – 4	0.0080%	0.0152%
IG – 5	0.0152%	0.0286%
IG – 6	0.0286%	0.0529%
IG – 7	0.0529%	0.0960%
IG – 8	0.0960%	0.1715%
IG – 9	0.1715%	0.3000%
IG -10	0.3000%	0.5200%
HY – 1	0.5200%	0.88%
HY – 2	0.88%	1.50%
HY – 3	1.50%	2.40%
HY – 4	2.40%	4.00%

HY – 5	4.00%	6.00%
HY – 6	6.00%	10.00%
DS – 1	10.00%	15.0%
DS – 2	15.0%	22.0%
DS – 3	22.0%	30.0%
DS – 4	30.0%	50.0%
DS – 5	50.0%	100.0%
DDD	<i>Default</i>	<i>Default</i>

Figura 1. Risco de Crédito e Probabilidade de Inadimplência
Fonte: Bloomberg (2015).

Os valores de RC evidenciados pelo *Bloomberg*® são mensurados com base em dados operacionais e de mercado, com a finalidade de que os mesmos estimem a credibilidade das entidades para o próximo ano. Para obter o RC da empresa n no ano t , consideraram-se os valores de probabilidade de inadimplência estimados em $t-1$, por este representar uma projeção do RC para o próximo ano.

3.1 MODELO PARA ESTIMAR O NÍVEL DOS ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

O modelo adotado neste estudo para mensuração de GR utiliza como Proxy para o gerenciamento os *Accruals* Discricionários (DA), mensurados por meio da diferença entre os *Accruals* Totais (TA) e os *Accruals* não Discricionários (NDA). Os TA serão calculados por meio da abordagem das Demonstrações dos Fluxos de Caixa (DFC), conforme Equação 1, tendo em vista que a mensuração pelo método do Balanço Patrimonial pode estar sujeita a erros de estimativas, como abordado por Hribar e Collins (2002). Os NDA, relacionados aos lançamentos contábeis inerentes as atividades da empresa, serão calculados por meio do modelo Kothari, Leone e Wasley (2005), que inclui um intercepto e a variável retorno sobre ativo (ROA), ao Modelo Jones Modificado (1995). Segundo os autores, essas inclusões reduzem os problemas de heterocedasticidade e minimizam os erros de estimação dos DA, a partir da inclusão da variável ROA (corrente ou defasado).

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

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

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

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

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

Em que,

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Vale ressaltar, que a variável PPE apresenta algumas particularidades, devido às limitações encontradas no decorrer dessa pesquisa. Em função da adoção das Interpretações e Orientações Técnicas e Contábeis (ICPC) 01 (R1) em 2009, as empresas de utilidade pública foram orientadas a reclassificarem seus ativos imobilizados, relacionados aos contratos de concessão. Assim, os Ativos Imobilizados foram reclassificados em Intangível. Essa reclassificação fez com que a maior parte das empresas de utilidade pública não apresentasse saldo no imobilizado. Por este motivo e considerando que os saldos das despesas com amortização compõem o cálculo dos TA, incluiu-se a

variável intangível no cálculo dos NDA, fornecendo uma melhor captação dos DA. A inclusão do intangível segue a lógica do imobilizado, onde os DA são geridos por meio da depreciação, assim também, é possível manipular os *accruals* da amortização. Essa inclusão é oportuna, pois Dechow, Sloan e Sweeney (1995) consideraram as despesas com depreciação e amortização no cálculo dos TA; e os valores evidenciados nas DFC englobam também as despesas com depreciação e amortização.

Os DA (Equação 4) são os resíduos da regressão. Quanto maior for a distância do resíduo de zero (positiva ou negativamente), maior será o nível de GR. Os resíduos negativos representam uma Contabilidade Conservadora, sugerindo que as entidades buscaram reduzir o lucro reportado, enquanto que os positivos são caracterizados por uma contabilidade agressiva, indicando que o propósito do GR era elevar o lucro reportado (Martinez, 2001).

