

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE MARINGÁ (UEM)
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS (CSA)
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS (DCC)
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIA CONTÁBEIS (PCO)
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: CONTROLADORIA

LEONARDO GONÇALVES ROSSINI

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS, ROTATIVIDADE DA ALTA
ADMINISTRAÇÃO E RECUPERAÇÃO JUDICIAL:
CONEXÕES OU ACASO?**

MARINGÁ
2024

LEONARDO GONÇALVES ROSSINI

**GERENCIAMENTO DE RESULTADOS, ROTATIVIDADE DA ALTA
ADMINISTRAÇÃO E RECUPERAÇÃO JUDICIAL:
CONEXÕES OU ACASO?**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, área de concentração Controladoria, da Universidade Estadual de Maringá como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador(a): Prof(a). Dr(a). Simone Leticia Raimundini Sanches

MARINGÁ
2024

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Biblioteca Central - UEM, Maringá - PR, Brasil)

R835g	Rossini, Leonardo Gonçalves Gerenciamento de resultados, rotatividade da alta administração e recuperação judicial : conexões ou acaso? / Leonardo Gonçalves Rossini. -- Maringá, PR, 2025. 86 f. : il. color., figs., tabs. Orientadora: Profa. Dra. Simone Letícia Raimundini Sanches. Dissertação (mestrado) - Universidade Estadual de Maringá, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Departamento de Ciências Contábeis, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2025. 1. Recuperação judicial. 2. Governança corporativa. 3. Gerenciamento de resultados. 4. Financial distress. 5. Rotatividade da alta administração. I. Sanches, Simone Letícia Raimundini, orient. II. Universidade Estadual de Maringá. Centro de Ciências Sociais Aplicadas. Departamento de Ciências Contábeis. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título. CDD 23.ed. 657.1
-------	---

Márcia Regina Paiva - CRB-9/1267



Universidade Estadual de Maringá | UEM

PROGRAMA DE
PÓS-GRADUAÇÃO
EM CIÊNCIAS
CONTÁBEIS



Av. Colombo, 5790, Bloco B-12, 1º andar
Maringá/PR | CEP 87020-900

www.pco.uem.br

sec-pco@uem.br

44 3011.6025

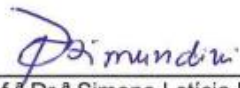
ATA DE DEFESA PÚBLICA

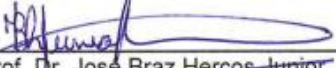
Aos dezoito dias do mês de dezembro do ano de dois mil e vinte e quatro, às 14h00min., no Bloco B-12, sala 015, realizou-se, no *Campus* Sede da Universidade Estadual de Maringá, a Defesa Pública da Dissertação de Mestrado, sob o título: **“Gerenciamento de Resultados, Rotatividade da Alta Administração e Recuperação Judicial: Conexões ou Acaso?”**, de autoria de **Leonardo Gonçalves Rossini**, aluno do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – Mestrado – Área de Concentração: Controladoria - Linha de pesquisa em Contabilidade para Usuários Externos. A Banca Examinadora foi composta pelos professores:

Membros da Banca	Função	IES
Prof.ª Dr.ª Simone Letícia Raimundini Sanches	Presidente	PCO/UEM
Prof. Dr. José Braz Hercos Junior	Examinador	PCO/UEM
Prof. Dr. Renato Henrique Gurgel Mota	Examinador Convidado	UFRN
Prof.ª Dr.ª Simone Evangelista Fonseca	Examinadora Convitada	UFOP

Concluídos os trabalhos de apresentação e arguição, o aluno foi **APROVADO** pela Banca Examinadora. A validação da aprovação na Defesa Pública está condicionada à aluna apresentar a versão definitiva da Dissertação, no prazo de 60 (sessenta) dias, de acordo com Art. 72 da Resolução nº 095/2018-CI/CSA, para a expedição do Diploma de Mestre. Para constar, a presente Ata foi lavrada e assinada pelo Coordenador do Programa e pelos membros da Banca Examinadora.

Maringá Pr., 19 de dezembro de 2024.


