



IMPACTO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS

EARNINGS MANAGEMENT AND FINANCIAL RESTRICTION IMPACT ON THE CAPITAL STRUCTURE OF BRAZILIAN COMPANIES

IMPACTO DE LA GESTIÓN DE RESULTADOS Y LA RESTRICCIÓN FINANCIERA EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LAS EMPRESAS BRASILEÑAS

Recebido em: 16-05-2021
Avaliado em: 06-07-2021
Reformulado em: 06-10-2021
Aceito para publicação em: 25-02-2022
Publicado em: 27-09-2022
Editor Responsável: Roberto C. Klann

Aline Roberta de Camargo¹

Flávio Leonel de Carvalho²

RESUMO

Este estudo teve como objetivo investigar o impacto do gerenciamento de resultados e das restrições financeiras sobre o endividamento das empresas brasileiras. Para isso, foram coletados dados financeiros de 277 empresas brasileiras de capital aberto, de 2011 a 2018, perfazendo uma amostra com 2.207 observações. Com base no teste não paramétrico de Mann-Whitney, analisou-se a hipótese de igualdade das medianas dos indicadores financeiros dos agrupamentos, conforme indícios de gerenciamento de resultados ou restrição financeira. Por meio de modelos de regressão multivariada em painel, estimada por Efeitos Fixos com Erros Robustos Clusterizados, pode-se concluir como principais resultados: (1) pela existência de evidências empíricas de que a restrição financeira afeta de forma positiva o endividamento; (2) não se observou relacionamento estatisticamente significativo entre gerenciamento de resultados e endividamento; e (3) a presença simultânea de restrição financeira e de indícios de alisamento de resultados mostra-se negativamente associada ao endividamento das empresas brasileiras. Os resultados deste presente estudo contribuem para o debate a respeito dos determinantes do endividamento de empresas brasileiras de capital aberto.

Palavras-chave: Gerenciamentos de Resultados. Restrição Financeira. Estrutura de Capital.

ABSTRACT

This paper aims to investigate the impact of earnings management and financial constraints on the indebtedness of Brazilian companies. For this, we collected financial data of 277 publicly traded Brazilian companies from 2011 to 2018, making it a sample with 2207 observations. Based on the non-parametric Mann-Whitney test, we analyzed the median equality hypothesis of the grouping of financial indicators, according to signs of earnings management or financial constraint. Through

¹ Bacharel em Administração; Departamento de Administração, Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia da Universidade Federal de São Carlos (UFSCar); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-3453-0160>; E-mail: aline.cam16@gmail.com

² Bacharel em Ciências Contábeis, Mestre em Controladoria e Contabilidade e Doutor em Engenharia de Produção pela Universidade de São Paulo; Professor Associado do Departamento de Administração do Centro de Ciências em Gestão e Tecnologias da Universidade Federal de São Carlos (UFSCar); ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8488-9382>; E-mail: flavio@ufscar.br

multivariate panel data regression estimated by Fixed Effects with Robust Clustered Errors, our main results are: (1) the existence of empirical evidence that the financial constraint positively affects indebtedness; (2) there was no statistically significant relationship between earnings management and indebtedness; and (3) the simultaneous presence of financial constraint and evidence of earnings smoothing is negatively associated with the indebtedness of Brazilian companies. The results of this study contribute to the debate about the determinants of indebtedness of publicly traded Brazilian companies.

Keywords: Earnings Management. Financial Constraint. Capital Structure.

RESUMEN

Este estudio tuvo como objetivo investigar el impacto de la gestión de utilidades y las restricciones financieras sobre el endeudamiento de las empresas brasileñas. Para ello, se recopilaron datos financieros de 277 empresas brasileñas que cotizan en bolsa, de 2011 a 2018, haciendo una muestra con 2207 observaciones. Con base en la prueba no paramétrica de Mann-Whitney, se analizó la hipótesis de igualdad de las medianas de los indicadores financieros agrupados, según signos de gestión de utilidades o restricción financiera. A través de modelos de regresión multivariante en panel estimados por Efectos Fijos con Errores Robustos Agrupados, se pueden concluir los principales resultados: (1) por la existencia de evidencia empírica de que la restricción financiera afecta positivamente el endeudamiento; (2) no hubo una relación estadísticamente significativa entre la gestión de utilidades y el endeudamiento; y (3) la presencia simultánea de restricción financiera y evidencia de suavización de resultados se asocia negativamente con el endeudamiento de las empresas brasileñas. Los resultados de este estudio contribuyen al debate sobre los determinantes del endeudamiento de las empresas brasileñas que cotizan en bolsa.

Palabras-clave: Gestión de resultados. Limitación financiera. Estructura de capital.

1 INTRODUÇÃO

A excessiva variabilidade nos resultados das empresas pode ser compreendida pelos usuários de informações financeiras como um indicador de risco. Com o intuito de atenuar essa percepção, gestores podem tomar decisões de reconhecimento contábil incoerentes com a realidade econômica das empresas (Greenawalt & Sinkey, 1988). Companhias com resultados mais estáveis tendem a obter empréstimos a menores custos e a atrair mais investidores (Castro & Martinez, 2009; Healy & Wahlen, 1999; Zendersky, 2005). Desse modo, os ganhos decorrentes de resultados menos voláteis podem ser incentivos econômicos à prática da manipulação discricionária da variabilidade dos lucros (Castro & Martinez, 2009).

As decisões de reconhecimento contábil dos gestores poderão estimular ou inibir comportamentos. Isso ocorre na medida em que a informação contábil mensura os eventos econômicos, divulga aos *stakeholders* os resultados e tem o poder de afetar a opinião dos usuários de suas informações a respeito das atividades da empresa (Yamamoto & Salotti, 2006). As diferentes percepções a respeito do desempenho dependerão do acesso e da qualidade das informações financeiras. Desse modo, a assimetria de informação pode ocorrer no cenário econômico-financeiro quando um agente econômico possui nível diferenciado de acesso a informações de determinada empresa ou ativo (Healy & Palepu, 1993).

No entanto, a assimetria pode ser impactada por meio de informações contábeis de qualidade, capazes de retratar a verdadeira situação econômico-financeira da empresa, sendo fundamental, também, que todos os usuários tenham acesso simétrico às informações relevantes, indispensáveis nas tomadas de decisões (Dechow et al., 2010). Lima (2007) mostra que há evidências de que o aumento das divulgações contábeis de qualidade resulta em redução da assimetria informacional nas organizações. Assim, a diminuição ou a quebra da assimetria podem trazer benefícios econômicos

para a empresa. Companhias capazes de oferecer maior qualidade de informações mostram-se como mais seguras e, com isso, obtêm acesso facilitado ao crédito e financiamentos com custos menores de captação (Medeiros et al., 2018). Sob outra perspectiva, de acordo com Carvalho et al. (2014), quanto pior a qualidade das informações financeiras, menor será a probabilidade de decisões eficientes de investimentos. A informação contábil de qualidade, portanto, é capaz de auxiliar na diminuição da assimetria informacional e da restrição financeira, influenciando a estrutura de capital das empresas (Carvalho & Kalatzis, 2018; Albanez et al., 2012).

Desse modo, este trabalho objetiva investigar o impacto do gerenciamento de resultados e da restrição financeira no endividamento das empresas brasileiras. Partindo dessa meta, estabelece-se como hipótese principal o pressuposto de que o gerenciamento de resultados, aliado à presença de restrição financeira, podem facilitar o acesso ao crédito. O acesso facilitado ao crédito em si não é um problema. No entanto, a manipulação discricionária das informações contábeis para se atingir esse objetivo é uma questão relevante, pois pode induzir os credores e demais *stakeholders* a uma avaliação errônea da real situação econômica da empresa. Desse modo, espera-se uma relação positiva e significativa entre a variável independente “presença de restrição financeira e indícios de gerenciamento de resultados” e as variáveis dependentes relativas ao endividamento.

Para atingir o objetivo, empregaram-se os modelos de Eckel (1981), que se refere à suavização de resultados (IE), e de Leuz et al. (2003), uma medida para determinar a existência de alisamento de resultados (IA). Importante salientar que tanto o modelo de Eckel (1981), quanto o de Leuz et al. (2003) referem-se a metodologias de mensuração da presença de indícios de gerenciamento de resultados. Desse modo, a distinção entre suavização e alisamento no presente estudo refere-se a duas formas diferentes de mensurar o mesmo fenômeno, ou seja, indícios de gerenciamento de resultados. A partir desses indicadores, foi possível calcular as médias dos IAs e IEs de cada empresa no período analisado e, assim, qualificá-las como firmas com ou sem indícios de gerenciamento de resultados. A restrição financeira, por sua vez, foi mensurada por meio de três índices: o KZ, proposto por Kaplan e Zingales (1997), e em conformidade com a proposta de Lamont et al. (2001); o modelo representado por WW, proposto por Whited e Wu (2006); e o modelo FCP, de Schauer et al. (2019). A partir dos valores dessas *proxies*, relativas à restrição financeira, e ao gerenciamento de resultados, foi possível a criação de variáveis binárias representativas de tais características para cada ano analisado. Baseando-se nos valores médios de cada *proxy* para as empresas individualmente, agruparam-se, então, firmas com ou sem indícios de restrição financeira, de gerenciamento de resultados ou com ambas as características.

Na sequência, por meio de testes de diferenças de medianas (Mann-Whitney), analisou-se se os valores observados dos indicadores econômico-financeiros de cada grupo – IA e IE, referentes ao gerenciamento de resultados, e KZ, WW e FCP, à restrição financeira – eram estatisticamente diferentes. Feita a análise descritiva e os testes de diferenças de medianas, empregaram-se modelos de regressão multivariado com dados em painel. Para isso, os coeficientes foram estimados por meio dos modelos de dados empilhados (POLS), com erros-padrão robustos, com agrupamento no nível do indivíduo, Efeitos Fixos (FE) e Efeitos Aleatórios (RE). O modelo de Efeitos Fixos mostrou-se o mais adequado aos propósitos deste estudo, comparando-o aos demais, conforme resultados obtidos por meio dos testes de Breusch-Pagan, F de Chow e de Hausman. Estimou-se, assim, a opção robusta para o modelo de Efeitos Fixos, a fim de tornar a análise mais consistente.

Como variáveis dependentes, os modelos de regressão analisaram o endividamento, mensurado por meio de Passivo Oneroso, Endividamentos e Financiamentos de Curto Prazo e Endividamentos e Financiamentos de Longo Prazo, todos divididos pelo Ativo Total, e também as variáveis independentes. Entre estas, as variáveis representativas do índice de suavização de resultados em determinado ano, referente à presença ou não de restrição financeira, e uma variável de interação, que recebeu 1 se uma empresa em determinado ano foi identificada com indícios, simultaneamente, de restrição financeira e gerenciamento de resultados.