3.2 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

As variáveis independentes foram adotadas com a finalidade de auxiliar a análise da relação entre o GR e o RC. As variáveis tamanho da empresa (TAM), alavancagem (ALAV), crescimento de vendas (CRESC) e setor foram consideradas nesta pesquisa por apresentarem potencial explicativo para a relação previamente estabelecida.

A variável TAM foi uma *proxy* utilizada para se referir ao porte da empresa. Esta *proxy* foi mensurada por meio do logaritmo natural do ativo total (Poon & Chan, 2008). Marins e Neves (2013) e Fernandino, Takamatsu e Lamounier (2014) afirmaram que as empresas de maior porte apresentaram menor probabilidade de inadimplência. Espera-se, portanto, que o tamanho das empresas esteja negativamente relacionado ao risco de crédito.

A ALAV foi mensurada por meio da soma do Passivo Circulante com o Passivo Não Circulante, dividido pelo Ativo Total. Assim, as empresas que apresentam maior índice de alavancagem apresentam maiores quantidades de dívida. Em função da quantidade de dívidas, as empresas com maior índice de alavancagem também apresentaram maior RC (Koopman, Kräussl, Lucas, & Monteiro, 2009; Freitas & Minardi, 2013). Assim, espera-se encontrar uma relação positiva entre a alavancagem e risco de crédito das entidades.

No que diz respeito a variável CRESC, Mateut (2014) verificou que as empresas que apresentaram crescimento anteciparam a liquidação de suas obrigações. Pode-se inferir, portanto, que essas empresas apresentaram menor probabilidade de inadimplência. Desse modo, espera-se encontrar uma relação negativa entre o crescimento das vendas e o risco de crédito.

A variável Setor foi operacionalizada por meio de *dummies*, ou seja, cada setor da amostra constituiu uma variável binária, sendo atribuído 0 e 1 para indicar se as empresas enquadravam-se (1) ou não (0) no respectivo setor. Considerando as empresas da amostra, a variável setor foi segmentada em 8 variáveis *dummies*. Segundo Damasceno, Artes e Minardi (2008) alguns setores apresentam maiores riscos que outros. Em relação à inadimplência, Murcia, Murcia, Rover e Borba (2014) verificaram que as empresas controladas pelo Estado são menos propensas à inadimplência, pois recebem auxílio financeiro do mesmo em situações adversas. Espera-se, portanto, que empresas classificadas em setores com menores riscos apresentem menor probabilidade de inadimplência.

3.3 MODELO ESTATÍSTICO

Considerando que o risco de crédito da *Bloomberg*® corresponde a uma estimativa da probabilidade de inadimplência das entidades, e fornece ao mesmo tempo, um resumo do nível de qualidade de crédito (Bloomberg, 2015), as entidades podem ser motivadas a gerenciarem seus resultados a fim de obter uma menor probabilidade de inadimplência. Em razão disto apresenta-se a seguinte hipótese de teste: ***H₁: Há relação significativa e negativa entre os maiores níveis de gerenciamento de resultados e o menor risco de crédito atribuído pela Bloomberg®.***

Assim, o modelo regressivo empregado para descrever a relação entre o gerenciamento de resultados e o risco de crédito é evidenciado na Equação 5.

$$RC_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 DA_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 SETOR_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Em que,

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

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

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

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

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

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

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

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

Ao adotar a modelagem de Dados em Painel deve-se verificar qual das seguintes abordagens, *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), Efeitos Fixos ou Efeitos Aleatórios,

seria mais adequada para este estudo. Fávero, Belfiore, Silva e Chan (2009) indicaram que o Teste de Chow é realizado para verificar qual modelo, POLS ou efeitos fixos, é apropriado. O Teste de Breusch-Pagan indica qual abordagem, POLS ou de Efeitos Aleatórios é adequada. Por fim, o Teste de Hausman verifica qual abordagem, Efeitos Aleatórios ou Efeitos Fixos, seria adequada. Os testes estatísticos foram realizados no *software* Stata® 13.