Prof.ª Dr.ª Simone Letícia Raimundini Sanches
(Presidente)


Prof. Dr. José Braz Hercos Junior
(Examinador)



Documento assinado digitalmente

RENATO HENRIQUE GURGEL MOTA

Data: 10/03/2025 21:57:09-0300

Verifique em <https://validar.it.gov.br>

Prof. Dr. Renato Henrique Gurgel Mota
(Examinador Convidado – UFRN)



Documento assinado digitalmente

SIMONE EVANGELISTA FONSECA

Data: 11/03/2025 13:20:30-0300

Verifique em <https://validar.it.gov.br>

Prof.ª Dr.ª Simone Evangelista Fonseca
(Examinadora Convitada – UFOP)


PROF. DR. ROMILDO DE OLIVEIRA MORAES
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em
Ciências Contábeis

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos profissionais da área contábil, cuja dedicação e ética impulsionam a qualidade das informações contábeis e o fortalecimento da governança corporativa; aos futuros alunos, cuja curiosidade e determinação perpetuam a busca pelo conhecimento e a contínua evolução da contabilidade; e, sobretudo, ao desenvolvimento da ciência, farol incansável que guia a humanidade rumo ao aprimoramento intelectual e à construção de um futuro mais transparente, justo e sustentável.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, pela oportunidade de me especializar e crescer profissionalmente, iluminando cada escolha e passo dado ao longo deste percurso.

A minha família e amigos, por apoiar minhas decisões com carinho, paciência e compreensão, fornecendo a base sólida que me permitiu enfrentar os desafios desta jornada.

Aos professores que contribuíram direta e indiretamente para o meu desenvolvimento acadêmico e pessoal. Em especial, agradeço aos Professores Edwin Cardoza, Romildo de Oliveira Moraes, Reinaldo Rodrigues Camacho, Joyce Menezes da Fonseca Tonin, Marcelo Marchine Ferreira e José Braz Hercos Junior, que ministraram aulas extremamente relevantes, ampliando meus horizontes e consolidando conhecimentos fundamentais ao meu aprimoramento.

Ao Professor Renato Henrique Gurgel Mota e, de modo especial, ao Professor José Braz Hercos Junior, que avaliaram meu trabalho durante o processo de qualificação, dedicando seu tempo e expertise. Sou especialmente grato ao Professor José Braz Hercos Junior pelo auxílio inestimável no desenvolvimento da modelagem estatística, contribuindo significativamente para a qualidade desta pesquisa.

Um agradecimento singular à minha orientadora, Simone Leticia Raimundini Sanches, excelente professora e mentora, cuja orientação, paciência e incentivo foram indispensáveis. Sua orientação iluminou meu caminho, tornando possível a evolução do projeto e o aprofundamento de minhas competências.

Finalmente, agradeço aos meus colegas, com quem compartilhei momentos de estudo, desafios e descobertas. A troca de conhecimentos e experiências ao longo desses dois anos de mestrado foi fundamental, não apenas para o meu crescimento acadêmico, mas também para o meu amadurecimento enquanto indivíduo.

Rossini, L. G. (2024). Gerenciamento de Resultados, Rotatividade da Alta Administração e Recuperação Judicial: Conexões ou Acaso? Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Estadual de Maringá, Maringá, PR, Brasil.

RESUMO

O estudo analisa a relação entre a rotatividade da alta administração, o gerenciamento de resultados e o pedido de recuperação judicial em empresas brasileiras listadas na B3, buscando verificar a existência de associações estatisticamente significativas entre esses fatores. Para tanto, foi empregada análise de regressão logística (logit) sobre dados de 50 empresas, divididas igualmente entre um grupo experimental (25 empresas que ingressaram em processo de recuperação judicial) e um grupo de controle (25 empresas sem histórico de recuperação). As informações foram obtidas a partir dos Formulários de Referência (FRE) e da base Refinitiv®. Foram consideradas as posições-chave da alta gestão (CEO, CFO, demais diretores, membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal, comitês e auditoria interna) e analisadas práticas de gerenciamento de resultados segundo os modelos M-Score de Beneish (1999b) e F-Dechow de Dechow et al. (2011). Os resultados indicaram que a rotatividade da alta administração está positivamente associada à condição de empresas em recuperação judicial, evidenciando falhas sucessivas no sistema de governança corporativa previamente ao pedido de recuperação. Por outro lado, observou-se uma relação negativa entre a rotatividade da alta administração e a prática de gerenciamento de resultados, sugerindo que, diante de situação financeira adversa, não há incentivos para mascarar o desempenho econômico-real dessas companhias. Conclui-se, assim, que o aumento na rotatividade gerencial é um indicador relevante da probabilidade de ingresso em recuperação judicial, reforçando a importância do fortalecimento da governança corporativa e da transparência contábil no contexto brasileiro, visando mitigar riscos de colapso financeiro.

Palavras-chave: recuperação judicial; financial distress; gerenciamento de resultados; governança corporativa; rotatividade da alta administração.

Rossini, L. G. (2024). *Earnings management, top management turnover, and judicial reorganization: Connections or coincidence?* Master's Dissertation in Accounting Sciences. State University of Maringá, Maringá, PR, Brazil.