Justifica-se este estudo pela necessidade de se examinar se as empresas brasileiras com indícios de gerenciamento de resultados e de restrição financeira adquirem facilidade de acesso ao crédito. O que pode ser um problema relevante, se os credores basearem suas decisões em informações que não refletem a real situação econômica dessas empresas. A análise conjunta da presença de restrição financeira e do gerenciamento de resultados na estrutura de capital dessas firmas, pode ser apontada como sua principal contribuição. Essa análise, realizada por meio da variável de interação entre restrição financeira e gerenciamento de resultados, resultou em um coeficiente negativo e significativamente associado com o endividamento de curto prazo e o passivo oneroso, mas não significativo em relação aos empréstimos e financiamentos de longo prazo. Esse resultado pode ser considerado um importante diferencial do estudo, pois pode indicar que o gerenciamento de resultados em empresas em situação de restrição financeira dificulta ainda mais o acesso ao crédito. Uma possível interpretação dessa associação seria a de que o maior monitoramento a que empresas em situação de restrição financeira estão expostas tornam os agentes do mercado de crédito mais sensíveis a possíveis manipulações discricionárias dos lucros.

2 REVISÃO DE LITERATURA

A proporção de recursos exigíveis e próprios utilizada por uma empresa para financiar suas operações define sua estrutura de capital. A decisão a respeito da existência, ou não, de uma estrutura ótima, do impacto da estrutura de capital no valor de mercado das firmas e dos fatores determinantes para a escolha das fontes dos recursos são temas recorrentes em trabalhos acadêmicos na área de finanças.

Inicialmente, Modigliani e Miller (1958) sustentavam que o valor das firmas dependia exclusivamente da qualidade de seus ativos, sendo indiferentes, portanto, à forma como eram financiadas. Posteriormente, os autores reconheceram os benefícios decorrentes da alavancagem (Modigliani & Miller, 1963), concluindo que a forma como os investimentos são financiados pode proporcionar maior capacidade futura de geração de caixa, o que, conseqüentemente, afetará o valor de mercado das firmas. A partir, então, desses dois estudos, diversas teorias foram propostas para explicar o impacto da estrutura de capital no valor das empresas ou os determinantes da estrutura de capital. Dentre elas, destacam-se as teorias *Trade-off*, dos Custos de Agência, *Pecking Order*, da Sinalização e a do *Market Timing*.

A Teoria *Trade-off* aponta a existência de uma estrutura de capital ótima, determinada pela ponderação entre os benefícios fiscais do endividamento e os custos de falência associados à alavancagem (Myers, 1984). A dos Custos de Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976), entende as relações empresariais como contratos, entre o principal, o proprietário e os agentes ou gestores, aos quais delega a incumbência de agir em seu nome e em conformidade com seus interesses. Essa relação pode gerar conflitos, dado que os contratos são incompletos e os agentes podem agir em benefício próprio, já que os interesses não são homogêneos. As decisões dos agentes podem provocar perdas ao principal, conhecidas como custos de agência. Para minimizá-los, é necessário um conjunto de mecanismos que permitam acompanhamento efetivo das decisões dos agentes envolvidos nos processos de tomadas de decisões.

De acordo com Myers (1984), a Teoria *Pecking Order* é um contraponto à *Trade-off*, e determina a existência de uma hierarquia de preferências na escolha das fontes de financiamento (Myers & Majluf, 1984). Preferem-se as fontes de recursos que exigem menor nível de informações àquelas que requerem mais transparência. Assim, priorizam-se os recursos gerados internamente, seguidos pelos de terceiros e pelo capital próprio, decorrente da emissão de ações. No entanto, é possível supor que a escolha da fonte de financiamento será influenciada também pela capacidade de geração de caixa livre, ou pelo nível de restrição financeira que cada empresa apresenta. Empresas altamente lucrativas, com boa capacidade de criação de caixa interno, teriam a opção de escolher entre as diferentes fontes de recursos, conforme os pressupostos da teoria. Por outro lado, empresas

com dificuldades para a geração de caixa seriam mais dependentes dos recursos externos e, por isso, os gestores de tais entidades poderiam ser estimulados ao gerenciamento discricionário das informações contábeis.

A Teoria da Sinalização, por sua vez, formulada por Spence (1973), parte do pressuposto da existência de assimetria informacional. Relacionada ao mercado de capitais, a adoção de mecanismos de governança corporativa, divulgação voluntária de informações financeiras, distribuição de dividendos, etc., podem ser sinais de credibilidade e capacidade de geração futura de caixa. Por essa teoria, espera-se uma relação positiva entre o desempenho das empresas e a qualidade de suas informações. Assim, sinais positivos transmitidos ao mercado, como informações financeiras confiáveis, tempestivas e relevantes, facilitariam o acesso ao crédito, reduziriam o custo de captação e afetariam o valor de mercado das firmas. No entanto, a distinção entre informações de qualidade e informações distorcidas por meio do gerenciamento de resultados, divulgadas com a finalidade de manipular a percepção dos *stakeholders*, é um fator que precisa ser considerado.

Já a *Market Timing* pressupõe que as empresas alternam fontes de financiamento, conforme as oportunidades disponíveis no mercado, visando a alternativa menos onerosa para a captação de recursos (Baker & Wurgler, 2002). Quando o custo de capital de terceiros está muito elevado, as companhias utilizam capital próprio como fonte de financiamento, ou vice-versa. Assim, as preferências por determinada fonte de financiamento obedecerão aos custos no mercado e flutuarão de acordo com suas variações (Albanez, 2012). Gomes et al. (2021) analisaram a relação entre o *equity market timing* e o gerenciamento de resultados de empresas brasileiras de capital aberto. Os autores concluíram que os gestores, com o intuito de explorar janelas de oportunidade relacionadas à emissão de ações, podem ser estimulados a aumentar o lucro contábil de forma artificial. Assim, concluem haver indícios de que o gerenciamento de resultados é intensificado quando a companhia tem por objetivo explorar janelas de oportunidade apresentadas no mercado de capitais.

A partir do referencial teórico apontado, constata-se que os fatores determinantes do endividamento estão associados ao custo e aos riscos de cada fonte de capital e aos diversos interesses envolvidos. Assim, a assimetria de informação é componente relevante na análise da estrutura de capital. Adicionalmente, gestores de empresas com alto nível de endividamento podem ser motivados a demonstrar sua capacidade de cumprir compromissos frente aos credores, por meio da manipulação discricionária de resultados contábeis (Martinez, 2001). Essa ação ocorre, pois empresas que suavizam resultados podem se mostrar menos arriscadas, reduzindo o custo do capital (Castro & Martinez, 2009). Há evidências, também, de que o custo do capital de terceiros é, habitualmente, menor para empresas que suavizam resultados (Amiram & Owens, 2018). Há indícios, ainda, de que a restrição financeira e a qualidade das informações financeiras podem impactar a estrutura de capital das organizações, tornando relevante a compreensão da relação entre esses fatores. Dessa forma, observa-se que as teorias sobre estrutura de capital relacionam-se direta ou indiretamente com a hipótese central do presente estudo, que supõe relacionamento positivo entre empresas restritas e com indícios de gerenciamento de resultados e o endividamento.

2.1 Suavização e gerenciamento de resultados

A suavização e o gerenciamento de resultados consistem na manipulação das informações financeiras de uma empresa, de modo a reduzir a variabilidade de seus lucros (Martinez, 2001). São tipos de suavização a natural, comumente derivada das ações dos gerentes para controlar eventos econômicos (Eckel, 1981), e a intencional, uma ação premeditada do gestor com o objetivo de manipular variáveis contábeis de forma artificial (Mendes & Rodrigues, 2006).

O gerenciamento artificial dos resultados pode ser caracterizado como suavização real, que abrange transações econômicas concretas com o objetivo de afetar o fluxo de caixa. A suavização artificial decorre do uso da subjetividade inerente ao reconhecimento contábil, como a postergação ou antecipação de receitas/despesas (Almeida et al., 2012). O gerenciamento artificial de resultados

não altera o fluxo de caixa e, tampouco, representa um evento econômico efetivo. No entanto, está atrelado diretamente às escolhas que podem alterar o resultado apresentado aos usuários das informações contábeis (Eckel, 1981). De acordo com o autor, é possível perceber a suavização de resultados em uma empresa se a variabilidade das vendas for maior que a dos lucros, já que as suas variações tendem a ser lineares.

Os motivos da suavização de resultados permitem compreendê-la melhor. DeFond e Park (1997) sustentam que gestores são estimulados a manipular resultados para que a empresa alcance uma performance financeira desejável em um certo período. Zendersky (2005) afirma que gestores a praticam visando atender algum interesse particular. Recompensas aos gestores, redução de impostos, menores custos de oportunidade e controle da volatilidade dos lucros podem motivar o gerenciamento de resultados por parte dos executivos (Barton, 2001).

Shoab e Siddiqui (*in press*) investigaram o impacto do gerenciamento de resultados, mensurado por meio de *accruals* discricionários e não discricionários, na estrutura de capital e no desempenho de empresas dos países integrantes do Acordo de Comércio da Ásia-Pacífico (APTA). Apontam que companhias chinesas utilizam ganhos discricionários com o intuito de reduzir o impacto negativo decorrente do aumento do tamanho das firmas, ocultar ineficiências e reduzir o risco. Por outro lado, empresas indianas utilizam mecanismos discricionários para aumentar seu tamanho e o nível de tangibilidade, a fim de afetar a estrutura de capital, o risco e, conseqüentemente, o acesso ao crédito. No Paquistão e Sri Lanka, o objetivo é evitar violações em contratos de empréstimos, além de ocultar as ineficiências. Já em Bangladesh, os autores identificaram, além disso, a busca da redução da volatilidade dos resultados. Os autores concluíram que, na ausência de gerenciamento de resultados, a relação entre a estrutura de capital e o desempenho da empresa segue a lógica das teorias do *Trade-off* ou *Pecking Order*. No entanto, quando há gerenciamento de resultados, as conclusões são consistentes com a Teoria da Agência.

Castro e Martinez (2009), Healy e Wahlen (1999) e Zendersky (2005) assinalam que oscilações mais brandas nos resultados de uma empresa podem atrair mais investidores, assim como possibilitar empréstimos a menores custos. Para Trueman e Titman (1988), a suavização de resultados, ao diminuir a percepção de riscos, pode inibir atitudes de cobranças relacionadas a contratos que envolvam cláusulas atreladas ao risco.

A qualidade das informações contábeis, por sua vez, pode ser mensurada por meio da volatilidade dos lucros (Dechow & Dichev, 2002). O estudo confirma a importância dos lucros para a previsão de fluxos de caixa e demonstra que o impacto dos ajustes contábeis na qualidade dos relatórios financeiros é mensurável. Elkins et al. (2021) examinaram de forma experimental a relação entre a manipulação de informações contábeis relacionadas à estrutura de capital e a atribuição de valor às firmas. Os autores apresentaram evidências de que divulgações contábeis de estrutura de capital otimizadas que, discricionariamente, apresentam um custo médio ponderado de capital mínimo, podem ser utilizadas por gestores de forma oportunista, com a finalidade de influenciar investidores não profissionais a superavaliar o valor da empresa e manipular suas intenções de investimento. Investidores profissionais, por sua vez, capazes de identificar divulgações tendenciosas, podem não ser influenciados em suas escolhas de investimentos a partir de resultados inflados (Elkins et al., 2021).