4 DESCRIÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Os DA foram mensurados anualmente por meio da aplicação do modelo Kothari *et al.* (2005). Primeiramente foram verificados os pressupostos do modelo de regressão linear elencados por Fávero *et al.* (2009). Finalizada essa análise preliminar, realizou-se o teste de POLS, com erro padrão robusto para estimação dos DA. Os resultados são evidenciados na Tabela 1.

Tabela 1:

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

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

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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

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

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

Ao analisar os resultados evidenciados na Tabela 01, observa-se que somente a variável ROA_{t-1} apresentou valor preditivo significativo (p-valor 0,000) para explicar o comportamento dos TA. Assim como retratado por Kothari *et al.* (2005), o sinal do coeficiente foi positivo.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Na Tabela 2 apresentam-se as estatísticas descritivas anuais da variável dependente, risco de crédito, com o objetivo de identificar o período com maior probabilidade de inadimplência e a dispersão do risco de crédito.

Tabela 2:

Estatística descritiva do Risco de Crédito

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

Fonte: Dados da pesquisa.

A variável risco de crédito mensura a probabilidade das empresas entrarem em *default* no ano seguinte. Em relação à média do risco de crédito, observou-se aumento da probabilidade de inadimplência das empresas no período de 2011 a 2015. Analisando a média anual das classificações constata-se que no ano de 2015 as empresas em média apresentaram maior dificuldade financeira, sendo classificadas pelo *Bloomberg* na categoria especulação. Todavia, quando se verificou a probabilidade de inadimplência máxima, os dados sugeriram que uma empresa específica da amostra apresentou sérias dificuldades financeiras, tendo em vista que a probabilidade máxima de inadimplência foi de 89,2%. Apesar da dificuldade financeira, nenhuma empresa da amostra se encontrou em situação de *default*, uma vez que o risco máximo estimado foi 89,2%. As estatísticas descritivas das variáveis são apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3:
Estatística Descritiva das Variáveis da Amostra Risco de Crédito

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

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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

4.2 ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE VARIÁVEIS EXPLICATIVAS E O RISCO DE CRÉDITO

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

O teste de Chow (p-valor 0,000) e o Teste de Breusch-Pagan (p-valor 0,000) rejeitaram a hipótese nula de que o modelo de POLS agrupado é adequado, validando a hipótese alternativa de que os modelos de efeitos fixos ou aleatórios são mais apropriados. O resultado do Teste de Hausman (p-valor 0,0056) rejeitou a hipótese nula de que o modelo

de efeitos aleatórios é o mais adequado. Na Tabela 4 são apresentados os resultados da regressão pelo Modelo de Efeitos Fixos.

Tabela 4:

Regressão Amostra Risco de Crédito

R-sq: within	0,0041	Número de observações	1194
Between	0,0030	Número de grupos	224
Overall	0,0003	F(4,223)	84,21
		Prob > F	0,0000

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão robusto	T	P > t
Constante	0,0269922	0,0436762	0,62	0,537
DA	-0,0010876	0,0003704	-2,94	0,004***
TAM	-0,0019207	0,0053888	-0,36	0,722
ALAV	-0,0009565	0,0017969	-0,53	0,595
CRESC	0,0002675	0,0002163	1,24	0,217

Nota. DA = *accruals* discricionários; TAM = tamanho; ALAV = alavancagem; CRESC = crescimento.

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

Fonte: Dados da pesquisa

A estatística F de p-valor 0,000 rejeitou a hipótese nula de que a regressão não é significativa. No entanto, os valores do R² within (0,0041), between (0,0030) e overall (0,0003) indicam baixo poder explicativo da variável dependente.

Os resultados evidenciados na Tabela 4 referente aos DA não rejeitaram a hipótese de que a relação entre os maiores níveis de GR e o menor RC é negativa e significativa ao nível de 1%. Os resultados indicam que as empresas são motivadas a gerenciar seus resultados com o propósito de reduzir a probabilidade de inadimplência e possivelmente neutralizar situações de insolvência.