ABSTRACT

Taking these insights into account, this study examines the relationship between top management turnover, earnings management, and filing for judicial reorganization among Brazilian companies listed on the B3 stock exchange, aiming to identify statistically significant associations between these factors. To this end, a logistic regression (logit) analysis was performed using data from 50 companies equally divided into an experimental group (25 firms undergoing judicial reorganization) and a control group (25 firms with no history of reorganization). The data were obtained from the Reference Forms (FRE) and the Refinitiv® database. Key top management positions (CEO, CFO, other directors, members of the Board of Directors, Fiscal Council, committees, and internal audit) were considered, and earnings management practices were evaluated using Beneish's (1999b) M-Score and Dechow et al.'s (2011) F-Dechow models. The results indicated that top management turnover is positively associated with companies undergoing judicial reorganization, evidencing successive failures in corporate governance prior to the reorganization filing. On the other hand, a negative relationship was observed between top management turnover and earnings management practices, suggesting that, in the face of adverse financial conditions, managers have no incentive to conceal the companies' actual economic performance. It is thus concluded that increased managerial turnover is a relevant indicator of the likelihood of entering judicial reorganization, reinforcing the importance of strengthening corporate governance and accounting transparency in Brazil to mitigate the risks of financial collapse.

Keywords: judicial reorganization; financial distress; earnings management; corporate governance; top management turnover.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Desenho da Pesquisa.....	19
Figura 2 - Rotatividade da Alta Administração.....	46
Figura 3 - Rotatividade do Diretor-Presidente (CEO).....	48
Figura 4 - Rotatividade do Diretor Financeiro (CFO).....	50
Figura 5 - Rotatividade da Diretoria em Geral	51
Figura 6 - Rotatividade do Conselho de Administração.....	53
Figura 7 - Rotatividade do Conselho Fiscal	55
Figura 8 - Rotatividade dos Comitês Internos	57
Figura 9 - Rotatividade da Auditoria Independente	58

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Desenvolvimento histórico de modelos de gerenciamento de resultados	25
Tabela 2 - Descrição dos Indicadores Contábeis.....	27
Tabela 3 - Hipóteses de Estudo	29
Tabela 4 - Companhias abertas categorizadas com recuperação judicial.....	31
Tabela 5 - Composição dos FREs por setor econômico	32
Tabela 6 - Detalhamento da Composição do modelo M-Score.....	37
Tabela 7 - Interpretação do M-Score	38
Tabela 8 - Detalhamento das variáveis que compõem o modelo F-Dechow	38
Tabela 9 - Interpretação do F-Dechow	39
Tabela 10 - Teste Shapiro-Wilk.....	40
Tabela 11 - Matriz de correlação das variáveis independentes	41
Tabela 12 - Matriz de correlação das variáveis de controle	42
Tabela 13 - Comando "estat class"	43
Tabela 14 - Comando "linktest"	44
Tabela 15 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade da Alta Administração.....	47
Tabela 16 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do CEO.....	49
Tabela 17 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do CFO.....	51
Tabela 18 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do diretoria geral	52
Tabela 19 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do conselho de administração.....	54
Tabela 20 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do conselho fiscal.....	56
Tabela 21 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade dos comitês.....	58
Tabela 22 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade da auditoria independente	59
Tabela 23 - Trimestres com maior ocorrência de rotatividade na amostra experimental.....	60
Tabela 24 - Comparação de indicadores da amostra experimental e de controle.....	61
Tabela 25 - Modelo de regressão logística	63
Tabela 26 - Resultado das Hipóteses H_0 vs H_a	66

LISTA DE ABREVIACÕES E SIGLAS

AIC - *Akaike Information Criterion*
AQI - *Asset Quality Index*
AT – Auditoria Interna
B3 – Brasil, Bolsa, Balcão
CA – Conselho de Administração
CEO - *Chief Executive Officer*
CF – Conselho Fiscal
CFO - *Chief Financial Officer*
CG – Capital de Giro
CNPJ - Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas
COL – Capital Operacional Líquido
CPF – Cadastro de Pessoa Física
CT – Comitês Internos
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
DEPI - *Depreciation Index*
DG – Diretor Geral
DSRI - *Days' Sales in Receivables Index*
FCL – Fluxo da Caixa Livre
FRE – Formulário de Referência
GMI - *Gross Margin Index*
IF – Investimento Financeiro
LVGI - *Leverage Index*
RJ – Recuperação Judicial
ROA – Retorno sobre o Ativo
Rotat_AT – Rotatividade da Auditoria Interna
Rotat_CA – Rotatividade do Conselho de Administração
Rotat_CEO – Rotatividade do *Chief Executive Officer*
Rotat_CF – Rotatividade do Conselho Fiscal
Rotat_CFO – Rotatividade do *Chief Financial Officer*
Rotat_CT – Rotatividade dos Comitês Internos
Rotat_DG – Rotatividade da Diretoria Geral
SGAI - *Sales, General, and Administrative Expenses Index*
SGI - *Sales Growth Index*
TATA - *Total Accruals to Total Assets*