Assim, os ajustes anormais decorrentes de decisões contábeis conduzem à suavização de resultados e são usados para esconder ou atrasar o reconhecimento de informações de caráter útil aos usuários, implicando a alteração da percepção do desempenho das firmas (Dechow et al., 2010). Dessa forma, o gerenciamento dos lucros pode resultar em custos menores nos processos de obtenção de empréstimos ou facilitar o acesso ao crédito, assim como impactar a percepção dos usuários das informações, em consequência dos benefícios e seus estímulos econômicos. Healy e Wahlen (1999) consideram o gerenciamento artificial de resultados uma ação oportunista dos gestores, com o objetivo de afetar a compreensão do desempenho econômico-financeiro da empresa.

2.2 Restrição Financeira

Kaplan e Zingales (1997) sustentam que empresas em situação de restrição financeira são aquelas que encontram dificuldades de acesso a fundos externos à organização, e cujos investimentos dependem de sua própria capacidade de geração de caixa. A restrição financeira ocorre também quando firmas não conseguem realizar investimentos por falta de recursos, de acordo com Lamont et al. (2001). Caso, porém, os investimentos não dependam de fluxo de caixa gerado por suas operações, as empresas são consideradas não restritas. Acrescente-se que o custo do crédito para as restritas é mais elevado, impedindo-as de realizar os investimentos desejados e/ou necessários se o fluxo de recursos próprios for baixo e limitado (Almeida et al., 2012).

A fim de evitar possíveis restrições financeiras, reduzir as dificuldades de acesso ao crédito ou obter financiamento a custos menores, empresas podem ser motivadas a manipular seus lucros, suavizando resultados. Altos níveis de endividamento aumentam o custo do capital de terceiros, devido ao risco que representam (Dechow et al., 1995). Evidências dessa proposição são encontradas nos estudos de Chang et al. (2018), ao identificarem que empresas com restrição financeira ou problema de assimetria de informações entre os usuários sofrem impacto do gerenciamento de resultados nas reservas de caixa, com menores valores de disponibilidades em caixa.

Kurt (2017) estudou a relação entre restrição financeira e a qualidade de demonstrações contábeis nas firmas, especialmente quando estão buscando acesso ao mercado de capitais. O autor mostra que empresas restritas financeiramente apresentam um nível maior de ajustes contábeis e de gerenciamento de resultados em comparação com as não restritas. Sustenta, ainda, que o gerenciamento de resultados é uma ação estratégica e oportuna para mitigar o impacto de resultados negativos, afetando diretamente o valor da firma no mercado. Empresas restritas possuem retornos financeiros menores, uma vez que seus custos de financiamento são mais elevados. Assim, a restrição financeira possui relação direta com os preços dos ativos de uma companhia, segundo Lamont et al. (2001).

Fazzari et al. (1988) são incisivos ao afirmar que a restrição financeira é influenciada significativamente pela assimetria de informações. Para os autores, a empresa que solicita financiamento detém as informações reais sobre a operação e pode ou não disponibilizá-las, enquanto as recebidas pela concedente podem não ter o mesmo nível de transparência e qualidade. Com dificuldade para captar recursos, gestores de empresas em situação de restrição financeira podem manipular resultados para atenuar a percepção dos investidores quanto ao risco ou oscilação real de seus lucros (Zendersky, 2005).

Pressupõe-se, então, que o gerenciamento de resultados também é empregado por firmas brasileiras com restrição financeira, o que torna relevante analisar o impacto dessas práticas sobre a estrutura de capital de empresas de capital aberto e as consequências para seus níveis de endividamento.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para a investigação aqui proposta, coletaram-se dados financeiros de empresas brasileiras de capital aberto do período de 2011 a 2018, utilizando-se a base de dados Economática®. Dessa base, optou-se por excluir empresas financeiras, com patrimônio líquido negativo e aquelas cujos erros nas informações impossibilitavam o cálculo dos indicadores de interesse. A amostra final reúne informações de 277 empresas, correspondente a 2.207 observações. As estimativas foram realizadas por meio do *software* Stata 10.

Inicialmente, as empresas foram separadas a partir da existência ou não de indícios de suavização de resultados, com a utilização dos modelos de Eckel (1981) e de Leuz et al. (2003). Como para Eckel (1981), variações nas receitas e nos lucros devem ser correlacionadas, espera-se coerência entre os Coeficientes de Variação dos lucros e das receitas. Assim,

$$IE_{i,t} = \frac{CV(\Delta\text{Lucro Líquido})}{CV(\Delta\text{Receitas})} \quad (1)$$

Nota. *IE* = índice de suavização de resultados; *i* = a empresa; *t* = ano; *CV* = Coeficiente de Variação, calculado com dados dos últimos 5 anos; $\Delta\text{Lucro Líquido}$ = variação percentual do Lucro Líquido; $\Delta\text{Receitas}$, variação percentual das Receitas.

Observa-se na Equação 1 que, para o cálculo do IE é necessária a determinação dos Coeficientes de Variação da variação do Lucro Líquido e das Receitas, que, por sua vez, dependem de seus históricos de informações contábeis. A partir desse pressuposto, optou-se pela utilização de um histórico de cinco anos. O resultado da Equação 1 indicará, conforme critério adotado nos estudos de Castro e Martinez (2009), Almeida et al. (2012), Konraht et al. (2016) e Gomes-Tago et al. (2017), se a empresa apresenta indícios de suavização de resultados naquele ano específico. Com IE acima de 1,1, empresas podem ser consideradas sem indícios dessas práticas, e com IE abaixo de 0,9, como suavizadoras. Para as demais, entre 0,9 e 1,1, os resultados são inconclusivos. Esse cálculo permitiu separar as empresas entre as consideradas suavizadoras ou não no período da análise.

O outro modelo empregado foi o Índice de Alisamento de Resultados (IA), a partir das sugestões ao modelo de Leuz et al. (2003), realizadas por Castro e Martinez (2009), para quem o índice tem a finalidade de capturar o grau de alisamento dos resultados através da variação dos componentes contábeis do lucro no regime de competência. Assim,

$$IA_{i,t} = \frac{\sigma(LO)}{\sigma(FCO)} \quad (2)$$

Nota. *IA* = Índice de Alisamento de Resultados; σ = desvio-padrão dos últimos 5 anos; *LO* = Lucro Operacional determinado pelo Lucro antes dos Juros e Impostos do ano *t* dividido pelo Ativo Total do início do período *t*; *FCO* = Fluxo de Caixa Operacional calculado pelo Lucro antes dos Juros e Impostos, mais Depreciação, Amortização e Exaustão, dividindo-se pelo Ativo Total do início do período.

Para Leuz et al. (2003), quanto maior o resultado da equação (IA), menor o grau de alisamento de resultados da empresa. Assim, a variável IA será contínua e inversamente proporcional à probabilidade de indícios de alisamento de resultados. O IA médio de cada empresa possibilitou identificar aquelas que apresentam indícios de alisamento, para todo o período da análise. O IA de cada ano permitiu, também, a criação de uma variável binária, *bIA*, representativa de suavização ou não.

Observa-se que o modelo de suavização de resultados (Eckel, 1981) e o modelo de alisamento de resultados, conforme Leuz et al. (2003), são metodologias distintas de avaliação da presença ou não de indícios de gerenciamento de resultados. Desse modo, ao mencionar as nomenclaturas “alisamento de resultados” ou “suavização de resultados” o presente estudo refere-se ao mesmo fenômeno, gerenciamento de resultados, mas mensurado de forma metodologicamente distinta, como anteriormente apresentado.

A situação de restrição financeira foi mensurada de três formas. Empregaram-se os índices: KZ, de Kaplan e Zingales (1997), em conformidade com a proposta de Lamont et al. (2001), o WW, de Whited e Wu (2006), e o FCP, de Schauer et al. (2019). O índice KZ, de Lamont et al. (2001), usado frequentemente na literatura sobre restrição financeira, possibilita o agrupamento de empresas de acordo com seu grau de restrição. O cálculo do índice é dado pela equação 3.

$$KZ_{it} = -\left(1,001909 * \frac{FC}{K_{t-1}}\right)_{it} + (0,2826389 * MB) + \left(3,139193 * \frac{D}{CT_t}\right) - \left(39,3678 * \frac{Div}{K_{t-1}}\right) - \left(1,314759 * \frac{Caixa}{K_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Nota. *KZ* = medida de restrição financeira; *FC* = Fluxo de Caixa Operacional determinado pela soma do Lucro antes dos Juros, menos Impostos de Renda, mais a Depreciação, Amortização e Exaustão; *K* = Estoque de Capital, determinado

pelo valor do Imobilizado; MB = valor de mercado da empresa, determinado pela soma do valor de mercado do Patrimônio Líquido ao valor de mercado do Passivo Total, dividido pelo ativo total; D = Dívida Total, calculada pela soma do Passivo Circulante mais o Passivo não Circulante; CT = Capital Total que é determinado pela soma do Passivo Total com o Patrimônio Líquido; Div = Dividendos pagos, determinado na demonstração de fluxo de caixa; e $Caixa$ = soma de disponibilidades e investimentos de curto prazo.

As firmas foram separadas em tercís, de acordo com os valores do índice KZ . As situadas no terceiro tercil, com indicadores mais altos, são consideradas restritas, tendo recebido 1 (um), enquanto as demais receberam 0 (zero). Assim, baseando-se no KZ de cada ano, criou-se uma variável binária para discernir as empresas restritas das não restritas em um ano específico. O KZ médio de cada empresa, por sua vez, permitiu que fossem agrupadas em restritas ou não.

O segundo modelo utilizado para mensuração é o WW , de Whited e Wu (2006), que emprega variáveis relacionadas ao acesso de crédito externo, conforme a equação 4.

$$WW_{it} = -0,091 * CF_{it} - 0,062 * Div_{it} + 0,021 * DPL_{it} - 0,044 * LNA_{it} + 0,102 * CVS_{it} - 0,035 * CV_{it} \quad (4)$$

Nota. WW = medida de restrição financeira proposta por Whited e Wu (2006); CF = Fluxo de Caixa Operacional calculado pelo Lucro antes dos Juros e Impostos, mais a Depreciação, Amortização e Exaustão, dividindo-se pelo Ativo Total do início do período; Div = Dividendos pagos, sendo uma variável *dummy*, que recebe 1 se pagou dividendos, e zero, caso contrário; DPL = Dívida de Longo Prazo, obtida pelo Passivo não Circulante, dividido pelo Ativo Total do início do período; LNA = Logaritmo Natural do Ativo Total do período; CVS = Crescimento do Setor, medido pela variação percentual anual da Receita Anual Setorial; CV = Crescimento das Vendas da empresa, medido pela variação percentual das receitas anuais da empresa.