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

Por representar o endividamento das entidades, a relação esperada entre a ALAV e o RC era positiva. De acordo com a Tabela 4, observou-se que a variável não atendeu a relação esperada de que o aumento da alavancagem está associado à maior probabilidade de inadimplência das empresas (Koopman *et al.*, 2009; Freitas & Minardi, 2013). Os resultados da variável CRESC não atenderam à relação esperada de que as empresas em crescimento possuem menor probabilidade de inadimplência. Os resultados, ao contrário,

apresentam indícios de que as empresas em crescimento recorrem ao capital de terceiros para financiamento de seu crescimento (Mateut, 2014), tornando-se mais endividadas e, conseqüentemente, apresentando maior probabilidade de não cumprimento de suas obrigações (Nakamura *et al.*, 2007). As variáveis setoriais não foram evidenciadas na Tabela 4, pois o Modelo de Efeitos Fixos omite as variáveis *dummies*.

Adicionalmente, o estudo verificou a relação entre o nível de GR e o RC calculado pelo *Bloomberg*® para as companhias que negociaram ações na [B]³ – Brasil, Bolsa, Balcão no período de 2010-2015. Os resultados da regressão pelo Modelo de Efeitos Fixos indicaram que o GR apresentou influência estatística significativa sobre o RC, atendendo à relação esperada de que as empresas gerenciam seus resultados com a finalidade de reduzir sua probabilidade de inadimplência.

Com o objetivo de relacionar os níveis de GR e o RC, segregaram-se os *accruals* discricionários em quintis. Tendo em vista que o painel é desbalanceado, cada quintil foi composto por 265 observações, conforme Tabela 5.

Tabela 5:
Identificação dos níveis de gerenciamento

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

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se na Tabela 5, que os DA negativos predominam a amostra RC, tendo em vista que das 1.325 observações, 795 apresentaram somente DA negativos. Assim, as empresas gerenciaram seus resultados para baixo com a finalidade de reduzir o lucro reportado, sugerindo o predomínio da contabilidade conservadora.

Em seguida realizou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov para cada quintil para verificar se as variáveis RC e GR apresentavam distribuição normal. Considerando que os testes rejeitaram a hipótese nula da existência de distribuição normal, realizou-se a estatística descritiva e a correlação de *Spearman* para verificar a relação entre os níveis de GR e a probabilidade de inadimplência das entidades, como apresentado na Tabela 6.

Tabela 6:
Estatística descritiva e correlação dos quintis

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

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

Fonte: Dados da pesquisa.

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

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

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

Ao segregar os DA e compará-los com a média do RC de cada quintil, observou-se que os níveis negativos e elevados de GR também apresentaram maior probabilidade de inadimplência. Quando segregados em quintis, os sinais dos coeficientes da correlação de *Spearman* foram negativos e para os quintis 1, 2 e 5 foram significativos ao nível de 1%, 5% e 1%, respectivamente, não rejeitando a hipótese de que há relação significativa e negativa entre os níveis de gerenciamento de resultados e o risco de crédito atribuído pela *Bloomberg*.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os riscos de crédito são relevantes para o mercado financeiro, pois atuam como parâmetros da qualidade do crédito empresarial, sendo utilizadas pelos agentes econômicos para verificar a probabilidade de inadimplência das entidades, bem como, definir as estruturas do financiamento e negociar os títulos empresariais. Dentre as informações consideradas na mensuração do RC, observam-se as informações contábeis.

Neste caso, o RC pode atuar como motivador da prática do GR, pois as entidades podem adotar tal prática com o propósito de minimizar sua probabilidade de *default*. Quando os gestores utilizam de sua discricionariedade para gerenciar os resultados de modo a atender questões específicas, está utilizando do oportunismo para apresentar resultados que favoreçam a entidade, mas que não representam a realidade empresarial. O fato das empresas gerenciarem os resultados para alterar o RC pode estar vinculado às motivações do mercado de capitais, uma vez que a finalidade de tais práticas pode estar relacionada a influenciar a percepção de risco dos agentes do mercado.