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	14
1.1 Contextualização.....	14
1.2 Problema de Pesquisa	16
1.3 Objetivos.....	17
1.3.1 Objetivo Geral	17
1.3.2 Objetivos Específicos	17
1.4 Justificativas da Pesquisa e Contribuições.....	19
1.5 Delimitações da Pesquisa.....	20
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	22
2.1 Governança Corporativa e a Alta Administração	22
2.2 Gerenciamento de Resultado, <i>Financial Distress</i> e Recuperação Judicial.....	24
2.3 Desenvolvimento das Hipóteses	28
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	30
3.1 Definições das Amostras e do Período de Coleta de Dados	30
3.2 Determinação da rotatividade na alta administração	32
3.3 Determinação do gerenciamento de resultado	33
3.3.1 Definição Construtiva e Operacionalização do M-Score	34
3.3.1.1 DSRI (Days' Sales in Receivables Index)	35
3.3.1.2 GMI (Gross Margin Index).....	35
3.3.1.3 AQI (Asset Quality Index).....	35
3.3.1.4 SGI (Sales Growth Index).....	35
3.3.1.5 DEPI (Depreciation Index)	36
3.3.1.6 SGAI (Sales, General, and Administrative Expenses Index)	36
3.3.1.7 TATA (Total Accruals to Total Assets)	36
3.3.1.8 LVGI (Leverage Index)	37
3.3.2 Definição Construtiva e Operacionalização do F-Dechow	38
3.4 Modelo de Regressão Logit	39
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES	45
4.1 Análise Descritiva da Rotatividade na Alta Administração	45
4.2 Análise Descritiva do Gerenciamento de Resultados e Indicadores Contábeis.....	61
4.3 Análise do Modelo de Regressão Logit.....	63
4.4 Discussão dos Resultados e Conclusão	67

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	72
Referências	74
Apêndice A – Lista de Empresas da B3 com ou que tiveram Notação de Recuperação Judicial.....	85

1. INTRODUÇÃO

Neste capítulo apresentamos a introdução utilizadas nesta pesquisa. Isto contempla a contextualização dos assuntos relacionados a rotatividade na alta administração, gerenciamento de resultados, *financial distress* e recuperação judicial; o problema de pesquisa; o objetivo geral e específicos; as justificativas de pesquisas e contribuições e finalizamos com as delimitações da pesquisa.

1.1 Contextualização

Essa pesquisa traz evidências originais que a rotatividade exagerada na alta administração pode ser os indícios discretos das causas de *financial distress*. Pois, geralmente associa a situação de *financial distress* aos indicadores econômico-financeiros e ao excessivo gerenciamento de resultados. Essas evidências geram questionamentos sobre a eficácia dos mecanismos de governança corporativa, especialmente quando se nota o enfraquecimento dos sistemas de supervisão e controle do corpo diretivo, dada a recorrente rotatividade dos membros do Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Comitê de Auditoria Interna, por exemplo. Então, essa pesquisa sugere que o *financial distress*, e a recuperação judicial como consequência, sejam fatos subsequentes da rotatividade da alta administração e do enfraquecimento dos mecanismos de governança corporativa.

Nesse contexto, o termo *financial distress* refere-se ao momento em que as empresas enfrentam dificuldades econômico-financeiras, as quais podem ter origem em diferentes causas, sejam internas e/ou externas. Os motivos internos estão, geralmente, relacionados às decisões e práticas dos gestores que, combinadas ou não com a ocorrência de eventos externos, culminam em *financial distress*. De modo que, a eficácia da governança corporativa e a estabilidade na alta administração são fundamentais para prevenir ou mitigar esses desafios financeiros.

Um exemplo que ilustra as consequências de decisões internas inadequadas é o caso da Sadia em 2008. Naquele ano, a empresa possuía investimentos em derivativos que extrapolavam a finalidade de proteção cambial, caracterizando operações especulativas. A Sadia esperava a continuidade da valorização do real em relação ao dólar para obter ganhos extraordinários (Farhi & Borghi, 2009). No entanto, a crise financeira do subprime e a falência do Lehman Brothers desencadearam uma reversão abrupta no mercado, materializando os riscos dessas operações (Mishkin, 2011). O desempenho financeiro da empresa não foi suficiente para absorver as significativas perdas no último trimestre de 2008. Além disso, desde

2004, a estratégia da Sadia fundamentava-se em maior endividamento e baixa liquidez, especialmente quando comparada à sua principal concorrente, a Perdigão. Como resultado dessas decisões internas, a Sadia foi desvalorizada e foi adquirida pela Perdigão, iniciando o processo de fusão das duas empresas a partir de maio de 2009 (Taffarel et al., 2009). Em outras palavras, as decisões tomadas no passado (antes de 2008) pela alta administração colocaram a Sadia em exposição ao risco de mercado.