O índice WW também possibilita agrupar as empresas conforme o grau de restrição, no entanto, diferencia-se do índice KZ por utilizar variáveis características da restrição financeira identificadas pelos autores. As companhias foram separadas em três tercís, tendo como base o valor médio do índice WW de cada empresa. As firmas do terceiro tercil, com maiores valores de WW , são consideradas restritas, e as demais, não restritas.

A terceira forma de identificação das firmas restritas se dá pelo índice FCP . Proposto mais recentemente por Schauer et al. (2019), apresenta uma relação direta com a situação de crédito das empresas, sendo que valores maiores para o FCP indicam maior possibilidade de uma firma se encontrar em situação de restrição financeira. O índice foi construído com base em outros indicadores e, segundo os autores, pode ser considerado mais eficiente na predição de restrição, por usar variáveis que representam com mais fidelidade a situação financeira das empresas. É dado pela equação 5.

$$FCP = -0.123 LNTA_{i,t-1} - 0.024 CobJuros_{i,t-1} - 4.404 ROA_{i,t-1} - 1.716 Cash_{i,t-1} \quad (5)$$

Nota. FCP = *Financial Constraint for Private Firms*, proposto por Schauer et al. (2019); $LNTA$ = Logaritmo Natural do Ativo Total; $CobJuros$ = índice de cobertura de juros calculado pelo $Ebit$, dividido pelas despesas financeiras; ROA = indicador de Rentabilidade sobre os Ativos, determinado pelo Lucro Operacional, após o IR, dividido pelo Ativo Total; $Cash$ = caixa, calculado pela soma do caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras escalonadas pelo Ativo Total.

Os valores médios das Equações 1 e 2 agruparam as empresas de acordo com o nível de suavização ou alisamento de resultados. Com o uso das Equações 3, 4 e 5, as firmas foram separadas em restritas e não restritas financeiramente, de acordo com o valor médio da equação para cada empresa. Em seguida, calcularam-se as estatísticas descritivas e os testes de diferença de medianas, e analisaram-se as variáveis de endividamento Passivo Oneroso (PO), Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo ($EFCP$) e de Longo Prazo ($EFLP$), todas em relação ao Ativo Total, além das variáveis independentes Tamanho (Tam), Tangibilidade ($Tang$), Custo do Capital de Terceiros (Ka), Fluxo de Caixa Operacional em relação ao Ativo Total (FCO), Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE) e *Market-to-Book* (MtB), conforme a Tabela 1.

IMPACTO DO GERENCIAMENTO DE RESULTADOS E DA RESTRIÇÃO FINANCEIRA NA ESTRUTURA DE CAPITAL DE EMPRESAS BRASILEIRAS

Tabela 1

Descrição das variáveis

Sigla	Descrição	Fonte
<i>PO</i>	PO = Passivo Oneroso/Ativo Total	Albarez e Valle (2009), Leite et al., (2018)
<i>EFCP</i>	EFCP = Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo/Ativo Total	Albarez e Valle (2009), Leite et al. (2018)
<i>EFLP</i>	EFLP = Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo/Ativo Total	Albarez e Valle (2009), Leite et al. (2018)
<i>Tam</i>	Tamanho = Logaritmo Natural do Ativo Total	Costa et al. (2018)
<i>Tang</i>	Tangibilidade = Imobilizado/Ativo Total	Schauer et al. (2019)
<i>K_a</i>	Custo do Capital de Terceiros = Despesa Financeiras/ Passivo Oneroso Médio	Costa et al. (2018)
<i>FCO</i>	Fluxo de Caixa Operacional = (LAIR + Depreciação, Amortização e Exaustão – Despesas Financeiras – Imposto de Renda) /Ativo Total	Costa et al. (2018), Kurt (2017)
<i>ROE</i>	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Carvalho e Kalatzis (2018)
<i>MtB</i>	<i>Market-to-Book</i> : (Passivo Total + Valor de Mercado do PL) /Ativo Total	Kurt (2017)
<i>bIA_t</i>	Variável binária: recebe 1 se a empresa apresenta indícios de alisamento de resultados no ano t, 0 caso contrário.	Adaptado de Leuz et al. (2003)
<i>bIE_t</i>	Variável binária: recebe 1 se a empresa apresenta indícios de suavização de resultados no ano t, 0 caso contrário.	Adaptado de Eckel (1981)
<i>bKZ_t</i>	Variável binária: recebe 1 se a empresa apresenta indício de restrição financeira no ano t, 0 caso contrário.	Adaptado de Lamont et al. (2001)
<i>(bIA*bKZ)_t</i>	Variável de interação entre a restrição financeira (<i>bKZ</i>) e o alisamento de resultados (<i>bIA</i>)	
<i>(bIE*bKZ)_t</i>	Variável de interação entre a restrição financeira (<i>bKZ</i>) e a suavização de resultados (<i>bIA</i>)	

Para verificar as influências da suavização de resultados e da restrição financeira no nível de endividamento das empresas, após serem agrupadas conforme *IA* e *KZ*, foi aplicada a técnica de regressão em painel. A análise por meio dessa técnica foi escolhida com o intuito de verificar a relação entre endividamento e os indicadores representativos da suavização de resultados; e da presença de restrição financeira e desempenho financeiro. Considerando-se a natureza da base de dados, que se caracteriza como painel curto, ou seja, um painel com a dimensão temporal menor que a *cross section*, justifica-se o emprego dos modelos *POLS* com Erros-padrão Robustos Clusterizados, Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos com Erros-padrão Robustos Clusterizados, conforme Fávero (2013). A seleção do melhor modelo será realizada com o emprego dos testes de *Breusch-Pagan*, *F de Chow* e de *Hausman*. Com isso, empregaram-se os seguintes modelos:

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(bIA)_{i,t} + \beta_2(bKZ)_{i,t} + \beta_3(bIA * bKZ)_{i,t} + \beta_4(Tam)_{i,t-1} + \beta_5(Tang)_{i,t-1} + \beta_6(K_a)_{i,t-1} + \beta_7(FCO)_{i,t-1} + \beta_8(ROE)_{i,t-1} + \beta_9(MtB)_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

$$y_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1(bIE)_{i,t} + \beta_2(bKZ)_{i,t} + \beta_3(bIE * bKZ)_{i,t} + \beta_4(Tam)_{i,t} + \beta_5(Tang)_{i,t} + \beta_6(K_a)_{i,t} + \beta_7(FCO)_{i,t} + \beta_8(ROE)_{i,t} + \beta_9(MtB)_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Nota. *y* = variável dependente, refere-se ao endividamento das empresas, medido por meio do Passivo Oneroso (*PO*), dos Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (*EFCP*) ou dos Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo (*EFLP*) divididos pelo Ativo Total; *i* = firma; *t* = ano; *bIA* = variável binária representativa do Alisamento, sendo 1 para empresas que apresentam indícios de alisamento no ano *t*, e 0 caso contrário; *bIE* = variável binária representativa da suavização de resultados, sendo 1 para empresas que apresentam indícios de suavização no ano *t*, e 0 caso contrário; *bKZ* = a variável binária Restritas, sendo 1 para empresas restritas, e 0 caso contrário; (*bIA * bKZ*) = variável binária, sendo 1 para empresas com ambas as características (restrição e alisamento de resultados), e 0 caso contrário; (*bIE * bKZ*) = variável binária representativa da ocorrência simultânea da restrição financeira e de indícios de suavização de resultados, sendo 1 para empresas com ambas as características, e 0 caso contrário; *Tam* = tamanho; *Tang* = Tangibilidade; *K_a*, Custo do Capital de Terceiros; *FCO* = Fluxo de Caixa Operacional; *ROE* = índice de Rentabilidade; *MtB* = *Market-to-Book*; ε =

erro; α e β = respectivamente, os coeficientes lineares e angulares estimados pelo modelo representado pelas Equações 6 e 7.

As Equações 6 e 7 têm como finalidade testar a hipótese principal com base no sinal e na significância dos coeficientes das variáveis de interação ($bIA*bKZ$ e $bIE*bKZ$), com o objetivo de se investigar o impacto do gerenciamento de resultados e da restrição financeira no endividamento das empresas brasileiras, objetivo do estudo. Essa hipótese baseia-se no pressuposto de que empresas em situação de restrição financeira, que caracterizam-se por apresentar dificuldades de acesso ao crédito que viabilizem seus investimentos, seriam estimuladas a gerenciar resultados com a finalidade de apresentar menor nível de risco ou melhor desempenho econômico ao mercado, obtendo, assim, acesso facilitado ao crédito. Se o coeficiente dessa variável for positivo e significativo, como esperado pela hipótese proposta, esse resultado pode ser interpretado como indício de que a finalidade da manipulação discricionária das informações contábeis está sendo atingida. Além disso, testou-se o pressuposto de que a restrição financeira afeta de forma negativa o endividamento. Ainda, a hipótese de que a presença de indícios de gerenciamento de resultados relaciona-se positivamente com a participação do capital de terceiros na estrutura de capital das firmas.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

As empresas foram agrupadas, inicialmente, de acordo com o valor médio das *proxies* para restrição financeira (KZ, WW e FCP), e pelas médias das *proxies* para gerenciamento de resultados (IA e IE). Agruparam-se, também, as empresas que apresentavam simultaneamente ambas as características. Na sequência, analisou-se a existência de diferenças nos valores medianos de cada variável para cada agrupamento e testaram-se as significâncias estatísticas das diferenças. Para isso, aplicou-se o teste *Shapiro-Wilk*, para avaliar se as amostras teriam distribuição normal. Conforme os resultados da Tabela 2, não foi possível rejeitar a hipótese nula de não normalidade de nenhum dos indicadores financeiros. Considerando que as variáveis não apresentam distribuição normal, e que se trata de amostras não pareadas formadas por dois grupos distintos, empregou-se o teste de Mann-Whitney. Este, diferentemente do teste *t*, que verifica a igualdade das médias, utiliza a mediana para testar a igualdade entre dois grupos.

Na sequência, as análises dos resultados da Tabela 2 são realizadas em três partes, restritas aos indicadores financeiros, cuja diferença entre os grupos foi estatisticamente significativa. Primeiramente, em relação aos agrupamentos conforme indícios de restrição financeira (KZ, WW e FCP), é possível constatar na Tabela 2 que o endividamento das empresas classificadas como restritas pelos três modelos é estatisticamente superior. O resultado foi observado para todas as variáveis de endividamento analisadas, exceto a variável EFLP das empresas classificadas como restritas de acordo com o modelo FCP. De modo geral, o maior endividamento das firmas restritas é coerente com o resultado de Pellicani (2011), que, ao estudar empresas brasileiras, destaca que as dívidas elevadas aumentam a probabilidade de restrição financeira, uma vez que o mercado compreende que a possibilidade de não cumprimento das obrigações aumenta o risco de insolvência.