Nesse contexto, a hipótese que motivou este estudo prediz que as empresas gerenciam seus resultados com a intenção de influenciar as percepções e minimizar seu risco de crédito. Os resultados indicaram haver uma relação negativa e significativa ao nível de 1% entre o GR e o RC, não rejeitando a hipóteses desta pesquisa. Neste caso, o GR com o propósito de obter melhores resultados, pode reduzir a probabilidade de inadimplência, e influenciar na melhora dos índices contábeis, obtenção de empréstimos e investimentos. Ao segregar a amostra em quintis, os resultados também atenderam a relação esperada e indicaram que as empresas são mais conservadoras ao gerenciar seus resultados, uma vez que o sinal negativo dos DA predominou. As demais variáveis não apresentaram significância estatística.

Apesar dos procedimentos realizados, esta pesquisa possui algumas limitações. Em relação à amostra, não foram analisadas as empresas do setor financeiro, de fundos e seguros, por apresentarem diferenças de interpretação dos indicadores contábeis, que influenciariam no cálculo do GR. Neste caso, os resultados desta pesquisa não devem ser generalizados às empresas brasileiras. Quanto ao GR sugere-se a adoção de outros modelos de GR, que poderiam melhor capturar os *accruals*. Em relação às variáveis de controle, recomenda-se a inserção de outras variáveis que possam auxiliar na explicação do modelo, como por exemplo, a liquidez e a governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 76(1), 1-26.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.
- Bispo, O. N. de A. (2010). *Gerenciamento de resultados contábeis e o desempenho das ofertas públicas subsequentes de ações de empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, Minas Gerais, Brasil.
- Bloomberg. (2015). *Bloomberg credit risk DRSK <GO> fixed income: framework, methodology & usage*.
- Brito, G. A. S., Assaf Neto, A., & Corrar, L. J. (2009). Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista contabilidade & finanças*, 20(51), 28-43.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), 633-652.
- Cantor, R., & Packer, F. (1994). The Credit Rating Industry. *Quarterly Review*, 19(2), 1-26.
- Chen, T. K., Tseng, Y., & Hsieh, Y. T. (2015). Real earnings management uncertainty and corporate credit risk. *European Accounting Review*, 24(3), 413-440.
- Colauto, R. D. & Beuren, I. M. (2006). Um estudo sobre a influência de *accruals* na correlação entre o lucro contábil e a variação do capital circulante líquido de empresas. *Revista de Administração Contemporânea (RAC)*, 10(2), 95-116.
- Damasceno, D. L., Artes, R., & Minardi, A. M. A. F. (2008). Determinação de rating de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. *Revista de Administração*, 43(4), 344-355.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 70(2), 193-225.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176.
- Demirtas, K. O., & Cornaggia, K. R. (2013). Initial credit ratings and earnings management. *Review of Financial Economics*, 22(4), 135-145.
- Dhaliwal, D. S., Gleason, C. A., & Mills, L. F. (2004). Last-chance earnings management: Using the tax expense to meet analysts' forecasts. *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 431-459.
- Duffie, D., & Lando, D. (2001). *Term structures of credit spreads with incomplete accounting information*. *Econometrica*, 69(3), 633-664.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Fernandino, G. F., Takamatsu, R. T., & Lamounier, W. M. (2014). Impacto dos Índices Contábeis na Aplicação de Rating de Crédito em Empresas Brasileiras de Capital Aberto. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(3), 78-94.