Outro caso, da Americanas S.A, mostra que a saída abrupta CEO foi o estopim de revelações de inconsistências contábeis que envolviam a ocultação de dívidas e a manipulação de resultados financeiros, além de falhas graves nos controles internos e na governança corporativa da organização, recorrendo a recuperação judicial, conforme “Comunicados e Fatos Relevantes” emitidos nos dias 11 de janeiro, 3 de fevereiro, 13 e 16 de junho, 2023, pela empresa. E, por consequência, esse caso se caracterizou como a maior fraude contábil da história do mercado financeiro brasileiro e envolveu a polícia federal nas investigações (EBC, 2024). Esse episódio destaca como a alta administração e o enfraquecimento dos mecanismos de governança corporativa podem comprometer a continuidade do negócio, reforçando a necessidade de um *enforcement* legal mais rigoroso. Observadas as diferenças, assemelha-se com o emblemático caso da Enron, no início dos anos 2000, que foi à falência.

A identificação de sinais de alerta (*red flags*), como o excesso de rotatividade do alto escalão, nas empresas pode evitar situações de *financial distress* (Altman, 1968; Begley et al., 1996; Gilson, 1997; Jensen & Meckling, 1979) e fraudes (do Nascimento & de Souza Gonçalves, 2024). E, as fraudes contábeis ocorrem, geralmente, em combinação com problemas de governança corporativa (do Nascimento & de Souza Gonçalves, 2024) e, em casos extremos, o gerenciamento de resultados pode levar a violações da legislação (Badertscher, 2011; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979; La Porta et al., 2000; Means, 2017; Shleifer & Vishny, 1997; Vieira & Martins, 2018). No entanto, uma elevada rotatividade em cargos da alta administração pode comprometer a capacidade dos mecanismos de governança corporativa monitorar e controlar as práticas dos diretores, gerando oportunidades para esses tomarem decisões que não beneficiem a organização, mas a si próprios (Baioco & Almeida, 2017; Bhagat & Bolton, 2019; Fama, 1980; García-Sánchez & García-Meca, 2018; Marquezan et al., 2023).

1.2 Problema de Pesquisa

Os sinais de alerta tem sido amplamente estudado no contexto de auditoria e na identificação de risco de fraudes (Brazel et al., 2012; Eining et al., 1997; Glen D. Moyes, 2007; Gullkvist & Jokipii, 2015; Kassem & Hegazy, 2010; Magro & Cunha, 2017; Medrado, 2017; Moyes et al., 2006; Murcia et al., 2008; Nagel et al., 2021; Skousen & Wright, 2006). A identificação precoce destes sinais é importante para indicar a possibilidade de distorção das informações contábeis, salvaguardar a integridade e confiabilidade das informações contábeis e evitar efeitos negativos para o mercado e a empresa (Altman, 1968; Begley et al., 1996; Gilson, 1997; Jensen & Meckling, 1976). Assim, os sinais de alerta desempenham um papel fundamental como ferramenta de sinalização de possíveis problemas nas informações contábeis apresentadas pelas companhias, alertando os auditores sobre áreas potencialmente suscetíveis a manipulações ou irregularidades.

Ao considerar a rotatividade da alta administração como um sinal de alerta, pode servir para indicar: (a) instabilidade e dificuldade na continuidade empresarial (Adams et al., 2010; Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Borba et al., 2019; de Freitas Brandão, 2024; Fama & Jensen, 1983; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Hermalin & Weisbach, 2001; Hillman & Dalziel, 2003; Jensen, 1993; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018; Zahra & Pearce, 1989); (b) enfraquecimento nos mecanismos de monitoramento e controle dos gestores, resultando em uma governança corporativa fragilizada, evidenciado pela rotatividade no Conselho de Administração, no Conselho Fiscal e nos comitês (Baioco & Almeida, 2017; de Freitas Brandão, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018); (c) percepção negativa por parte do mercado e dos investidores, dificultando a obtenção de financiamentos e elevando o custo de capital (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; La Porta et al., 2000; Means, 2017; Shleifer & Vishny, 1997; Vieira & Martins, 2018) e; (d) ocorrência de fraudes (do Nascimento & de Souza Gonçalves, 2024)

No contexto brasileiro há estudos que relacionam o gerenciamento de resultados com recuperação judicial e falência (Fiirst et al., 2020; Martins & Ventura Júnior, 2020; Moreira et al., 2022). Esses estudos indicam que as companhias que passaram ou estão em recuperação judicial apresentam um gerenciamento de resultados padrão nos anos que antecedem o evento, acumulações discricionárias positivas, mas em períodos próximos ao pedido de recuperação judicial ou falência prevalece acumulações discricionárias negativos, evidenciando a estratégia de exposição deliberada das dificuldades financeiras da organização. Os resultados desses estudos anteriores corroboram com a finalidade estratégica do gerenciamento de resultados -

encobrir uma possível situação de *financial distress*, atingir expectativas do mercado e melhorar a percepção de estabilidade, maximizar bônus ou incentivos, por exemplo – que, na sua prática excessiva pode caracterizar como indícios de fraude contábil (Cheliatsidou et al., 2023).