Tabela 2

Análise descritiva e teste de diferença de medianas para as variáveis independentes

	Teste de Normalidade		Amostra Total	KZ			WW			FCP			IA		IE			IA e KZ				
	Shapiro- Wilk			Não	Sim	Dif	Não	Sim	Dif	Não	Sim	Dif	Não	sim	Não	Sim	Dif	Não	Sim	Dif		
PT	W	0,98938	Med	0,564	0,536	0,622	-0,08***	0,538	0,616	-0,07***	0,539	0,612	-0,07***	0,561	0,570	-0,009	0,570	0,513	0,057***	0,557	0,616	-0,06***
	V	13,776	D.P.	0,187	0,188	0,171	[0,372]	0,187	0,177	[0,384]	0,185	0,182	[0,391]	0,191	0,179	[0,479]	0,186	0,192	[0,581]	0,190	0,156	[0,407]
	z	6,696	Min.	0,013	0,013	0,013		0,013	0,013		0,013	0,013		0,013	0,090		0,013	0,013		0,013	0,133	
	Prob>z	0	Max	0,996	0,988	0,996		0,988	0,996		0,978	0,996		0,996	0,960		0,996	0,974		0,996	0,960	
PO	W	0,98877	Med	0,462	0,434	0,521	-0,08***	0,434	0,519	-0,08***	0,442	0,501	-0,06***	0,454	0,478	-0,02***	0,467	0,423	0,044***	0,454	0,521	-0,06***
	V	14,571	D.P.	0,179	0,182	0,155	[0,364]	0,18	0,162	[0,366]	0,184	0,161	[0,409]	0,181	0,172	[0,454]	0,177	0,186	[0,561]	0,181	0,146	[0,393]
	z	6,839	Min.	0,008	0,011	0,008		0,011	0,008		0,011	0,008		0,008	0,025		0,008	0,011		0,008	0,113	
	Prob>z	0	Max	0,941	0,941	0,9		0,941	0,922		0,941	0,922		0,941	0,922		0,941	0,857		0,941	0,857	
EFLP	W	0,97609	Med	0,203	0,188	0,236	-0,04***	0,202	0,205	-0,003	0,209	0,192	0,017**	0,199	0,211	-0,012*	0,205	0,184	0,022**	0,197	0,245	-0,04***
	V	31,007	D.P.	0,145	0,141	0,15	[0,409]	0,148	0,139	[0,492]	0,149	0,137	[0,531]	0,146	0,143	[0,477]	0,145	0,145	[0,541]	0,143	0,154	[0,415]
	z	8,767	Min.	0	0	0		0	0		0	0		0,000	0,000		0,000	0,000		0,000	0,000	
	Prob>z	0	Max	0,666	0,666	0,638		0,666	0,638		0,666	0,638		0,666	0,657		0,666	0,638		0,666	0,638	
EFCP	W	0,87088	Med	0,087	0,076	0,109	-0,03***	0,072	0,116	-0,04***	0,07	0,12	-0,05***	0,085	0,090	-0,005**	0,090	0,064	0,025***	0,086	0,096	-0,01***
	V	167,477	D.P.	0,078	0,068	0,092	[0,392]	0,061	0,098	[0,365]	0,059	0,098	[0,343]	0,079	0,077	[0,469]	0,080	0,062	[0,601]	0,078	0,081	[0,447]
	z	13,073	Min.	0	0	0		0	0		0	0		0,000	0,000		0,000	0,000		0,000	0,000	
	Prob>z	0	Max	0,612	0,612	0,591		0,426	0,612		0,426	0,612		0,521	0,612		0,612	0,295		0,612	0,591	
TAM	W	0,99621	Med	6,497	6,496	6,499	-0,002	6,644	6,197	0,447***	6,631	6,232	0,399***	6,495	6,502	-0,007	6,512	6,374	0,138**	6,509	6,412	0,097**
	V	4,919	D.P.	0,746	0,702	0,831	[0,512]	0,762	0,61	[0,682]	0,773	0,608	[0,667]	0,802	0,618	[0,493]	0,741	0,773	[0,541]	0,755	0,666	[0,537]
	z	4,067	Min.	4,186	4,396	4,186		4,396	4,186		4,396	4,186		4,186	4,687		4,186	4,687		4,186	4,953	
	Prob>z	0	Max	8,967	8,568	8,967		8,967	7,595		8,967	7,523		8,967	7,991		8,967	8,035		8,967	7,991	
TANG	W	0,91567	Med	0,241	0,172	0,387	-0,21***	0,234	0,255	-0,021	0,231	0,259	-0,028**	0,238	0,246	-0,008	0,239	0,251	-0,012	0,217	0,416	-0,2***
	V	109,376	D.P.	0,223	0,186	0,225	[0,234]	0,211	0,246	[0,481]	0,215	0,238	[0,468]	0,216	0,236	[0,492]	0,218	0,261	[0,522]	0,210	0,238	[0,272]
	z	11,985	Min.	0	0	0		0	0		0	0		0,000	0,000		0,000	0,000		0,000	0,000	
	Prob>z	0	Max	0,904	0,83	0,904		0,84	0,904		0,84	0,904		0,904	0,899		0,899	0,904		0,904	0,899	
KA	W	0,67732	Med	0,122	0,116	0,133	-0,01***	0,12	0,124	-0,004*	0,112	0,14	-0,02***	0,130	0,106	0,025***	0,122	0,118	0,004	0,123	0,113	0,01
	V	418,53	D.P.	0,111	0,098	0,134	[0,457]	0,096	0,136	[0,523]	0,215	0,138	[0,426]	0,121	0,087	[0,573]	0,111	0,114	[0,529]	0,114	0,083	[0,516]
	z	15,411	Min.	0	0	0		0	0		0	0		0,000	0,000		0,000	0,000		0,000	0,000	
	Prob>z	0	Max	1,756	0,998	1,756		0,998	1,756		0,84	1,756		1,756	0,908		1,756	0,898		1,756	0,691	
FCO	W	0,77325	Med	0,021	0,046	-0,03	0,078***	0,051	-0,04	0,092***	0,056	-0,05	0,105***	0,026	0,011	0,015***	0,017	0,046	-0,028	0,025	-0,014	0,039***
	V	294,109	D.P.	0,116	0,104	0,121	[0,736]	0,098	0,123	[0,776]	0,079	0,141	[0,822]	0,119	0,108	[0,550]	0,108	0,162	[0,403]	0,117	0,097	[0,628]
	z	14,51	Min.	-1,92	-1,92	-1,46		-1,92	-1,46		-0,33	-1,92		-1,457	-1,918		-1,457	-1,918		-1,918	-0,848	
	Prob>z	0	Max	0,852	0,852	0,273		0,852	0,273		0,565	0,852		0,852	0,244		0,852	0,565		0,852	0,174	
ROE	W	0,08597	Med	0,058	0,132	-0,1	0,229***	0,147	-0,12	0,269***	0,148	-0,12	0,266***	0,059	0,058	0,002***	0,052	0,111	-0,05***	0,067	-0,001	0,069***
	V	1185,55	D.P.	1,275	0,261	2,211	[0,725]	0,239	2,186	[0,747]	0,225	2,164	[0,756]	1,553	0,237	[0,564]	1,341	0,466	[0,434]	1,353	0,323	[0,654]
	z	18,069	Min.	-54,5	-3,09	-54,5		-2,48	-54,5		-2,36	-54,5		-54,520	-3,851		-54,520	-5,988		-54,520	-3,851	
	Prob>z	0	Max	17,91	2,632	17,91		2,632	17,91		2,632	17,91		17,910	1,280		17,910	2,632		17,910	0,441	
MiB	W	0,63482	Med	1,346	1,468	1,09	0,378***	1,498	1,038	0,460***	1,492	1,06	0,432***	1,395	1,249	0,147**	1,356	1,268	0,0883	1,372	1,157	0,216***
	V	473,661	D.P.	0,835	0,955	0,382	[0,627]	0,963	0,292	[0,670]	0,958	0,368	[0,674]	0,939	0,559	[0,526]	0,851	0,687	[0,514]	0,870	0,462	[0,566]
	z	15,727	Min.	0,329	0,329	0,344		0,43	0,329		0,329	0,344		0,329	0,544		0,329	0,559		0,329	0,612	
	Prob>z	0	Max	8,743	8,743	4,471		8,743	3,083		8,743	4,615		8,743	5,065		8,743	5,902		8,743	4,471	
	N	2207	N	2207	1499	708	2207	1481	726	2207	1464	743	2207	1470	737	2207	1965	242	2207	1943	264	2207
	n	277	n	277	183	94	277	183	94	277	183	94	277	175	102	277	235	42	277	236	41	277

Nota, A descrição das variáveis está disponível no Quadro 1. Os símbolos ***, ** e * indicam significância de, respectivamente, 1%, 5% e 10%. Os agrupamentos foram determinados pelos valores médios dos tercios, conforme as equações 1, 2, 3, 4 e 5, calculadas para cada empresa em todo o período de análise. O Market-to-Book de empresas sem negociação na bolsa foi substituído por 1. N refere-se ao número de observações e n, ao número de empresas. Desse modo, a penúltima linha (N) representa o número de observações em cada um dos agrupamentos, e a última linha (n) apresenta o número de empresas em cada grupo. Dif. trata-se da diferença entre os valores médios para cada agrupamento. Os valores entre chaves referem-se à probabilidade de uma empresa selecionada aleatoriamente do primeiro grupo apresentar valores diferentes do segundo grupo.

As diferenças medianas Custo do Capital de Terceiros (Ka) para os agrupamentos relacionados à restrição financeira mostraram-se significativas, sendo que as empresas classificadas como restritas (KZ e FCP) exibem custo do capital de terceiros maior. Tais resultados ocorrem, na medida em que empresas restritas possuem maior nível médio de endividamento, o que, conforme Martinez (2006), pode ser entendido pelo mercado como um indicador de risco, elevando o Custo do Capital. Além disso, Carvalho e Kalatzis (2018), ao analisarem uma amostra de organizações latinas, também observaram que empresas restritas possuíam custos de capital de terceiros mais elevados.