- Freitas, A. D. P. N., & Minardi, A. M. A. F. (2013). The impact of credit rating changes in Latin American stock markets. *BAR-Brazilian Administration Review*, 10(4), 439-461.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), 85-107.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2012). *Business Analysis Valuation: Using Financial Statements*. Cengage Learning.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Hribar, P. & Collins, D. (2002). Errors in estimating accruals: implications for empirical research. *Journal of Accounting Research*, 40(1).
- Jung, B., Soderstrom, N., & Yang, Y. S. (2013). Earnings smoothing activities of firms to manage credit ratings. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 645-676.
- Kang, Q., & Liu, Q. (2007). Credit rating changes and CEO incentives. [Working Paper]. *Social Science Research Network*. Retrieved from <http://ssrn.com/abstract=971277>.
- Koopman, S. J., Kräussl, R., Lucas, A., & Monteiro, A. B. (2009). Credit cycles and macro fundamentals. *Journal of Empirical Finance*, 16(1), 42-54.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). *Accounting information, disclosure, and the cost of capital*. *Journal of accounting research*, 45(2), 385-420.
- Lin, H. W. W., Lo, H. C., & Wu, R. S. (2016). Modeling default prediction with earnings management. *Pacific-Basin Finance Journal*, 40, 306-322.
- Marins, J., & Neves, M. (2013). Inadimplência de Crédito e Ciclo Econômico: um exame a relação no mercado brasileiro de crédito corporativo. *BCB: Trabalhos para discussão*, (304).
- Martinez, A. L. (2001). *Gerenciamento dos resultados Contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Martins, V. G., Paulo, E., & Monte, P. A. do (2016). O gerenciamento de resultados contábeis exerce influência na acurácia da previsão de analistas no Brasil?. *Revista Universo Contábil*, 12(3), 73.
- Mateut, S. (2014). Reverse trade credit or default risk? Explaining the use of prepayments by firms. *Journal of Corporate Finance*, 29, 303-326.
- Mckee, T. E. (2005). *Earnings management: an executive perspective*. United States of America: Thompson.
- Merton, R. C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of finance*, 29(2), 449-470.
- Mohanram, P. S. (2003). How to manage earnings management. *Accounting World*, 10(1), 1-12.
- Murcia, F. C. de S., Murcia, F. D., Rover, S., & Borba, J. A. (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209.
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., de Carvalho Filho, A. F., da Costa, A. C. F., & do Amaral, A. C. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro:

- análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85.
- Papaikononou, V. (2010) Credit rating agencies and global financial crisis. *Studies in Economics and Finance*, 27(2), 161-174.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Pinches, G. E., Singleton, J. C. (1978). The adjustment of stock prices to bond rating changes. *The Journal of Finance*, 33(1), 29-44.
- Poon, W. P., & Chan, K. C. (2008). An empirical examination of the informational content of credit ratings in China. *Journal of Business Research*, 61(7), 790-797.
- Reis, E. M. dos, Lamounier, W. M., & Bressan, V. G. F. (2015). Evitar Divulgar Perdas: um Estudo Empírico do Gerenciamento de Resultados por Meio de Decisões Operacionais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 247-260.
- Riahi-Belkaoui, A. (2003). *Accounting: by principle or design?*. London: Praeger.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335-370.
- Saunders, A., & Allen, L. (2002). *Credit risk measurement*. New approaches to VaR and other paradigms.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Scott, W. R. (2012). *Financial Accounting Theory*. (6. ed.). Toronto: Pearson.
- Silva, D. R. (2012). *Associações entre rating de crédito e estrutura de capitais de empresas listadas na América Latina*. Tese de Doutorado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Silva, P. Y. C. da, & Fonseca, M. W. da. (2015). Gerenciamento de resultados: estudo empírico em empresas brasileiras e portuguesas antes e após a adoção das IFRS. *Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos (BASE)*, 12(3), 193-209.
- Stolowy, H., & Breton, G. (2004). Accounts manipulation: A literature review and proposed conceptual framework. *Review of Accounting and Finance*, 3(1), 5-92.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 249-281.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63-99.
- Trapp, A. C. G. (2009). *A relação do conselho fiscal como componente de controle no gerenciamento de resultados contábeis*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Vasconcelos, C., Miyashiro, I., Reis, D., & Paulo, E. (2008). A influência da cobertura das empresas de *rating* sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 2(3), 37.
- 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.