Outros estudos abordam a recuperação judicial e a ocorrência de fraude, como um ato do risco moral dos agentes econômicos (Cacheffo, 2023; M. L. R. da Costa, 2021). Nestes casos, a ocorrência de fraudes contábeis em processos de recuperação judicial inclui a simulação de credores, desvios de recebíveis por meio de estruturas societárias e blindagem do patrimônio pessoal de gestores. E, mencionam que essas práticas são motivadas pelo oportunismo, conflitos de interesses e assimetria de informação por parte dos agentes envolvidos, expondo à possibilidade de crime falimentar

Considerando o contexto apresentado e os estudos sobre rotatividade da alta administração, gerenciamento de resultados e recuperação judicial, nota-se que há uma lacuna que merece ser investigada: a relação da rotatividade exagerada na alta administração (CEO, CFO, Diretores Gerais, Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Comitês e Auditoria Interna) com o gerenciamento de resultados em empresas que estão ou estiveram no processo de recuperação judicial, comparando com empresas que não tiveram a notação de recuperação judicial. Sendo assim, a lacuna é definida pela seguinte pergunta de pesquisa: Há diferença na rotatividade da alta administração e no gerenciamento de resultados entre empresas que estiveram ou estão com a notação de recuperação judicial com as empresas que não tiveram ou não tem essa notação?

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo Geral

O objetivo desta pesquisa é investigar se o pedido de recuperação judicial está positivamente associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade exagerada da alta administração das empresas listadas na B3.

1.3.2 Objetivos Específicos

Para desenvolver o objetivo geral, define-se os seguintes objetivos específicos:

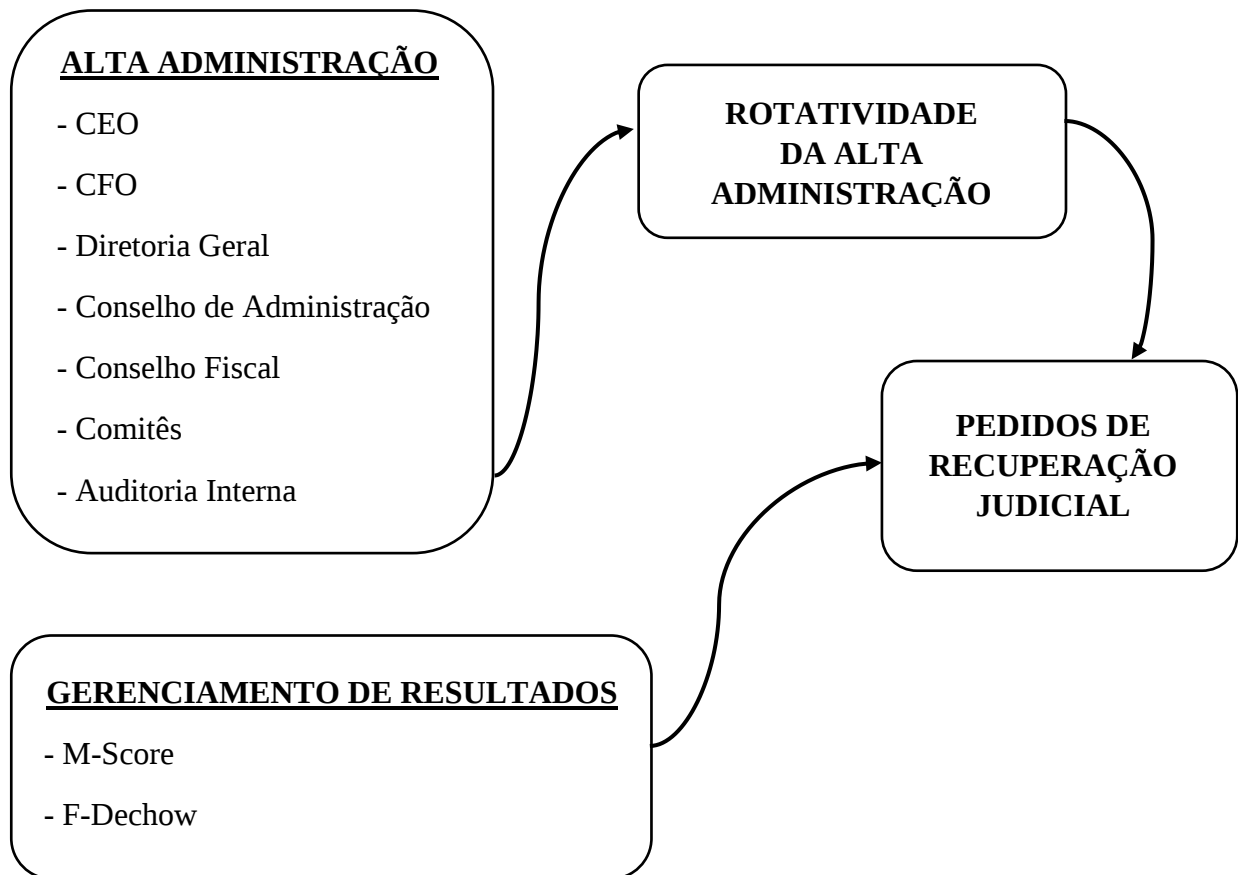
- a. Analisar a associação da rotatividade do Diretor Presidente (CEO) com os pedidos de recuperação judicial;