A variável Fluxo de Caixa Operacional em relação ao Ativo Total (FCO) foi menor que zero para as empresas consideradas restritas. Isso significa que os resultados operacionais dessas companhias não são suficientes para cobrir o total dos custos e despesas operacionais. Assim, pode-se inferir que as empresas restritas estão apresentando dificuldades para a geração de caixa por meio de suas operações, por questões associadas à ineficiência operacional. A variável Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE) apresentou resultados coerentes com a análise anterior. Empresas restritas financeiramente apresentaram, em média, rentabilidade negativa no período analisado. A expectativa do mercado em relação ao desempenho futuro das firmas restritas, mensurado pelo *Market-to-Book* (MtB), foi, em média, menor. A análise do teste de mediana evidencia que a diferença entre os grupos é significativa. Esse resultado contraria Kurt (2017), que observou um índice *Market-to-Book* superior para as empresas restritas da amostra de seu estudo. Empresas restritas financeiramente têm sua capacidade de investimentos comprometida, o que afeta seu desempenho presente e futuro. O resultado aqui obtido pode ser considerado um indício de que o mercado brasileiro possa estar captando essas informações relativas à restrição financeira, que refletem tanto no menor valor de mercado das ações, como no maior custo de capital de terceiros.

A segunda parte da análise descritiva apresentada na Tabela 2 consiste na análise das informações das empresas com indícios de gerenciamento de resultados separadas por meio dos índices médios de Alisamento de Resultados (IA) e de Suavização de Resultados (IE). A principal diferença entre esses dois modelos é que o IE mensura a presença de indícios de gerenciamento de resultados por meio da relação entre a covariância da variação do Lucro Líquido e a covariância da variação das Receitas, o que inclui os resultados operacional e não operacional. O modelo IA analisa a relação entre o desvio padrão do Lucro Operacional e o desvio padrão do Fluxo de Caixa Operacional, sendo, portanto, mais restritivo.

A variável referente ao Endividamento Total (PT) foi estatisticamente inferior para as empresas agrupadas por IE, e as diferenças entre as medianas foram não significativas para as empresas agrupadas por IA. Em relação ao Passivo Oneroso (PO), Empréstimos e Financiamento de Longo e de Curto Prazo (EFLP e EFCP), os resultados foram contraditórios. Enquanto as empresas agrupadas como firmas com indícios de alisamento de resultados (IA) apresentaram valores superiores às demais, aquelas com indícios de suavização (IE), valores inferiores. Uma possível explicação para esse resultado é a forma de construção de cada agrupamento. Medeiros e Mota (2016), ao analisarem a influência do endividamento na suavização de resultados em empresas brasileiras, concluíram não ser possível relacioná-lo diretamente à prática de suavização. Na presente análise, não se pode garantir que haja diferenças no nível de endividamento das empresas com indícios ou não de gerenciamento de resultados, dadas as contradições apresentadas. Os resultados são contraditórios, também, para os indicadores financeiros ROE e FCO, superiores para as firmas com indícios de suavização (IE), e inferiores para aquelas com indícios de alisamento de resultados (IA).

A diferença mediana da variável Custo do Capital de Terceiros (Ka) se mostrou estatisticamente significativa apenas no agrupamento por índice de alisamento de resultados (IA). O custo médio foi de 13% para as firmas sem indícios, e de 10,6% para as consideradas alisadoras. Conforme a literatura, firmas com menor volatilidade nos lucros são vistas como menos arriscadas, podendo captar recursos a custos menores (Castro & Martinez, 2009; Healy & Wahlen, 1999; Zendersky, 2005), argumento que pode explicar os resultados apresentados.

A expectativa futura, avaliada pelo mercado e mensurada por meio do *Market-to-Book*, foi menor para as empresas agrupadas pela média do IA. Esse resultado é interessante, na medida em que o valor de mercado é influenciado pela expectativa futura de capacidade de geração de caixa, que, por sua vez, depende da capacidade presente. Desse modo, esperava-se que firmas em melhores condições de geração de caixa fossem avaliadas positivamente pelo mercado em relação a seu futuro. Esse resultado pode indicar que o mercado de capitais brasileiro consegue captar a existência de alisamento de resultados.

O último agrupamento da Tabela 2 buscou analisar os indicadores das empresas que apresentavam, concomitantemente, indícios de gerenciamento de resultados e de restrição financeira. Observou-se endividamento superior para as restritas e com indícios de gerenciamento para todas as variáveis de endividamento. Essas empresas são menores, mas apresentam uma quantidade de ativos tangíveis 20 pontos percentuais superior à média. Constatou-se também maior dificuldade para geração de caixa por meio das operações e rentabilidade negativa, ou seja, tais empresas apresentaram prejuízos e resultados operacionais, em média, negativos. Adicionalmente, foram avaliadas pelo mercado de forma menos positiva, dado que seu o valor médio de *Market-to-Book* foi de 1,157 enquanto as demais apresentaram 1,372. O indicador representativo do Custo do Capital de Terceiros foi o único não estatisticamente distinto para os dois grupos. Embora não permitam conclusões mais assertivas em se tratando de relação causal entre a restrição financeira, gerenciamento de resultados e a estrutura de capital das empresas, esses resultados indicam que, quando concomitantes, esses fatores podem afetar tanto o nível de endividamento quanto o desempenho das firmas.

4.1 Análise da regressão em Painel Curto

Empregou-se a análise de regressão com dados em painel com o intuito de investigar o impacto do gerenciamento de resultados e das restrições financeiras sobre o endividamento das empresas brasileiras, conforme modelos representados pelas Equações 6 e 7. Para isso, os coeficientes foram estimados por meio dos modelos de dados empilhados com erros-padrão robustos com agrupamento no nível do indivíduo (POLS), Efeitos Fixos (FE) e Efeitos Aleatórios (RE). O modelo de Efeitos Fixos mostrou-se o mais adequado aos propósitos deste estudo, comparando-o aos demais, conforme resultados obtidos por meio dos testes de Breusch-Pagan, F de Chow e de Hausman. Assim, estimou-se a opção robusta para o modelo de Efeitos Fixos, com o propósito de agregar mais robustez à análise.

Observa-se na Tabela 3 que a variável independente Tamanho (Tam) mostra-se significativa para os modelos que utilizam como variáveis dependentes Passivo Oneroso (PO) e Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo (EFLP). Essa relação positiva pode ser explicada pelo fato de companhias maiores apresentarem mais facilidade de acesso ao crédito, por serem mais conhecidas e tradicionais. O resultado é consistente com o obtido por Albanez (2012) e Castro e Martinez (2009), para os quais empresas maiores possuem relação positiva com o endividamento pela possibilidade de mostrarem-se mais seguras e com menor risco de falência. Pellicani (2011), ao analisar o endividamento total e o tamanho das empresas brasileiras, também verifica que firmas maiores são as mais endividadas e destaca que estas podem depender mais do crédito externo, o que explicaria tal resultado. Além disso, Albanez (2012) sustenta que empresas maiores apresentam menor assimetria de informações.

A tangibilidade pode ser relacionada positivamente com o endividamento, uma vez que bens tangíveis podem ser dados em garantia, facilitando o acesso a empréstimos e financiamentos e reduzindo o risco (Almeida & Campello, 2007; Hall, 2012; Korajczyk & Levy, 2003; Rajan & Zingales, 1995). Os resultados obtidos nos três modelos utilizados neste trabalho não indicaram significância estatística para a variável Tangibilidade, divergindo da literatura predominante. Correa et al. (2013) e Giannini (2018), ao analisarem amostras de empresas brasileiras, obtiveram resultado

semelhante, considerando que este pode estar relacionado com a inadequação dos valores dos ativos tangíveis.

O coeficiente da variável Custo de Capital de Terceiros (K_a) foi positivo e estatisticamente significativo para os Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (EFCP). Considerando que o Custo do Capital de Terceiros é determinado pela relação entre Despesas Financeiras e Passivo Oneroso médio, esse resultado pode ser um indício de que um aumento nos juros de longo prazo teria provocado uma busca por recursos de curto prazo que, por representarem menor risco, podem ser ligeiramente mais baratos.

Tabela 3

Modelos de Regressão estimado por Efeitos Fixos robustos clusterizados

	Passivo Oneroso (PO)		Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (EFCP)		Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo (EFLP)	
<i>TAM</i>	0,075*** (0,018)	0,079*** (0,018)	0,004 (0,008)	0,006 (0,009)	0,063*** (0,016)	0,064*** (0,016)
<i>Tang</i>	-0,016 (0,028)	-0,018 (0,028)	-0,009 (0,015)	-0,011 (0,016)	0 (0,024)	0,001 (0,024)
<i>Ka</i>	-0,015 (0,06)	-0,012 (0,06)	0,035** (0,017)	0,039** (0,017)	-0,019 (0,035)	-0,019 (0,035)
<i>FCO</i>	-0,157*** (0,055)	-0,164*** (0,054)	-0,015 (0,027)	-0,017 (0,027)	-0,051* (0,026)	-0,052** (0,026)
<i>ROE</i>	-0,003*** (0)	-0,003*** (0)	-0,001 (0,001)	-0,001 (0,001)	-0,002*** (0,001)	-0,002*** (0,001)
<i>MtB</i>	0,004 (0,007)	0,004 (0,007)	-0,007*** (0,003)	-0,007*** (0,003)	0 (0,005)	0 (0,005)
<i>bIA</i>	0,001 (0,007)		-0,004 (0,004)		0,006 (0,006)	
<i>bIE</i>		0,001 (0,006)		-0,006 (0,004)		-0,006 (0,006)
<i>bKZ</i>	0,054*** (0,009)	0,044*** (0,009)	0,026*** (0,006)	0,018*** (0,006)	0,004 (0,007)	0,005 (0,007)
<i>bIA*bKZ</i>	-0,035*** (0,011)		-0,016** (0,007)		-0,006 (0,01)	
<i>bIE*bKZ</i>		-0,005 (0,01)		0,013 (0,008)		-0,009 (0,009)
Cons	-0,035 (0,116)	-0,059 (0,115)	0,065 (0,057)	0,054 (0,058)	-0,206* (0,105)	-0,204* (0,105)
N	2.154	2.154	2.154	2.154	2.154	2.154
n	277	277	277	277	277	277
R ² (ove)	0,241	0,238	0,088	0,084	0,237	0,235
R ² (bet)	0,252	0,243	0,142	0,144	0,253	0,251
R ² (wit)	0,116	0,107	0,041	0,035	0,035	0,037
Sig, F	31,07	30,128	3,872	3,733	4,189	4,258
Prob > F	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Nota. Estimativas realizadas com o emprego do modelo de regressão com dados em painel. Os modelos foram estimados conforme as Equações 6 e 7. As variáveis dependentes foram Passivo Oneroso (PO), Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (EFCP) e de Longo Prazo (EFLP) em relação ao Ativo Total. O *Market-to-Book* de empresas sem negociação na bolsa foi substituído por 1. A descrição detalhada de cada uma das variáveis encontra-se no Quadro 1. Os símbolos ***, ** e * indicam significância de, respectivamente, 1%, 5% e 10%. Os erros-padrão estão reportados entre parênteses. E a seleção dos modelos para análise foi realizada com o emprego dos testes de *Breusch-Pagan (BP)*, *F de Chow (Chow)* e de *Hausman (Hausman)*.