- b.** Analisar a associação da rotatividade do Diretor Financeiro (CFO) com os pedidos de recuperação judicial;
- c.** Analisar a associação da rotatividade da Diretoria em Geral (DG) com os pedidos de recuperação judicial;
- d.** Analisar a associação da rotatividade do Conselho de Administração (CA) com os pedidos de recuperação judicial;
- e.** Analisar a associação da rotatividade do Conselho Fiscal (CF) com os pedidos de recuperação judicial;
- f.** Analisar a associação da rotatividade dos Comitês (CT) com os pedidos de recuperação judicial;
- g.** Analisar a associação da rotatividade da Auditoria Independente (AT) com os pedidos de recuperação judicial;
- h.** Analisar se as empresas em recuperação judicial gerenciam seus resultados de forma anormal, utilizando os modelos M-Score e F-Dechow.

Desta forma, o estudo busca compreender como a rotatividade em diferentes níveis da alta administração e práticas de gerenciamento de resultados estão associadas aos pedidos de recuperação judicial, contribuindo para a literatura sobre governança corporativa, *financial distress* e mecanismos de governança corporativa.

Para atender a esse objetivo, o desenho da pesquisa (Figura 1) foi estruturado considerando dois principais fatores de influência sobre a ocorrência de pedidos de recuperação judicial. O primeiro fator refere-se ao gerenciamento de resultados, mensurado por meio dos modelos M-Score e F-Dechow, que permitem identificar práticas de manipulação contábil potencialmente associadas à deterioração financeira das empresas. O segundo fator aborda a rotatividade da alta administração, compreendendo mudanças nas posições de CEO, CFO, diretores em geral, membros do conselho de administração, conselho fiscal, comitês e auditoria independente. A análise foi delineada para investigar se essas variáveis exercem influência significativa sobre a probabilidade de uma empresa ingressar em processo de recuperação judicial, considerando o papel central que a governança corporativa desempenha na mitigação de riscos e na sustentabilidade organizacional.

Figura 1 - Desenho da Pesquisa



Fonte: elaborado pelos autores.

1.4 Justificativas da Pesquisa e Contribuições

Sob a perspectiva metodológica, ao compreender como a rotatividade exagerada nos cargos de alta administração e as práticas de gerenciamento de resultados podem ter sobre a probabilidade de uma empresa solicitar recuperação judicial, a pesquisa avança ao fazer uma análise comparativa de duas amostras: empresas com e sem a notação de recuperação judicial, quanto à rotatividade da alta administração e recuperação judicial. Os estudos identificados limitam-se à análise de um único grupo (amostra única).

Sob a perspectiva de resultados, esta pesquisa aprofunda a compreensão do gerenciamento de resultados com a ocorrência da recuperação judicial. Dessa forma, os resultados fornecerão uma contribuição à literatura acadêmica no campo da gestão empresarial, permitindo um entendimento mais aprofundado sobre os fatores subjacentes aos pedidos de recuperação judicial. Ao abordar a rotatividade da alta administração como um sinal de alerta,

pretende-se elucidar como as mudanças nesse nível estratégico, juntamente com as práticas de gerenciamento de resultados, impactam a saúde econômico-financeira das organizações.