Pela Teoria *Pecking Order* haveria preferência, inicialmente, pelos recursos gerados internamente, mas não havendo essa disponibilidade, a segunda opção seria a aquisição de dívidas e, por último, a emissão de ações (Myers, 1977). Graham e Harvey (2001) encontraram evidências que

sustentam a teoria e constataram que esta é relativamente importante para empresas menores. Orlova et al. (2020), por sua vez, observaram que a diminuição do fluxo de caixa pode aumentar a alavancagem. A Tabela 3 mostra que o Fluxo de Caixa Operacional (FCO) apresenta relacionamento negativo com as variáveis dependentes Passivo Oneroso (PO) e Empréstimos e Financiamentos de Longo Prazo (EFLP). A disponibilidade de recursos internos, portanto, provoca redução no endividamento das empresas.

O ROE, determinado pela relação entre Lucro Líquido e Patrimônio Líquido, foi negativo e significativo para explicar o PO e EFLP. Isso pode indicar que quanto mais rentável uma empresa, menor será sua alavancagem, já que seus acionistas tendem a preferir a retenção dos lucros como forma de reinvestimentos. Além disso, o ROE também pode ser associado à capacidade de geração de caixa. De acordo com Myers (1984), os gestores tendem a preferir a utilização de recursos gerados internamente.

A variável *Market-to-Book* (MtB), representativa do valor de mercado e *proxy* para oportunidades de crescimento, mostrou-se negativa e significativa somente em relação a Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (EFCP). Para as demais variáveis dependentes, considerando somente os modelos de Efeito Fixo Robusto Clusterizados, os resultados não foram estatisticamente significativos.

Para analisar especificamente o impacto do gerenciamento de resultados incluíram-se nos modelos de regressão, conforme as Equações 6 e 7, duas variáveis binárias, representadas por *bIA* e *bIE*. A variável *bIA* recebe 1 se a empresa, de acordo com o modelo de Eckel (1981), apresenta indícios de alisamento de resultados em determinado ano, e zero, se não. A variável *bIE*, por sua vez, recebe 1 se a firma no ano de análise apresentou indícios de práticas de suavização de resultados, e zero, caso contrário. Observa-se na Tabela 3 que nenhuma das duas variáveis empregadas como *proxy* para a mensuração de indícios de gerenciamento de resultados foi significativa. Estudos que analisaram o impacto do endividamento na suavização de resultados argumentam que as empresas gerenciam resultados para se apresentarem menos arriscadas, conseguindo, assim, financiamentos mais acessíveis (Healy & Wahlen, 1999; Martinez, 2001; Zendersky, 2005). Este estudo, no entanto, não obteve evidências de que o gerenciamento de resultados impacta o endividamento de empresas brasileiras. É importante resgatar os resultados dos testes de média, que apresentam resultados divergentes quando foram separadas as empresas com indícios de gerenciamento de resultados por meio dos valores médios de cada, para os modelos IA e IE. Esses resultados corroboram a interpretação de que não se pode afirmar que o endividamento das empresas brasileiras é afetado pela suavização de resultados, embora os valores medianos de cada agrupamento sejam diferentes.

A restrição financeira, por sua vez, foi mensurada pela variável *bKZ*, que recebe 1 quando a firma apresenta características que permitam identificá-la com restrição, conforme Kaplan e Zingales (1997) e Lamont et al. (2001) e zero, quando não. Observa-se na Tabela 3 um relacionamento positivo e significativo entre a variável binária representativa da restrição financeira (*bKZ*) e o endividamento mensurado por meio do Passivo Oneroso (PO) e dos Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo (EFCP). Esses resultados podem indicar que empresas restritas tendem a apresentar maior alavancagem financeira. De acordo com Fazzari et al. (1988), devido aos riscos financeiros provocados pelo endividamento e comprometimento dos caixas futuros, empresas alavancadas podem ser apresentadas como restritas. Essa conclusão é coerente com a obtida por Schauer et al. (2019), quando afirmam que empresas restritas se mostram mais endividadas, tendem a usar seus ativos tangíveis como garantia para a obtenção de crédito ou a quitação das dívidas e se apresentam menos rentáveis. Embora a variável Tangibilidade não tenha sido significativa, a análise descritiva indica que as empresas restritas apresentam maior volume de ativos intangíveis e rentabilidade média negativa.

Por fim, para investigar o impacto do gerenciamento de resultados e das restrições financeiras no endividamento das empresas brasileiras foram incluídas variáveis de interação entre as duas medidas relacionadas a gerenciamento de resultado (*bIA* e *bIE*) e a medida de restrição financeira

(*bKZ*). O fato de as empresas apresentarem, simultaneamente, indícios de suavização de resultados e de restrição financeira (*bIE*bKZ*) não foi significativo para nenhum dos três modelos analisados. Por sua vez, a interação da restrição financeira com o alisamento de resultados (*bIA*bKZ*) mostrou-se negativa e estatisticamente significativa para explicar as variáveis dependentes Passivo Oneroso (PO) e Empréstimos e Financiamento de Curto Prazo (EFCP). Desse modo, afirma-se, com base nos resultados deste estudo, que a restrição financeira aliada ao alisamento de resultados apresentam relacionamento negativo com o endividamento das firmas brasileiras de capital aberto. Esse resultado, no entanto, foi oposto ao esperado, o de que as empresas restritas seriam estimuladas a gerenciar seus resultados com finalidade de obter maior acessibilidade ao crédito, na medida em que esperava-se uma relação positiva e significativa. Esse comportamento deveria ocorrer, pois conforme Zendersky (2005), gestores de empresas em situação de restrição financeira podem manipular resultados para atenuar a percepção dos investidores quanto ao risco. Uma possível explicação para os resultados inesperados obtidos neste estudo, seria o fato de empresas em situação de restrição financeira serem alvos de um nível maior de monitoramento por parte dos credores. Com isso, agentes do mercado seriam mais sensíveis a manipulações discricionárias dos números contábeis, restringido o fornecimento de crédito ou aumentando o custo de novos empréstimos, ao perceberem indícios de manipulação discricionária das informações financeiras.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A variabilidade nos resultados das empresas pode ser compreendida pelos usuários de informações financeiras como um indicador de risco, afetando o acesso ao crédito e, conseqüentemente, as decisões de investimento, o desempenho das firmas e a estrutura de capital. Com o intuito de atenuar essa percepção, gestores podem ser estimulados a tomar decisões de reconhecimento contábil incoerentes com a realidade econômica das firmas, manipulando de forma discricionária os seus resultados. A partir desse contexto, este estudo teve como objetivo principal investigar o impacto do gerenciamento de resultados e das restrições financeiras no endividamento das empresas brasileiras.

Para isso, coletaram-se na base de dados Economática® dados financeiros de 277 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, de 2011 a 2018, perfazendo uma amostra com 2.207 observações. Com base no teste não paramétrico de Mann-Whitney, analisou-se a hipótese de igualdade da mediana dos indicadores financeiros de empresas agrupadas em firmas com ou sem indícios de gerenciamento de resultados e aquelas com restrição financeira. Por meio de modelos de regressão multivariada em painel, estimada por Efeitos Fixos com Erros-padrão Robustos Clusterizados, testou-se a hipótese de que o gerenciamento de resultados, aliado à presença de restrição financeira, podem afetar o nível de endividamento das empresas.

Os resultados das estatísticas descritivas mostraram que as empresas consideradas restritas financeiramente são mais endividadas, apresentam maior percentual de ativos tangíveis e custo de capital de terceiros mais elevado. Além disso, os testes não paramétricos de diferenças de medianas demonstraram que as empresas classificadas como restritas financeiramente exibem rentabilidade média negativa, apresentam dificuldades de gerar caixa e são avaliadas de forma menos positiva no mercado, em termos de perspectiva futura de crescimento. Importante destacar que, embora tenham sido empregados três diferentes modelos para agrupar as empresas em restritas ou não, as estatísticas descritivas e os testes não paramétricos mostraram-se, em sua maioria, coerentes.

Empresas com indícios de gerenciamento agrupadas pelos modelos de alisamento de resultados (IA) ou suavização de resultados (IE) apresentaram resultados conflitantes em termos de valores médios. Observou-se um endividamento médio maior para as empresas agrupadas por meio dos valores médios do índice de alisamento de resultados (IA). Por outro lado, para as empresas classificadas por meio do indicador de suavização de resultados (IE) entre as firmas com indícios de alisamento, o Passivo Oneroso, assim como os Empréstimos e Financiamentos de Curto e Longo

Prazo médios foram inferiores. Resultados contraditórios também foram encontrados em relação à Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) e ao Fluxo de Caixa. O Custo do Capital de Terceiros foi menor para as empresas com indícios de alisamento de resultados (IA). Assim como as empresas restritas, foram avaliadas de forma menos positiva pelo mercado. O fato de as estatísticas descritivas das empresas, separadas entre aquelas com indícios de gerenciamento de resultados, apresentarem informações conflitantes, a depender da forma como o gerenciamento de resultados foi mensurado, pode ser considerado um aspecto importante. Se os modelos IA e IE têm como finalidade identificar o mesmo aspecto, os resultados deveriam ser convergentes.

Analisando as empresas com características simultâneas de gerenciamento de resultados e restrição financeira, verifica-se, por meio da análise descritiva, que são mais endividadas, de menor porte, possuem maior percentual de ativos tangíveis, apresentam maior dificuldade para geração de caixa por meio das operações e rentabilidade média negativa, além de apresentarem indicador *Market-to-Book* médio menor que as demais firmas.

Na sequência, a fim de verificar se a presença simultânea de indícios de gerenciamento de resultados e de restrição financeira afetava o nível de endividamento, aspecto central deste estudo, empregou-se a análise multivariada de dados em painel. Além disso, o gerenciamento de resultados e a presença de restrição financeira foram controlados por meio do emprego de variáveis binárias. Com base nos modelos estimados, entretanto, não foi possível concluir sobre o relacionamento entre alisamento de resultados e as variáveis dependentes relativas ao endividamento para nenhum dos modelos analisados. Há na literatura estudos demonstrando que o endividamento provoca estímulos ao gerenciamento de resultados. Assim, empresas endividadas tenderiam a suavizar seus lucros com o intuito de se apresentar menos arriscadas.

Os resultados obtidos neste estudo, entretanto, não apresentam indícios de que a suavização dos lucros de forma isolada impacta o endividamento das empresas brasileiras. Em relação à variável binária representativa da condição de restrição financeira, concluiu-se haver relação positiva e estatisticamente significativa entre a presença da restrição e o endividamento das firmas brasileiras (Passivo Oneroso e Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo), ou seja, empresas restritas tendem a apresentar um percentual de endividamento superior. Os resultados dos testes de diferenças de média aparentam coerência nesse sentido, pois, em média, as empresas restritas se mostraram as mais endividadas, com custo médio de capital de terceiros superior, menor valor de mercado e rentabilidade negativa. Observe-se que a relação positiva entre restrição e endividamento é contrária à hipótese formulada neste estudo, a de que a restrição financeira impactaria de forma negativa o endividamento. É importante destacar, entretanto, que em relação ao endividamento de longo prazo, o resultado não foi significativo. Assim, os resultados apresentados neste trabalho podem ser considerados indícios de que as empresas brasileiras em situação de restrição financeira são mais dependentes de recursos de curto prazo para a realização de investimentos de longa maturação e, em média, apresentam custo de captação superior.

O objetivo deste estudo, de investigar o impacto do gerenciamento de resultados e das restrições financeiras sobre o endividamento das empresas brasileiras, foi obtido por meio da análise de variáveis de interação que controlam ambas as características. Observou-se que o fato de as empresas serem restritas e apresentarem ao mesmo tempo indícios de alisamento de resultados impacta negativamente o endividamento (PO e EFCP). Assim, a hipótese central, de que o gerenciamento de resultados, combinado com a presença de restrição financeira, afetam o endividamento e a estrutura de capital das empresas brasileiras, foi comprovada. No entanto, o sinal do coeficiente da variável de interação foi o contrário do formulado na hipótese do estudo. Anteriormente, argumentou-se que a restrição financeira de forma isolada impactava positivamente o endividamento de curto prazo e o passivo oneroso. O gerenciamento de resultados, por sua vez, isoladamente não apresentou significância com nenhuma variável de endividamento. Além disso, quando essas características são combinadas, ou seja, com a presença simultânea de restrição e indícios de gerenciamento, verifica-se um relacionamento negativo e significativo associado ao

endividamento oneroso e aos empréstimos e financiamentos de curto prazo, mas não significativo em relação ao endividamento de longo prazo. Empresas em situação de restrição financeira sofrem um maior nível de monitoramento e, talvez por isso, seus potenciais credores são mais sensíveis à manipulação discricionária dos números contábeis, reagindo, assim, de forma negativa aos indícios de manipulação desses dados.

Os resultados obtidos contribuem para o debate a respeito dos determinantes do endividamento de empresas brasileiras e para o entendimento do impacto da restrição financeira e do gerenciamento de resultados na estrutura de seu capital. Também contribuem para a discussão teórica aqui apresentada, em relação ao debate sobre a importância da qualidade das informações financeiras e suas possíveis consequências econômicas. Embora este estudo apresente como diferencial a análise simultânea da presença de restrição financeira e do gerenciamento de resultados, verifica-se a necessidade de um exame mais aprofundado dos determinantes do gerenciamento de resultados e a adequação dos modelos existentes à realidade brasileira. Fica como sugestão para estudos futuros a investigação dos motivos pelos quais os indicadores financeiros das empresas com indícios de alisamento ou suavização de resultados apresentam resultados divergentes.

REFERÊNCIAS

- Albarez, T. (2012). *Efeitos do market timing sobre a estrutura de capital de companhias abertas brasileiras*. Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2012.tde-01112012-195136>
- Albarez, T., & Valle, M. R. D. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6–27. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300002>
- Albarez, T., Valle, M. R. do, & Corrar, L. J. (2012). Fatores institucionais e assimetria informacional: Influência na estrutura de capital de empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 13(2), 76–105. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712012000200004>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429–1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, J. E. F., Sarlo Neto, A., Bastianello, R. F., & Moneque, E. Z. (2012). Effects of income smoothing practices on the conservatism of public companies listed on the BM&FBOVESPA. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 65–75. <https://doi.org/10.1590/s1519-70772012000100005>
- Amiram, D., & Owens, E. (2018). Sign reversal in the relationship between income smoothing and cost of debt. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(1–2), 40–71. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12295>
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1–32. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00414>
- Barton, J. (2001). Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions? *The Accounting Review*, 76(1), 1–26. <https://doi.org/10.2308/accr.2001.76.1.1>
- Carvalho, F. L., & Kalatzis, A. E. G. (2018). Earnings quality, investment decisions, and financial constraint. *Review of Business Management*, 20(4), 573–598. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v0i0.3067>
- Carvalho, F. L., Kalatzis, A. E. G., & Albuquerque, A. A. (2014). The relationship between earnings quality and the probability of efficient investment decisions in Latin America. *Latin American J. of Management for Sustainable Development*, 1(2/3), 229–250. <https://doi.org/10.1504/lajmsd.2014.065481>
- Castro, M. A. R., & Martinez, A. L. (2009). Income smoothing, custo de capital de terceiros e estrutura de Capital no Brasil. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 25–46. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000600004>
- Chang, C-C., Kao, L-H., & Chen, H-Y. (2018). How does real earnings management affect the value of cash holdings? Comparisons between information and agency perspectives. *Pacific-Basin Finance Journal*, 51, 47–64. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.06.001>
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: Análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106–133. <https://doi.org/10.1590/s1678-69712013000400005>

- Costa, C. M., Matte, A. M., & Monte-Mor, D. S. (2018). Endividamento e decisões contábeis: A relação não linear entre dívida e qualidade dos lucros. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2018.137077>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of earnings: The role accruals estimation errors. *The Accounting Review*, 77, 35–59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–255. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115–139. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00004-9)
- Eckel, N. (1981). *Smoothing hypothesis revisited*. *Abacus*, 17(1), 28–40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>
- Elkins, H., Entwistle, G., & Schmidt, R. N. (2021). The influence of opportunistic capital structure disclosure in international financial reporting on nonprofessional investors. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 42, 1–21. <https://doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2021.100378>
- Fávero, L. P. L. (2013). Panel data in accounting and finance: Theory and application. *Brazilian Business Review*, 10(1), 127–149. <https://doi.org/10.15728/bbr.2013.10.1.6>
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 141. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- Giannini, A. G. (2018). *Análise dos fatores determinantes do endividamento das empresas brasileiras do agronegócio listadas na Bovespa (BM&F Bovespa)*. 0–67. Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Instituto de Pesquisa e Ensino. <http://hdl.handle.net/11224/1842>
- Gomes-Tago, E. H., Aranha, A. V., Sassi, C. P., & Carvalho, F. L. (2017). Governança corporativa e suavização de resultados. *Anais XX SemeAd*, São Paulo/SP. https://login.semead.com.br/20semead/anais/resumo.php?cod_trabalho=1172
- Gomes, M. da C., Eça, J. P. A., Moraes, M. B. da C., & Valle, M. R. do. (2021). The relationship between earnings management and equity market timing. *Revista de Administração Contemporânea*, 25(6), 1-16. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2021200289.en>
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)
- Greenawalt, M. B., & Sinkey, J. F. (1988). Bank loan-loss provisions and the income-smoothing hypothesis: An empirical analysis, 1976–1984. *Journal of Financial Services Research*, 1(4), 301–318. <https://doi.org/10.1007/BF00235201>
- Hall, T. W. (2012). The collateral channel: Evidence on leverage and asset tangibility. *Journal of Corporate Finance*, 18(3), 570–583. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.12.003>
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7(1), 1–11. <https://www.proquest.com/scholarly-journals/effect-firms-financial-disclosure-strategies-on/docview/208903714/se-2?accountid=201395>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints? *The Quarterly Journal of Economics*, 112(1), 169–215. <https://doi.org/10.1162/003355397555163>
- Konraht, J. M., Soutes, D. O., & Alencar, R. C. de. (2016). A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 8(1), 47–62. <https://doi.org/10.5380/rcc.v8i1.38219>

- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: Macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75–109. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00249-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00249-0)
- Kurt, A. C. (2017). How do financial constraints relate to financial reporting quality? Evidence from seasoned equity offerings. *European Accounting Review*, 27(3), 527–557. <https://doi.org/10.1080/09638180.2017.1279556>
- Lamont, O., Polk, C., & Saa-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *Review of Financial Studies*, 14(2), 529–554. <https://doi.org/10.1093/rfs/14.2.529>
- Leite, M., Savariz, C. R., & Silva, T. P. da. (2018). Influência da assimetria de informação na estrutura de capital em empresas brasileiras. *Desafio Online*, 6(3), 388–409. <https://periodicos.ufms.br/index.php/deson/article/view/5832>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lima, G. A. S. F. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-26112007-165145/pt-br.php>
- Martinez, A. L. (2001). *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: Estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese de Doutorado em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. <https://doi.org/10.11606/T.12.2002.tde-14052002-110538>
- Martinez, A. L. (2006). Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: Estudo empírico do income smoothing no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 2(1), 9–25. <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/107>
- Medeiros, J. T., & Mota, R. H. G. (2016). Análise da influência do endividamento na suavização de resultados das empresas listadas na BM&Fovespa. *Anais Congresso ANPCONT*, Ribeirão Preto/SP. <http://anpcont.org.br/pdf/2016/CUE381.pdf>
- Medeiros, N. C. D. de, Carvalho, F. D. M., Chain, C. P., Benedicto, G. C. de, & Silva, W. S. da. (2018). Estrutura de capital e assimetria de informação: Um estudo em empresas brasileiras de capital aberto dos setores têxtil e de energia elétrica. *Revista de Administração da UFSM*, 11(2), 268-289. <https://doi.org/10.5902/1983465913257>
- Mendes, C., & Rodrigues, L. (2006). Estudo de práticas de earnings management nas empresas portuguesas cotadas em bolsa: Identificação de alisamento de resultados e seus factores explicativos. *Tékhnē - Revista de Estudos Politécnicos*, (5–6), 145–173. http://scielo.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-99112006000100008&lng=pt&tlng=pt
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *National Bureau of Economic Research*. <https://doi.org/10.3386/w1396>
- Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574–592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Orlova, S., Harper, J. T., & Sun, L. (2020). Determinants of capital structure complexity. *Journal of Economics and Business*, 110. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2020.105905>
- Pellicani, A. D. (2011). *Governança corporativa e restrição financeira nas decisões de investimento*. Dissertação de Mestrado em Economia, Organizações e Gestão do Conhecimento, Universidade de São Paulo. <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/18/18157/tde-16032011-092421/pt-br.php>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some Evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>

- Schauer, C., Elsas, R., & Breitkopf, N. (2019). A new measure of financial constraints applicable to private and public firms. *Journal of Banking, & Finance*, 101, 270–295.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.01.008>
- Shoib, A., & Siddiqui, M. A. (in press). Earnings management and theoretical adjustment in capital structure performance pattern: Evidence from APTA economies. *Borsa Istanbul Review*.
<https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.12.001>
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355.
<https://doi.org/10.2307/1882010>
- Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 26, 127–150. <https://doi.org/10.2307/2491184>
- Whited, T. M., & Wu, G. (2006). Financial constraints risk. *Review of Financial Studies*, 19(2), 531–559.
<https://doi.org/10.1093/rfs/hhj012>
- Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil: Estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. São Paulo: Atlas.
- Zendersky, C. H. (2005). *Gerenciamento de resultados em instituições financeiras no Brasil – 2000 a 2004*. 134. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação. <https://repositorio.unb.br/handle/10482/39207>