Adicionalmente, os profissionais da auditoria e consultorias poderão se beneficiar dos resultados dessa pesquisa utilizando-os como ferramenta valiosa para aprimorar a eficácia dos seus procedimentos na avaliação de riscos associados a empresas com sinais de alertas identificados (Baioco & Almeida, 2017; de Freitas Brandão, 2024; Freitas & Mol, 2017; Moyes, 2007; Gullkvist & Jokipii, 2015; Kassem & Hegazy, 2010; Majid et al., 2001; Marquezan et al., 2023; Smith et al., 2005; Vieira & Martins, 2018).

Partindo para a esfera regulatória, os órgãos reguladores e legisladores podem utilizar os achados deste estudo como fundamentação para o aprimoramento e desenvolvimento de políticas públicas voltadas para a prevenção e gestão de crises empresariais, em especial, destaca-se a necessidade de melhorar o quadro de *enforcement* legal no Brasil, fortalecendo os mecanismos de fiscalização e aplicação das leis. O aprimoramento do *enforcement* legal é crucial para garantir a efetividade da governança corporativa e a transparência nas práticas gerenciais. Ao robustecer a capacidade de execução e cumprimento das normas, será possível mitigar os problemas de agência e reduzir a incidência de fraudes e irregularidades, contribuindo para um ambiente de negócios mais confiável e sustentável (Adams et al., 2010; Agrawal & Knoeber, 2012; Baioco & Almeida, 2017; Bertuchi, 2019; Bhagat & Bolton, 2019; Correia et al., 2011; Denis & McConnell, 2003; Fama, 1980; García-Sánchez & García-Meca, 2018; Jensen & Meckling, 1979b; La Porta et al., 2000; Means, 2017; Shleifer & Vishny, 1997, 1997; Vieira & Martins, 2018; Zahra & Pearce, 1989).

Do ponto de vista de investidores e analistas financeiros, a disponibilização de informações mais refinadas permitirá embasar de forma mais robusta suas decisões. Ao considerar a rotatividade da alta administração, juntamente com a propensão ao gerenciamento de resultados, como indicadores cruciais, esses profissionais poderão avaliar com maior precisão o risco associado a empresas sujeitas ao processo de recuperação judicial (Brazel et al., 2012; La Porta et al., 2000).

1.5 Delimitações da Pesquisa

O presente estudo delimita-se a investigar a relação entre a rotatividade da alta administração em empresas que passaram ou estão em processo de recuperação judicial, bem como a associação dessas empresas com o gerenciamento de resultados. Ambas as variáveis,

rotatividade da alta administração e gerenciamento de resultados, serão tratadas como pontos centrais de interesse no escopo deste trabalho.

É pertinente ressaltar que as limitações desta pesquisa estão diretamente vinculadas à disponibilidade de informações relacionadas à ocupação de cargos e à vigência dos mandatos dos executivos. Tais informações passaram a ser de divulgação obrigatória a partir do ano de 2010, com o início da exigência de apresentação do Formulário de Referência (FRE) pelas companhias abertas no Brasil. Dessa forma, empresas de capital aberto que tenham passado pelo processo de recuperação judicial antes desse ano não serão contempladas neste estudo.

Adicionalmente, a amostra desta pesquisa concentra-se exclusivamente em companhias de capital aberto brasileiras, refletindo as características do emergente mercado de capitais brasileiro, o que circunscreve sua aplicabilidade a essa região geográfica. Assim, a generalização dos resultados obtidos para contextos externos ao Brasil torna-se impraticável devido à natureza específica da amostra, limitando os achados deste estudo ao contexto nacional.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo apresentamos a base teórica utilizada nesta pesquisa. Isto contempla os assuntos governança corporativa e alta administração, gerenciamento de resultados, *financial distress* e recuperação judicial. Finalizamos com o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa.

2.1 Governança Corporativa e a Alta Administração

No contexto corporativo, onde coexistem gestores e acionistas (relação de agência), tende a atribuir maior autonomia aos gestores, aumentar os custos de agência e os conflitos de interesse, torna-se mais difícil do principal monitorar as ações dos agentes (CEOs, CFOs e demais diretores) que compõe o corpo da alta administração de uma empresa (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; La Porta et al., 2000; Means, 2017; Shleifer & Vishny, 1997; Vieira & Martins, 2018). Por consequência, os gestores podem tomar decisões que favoreçam seus próprios interesses, como priorizar metas de curto prazo, políticas de remuneração próprias ou investimentos que aumentem seu poder e prestígio, mesmo que não estejam totalmente alinhadas com os objetivos dos acionistas, como a sustentabilidade duradoura e maximização do valor da empresa (Bebchuk & Fried, 2003; Dechow & Sloan, 1991; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; Morck et al., 1988; Shleifer & Vishny, 1997; Stein, 1989; Vieira & Martins, 2018).

Essa situação ressalta a importância da efetividade dos mecanismos de governança corporativa, como conselho de administração, conselho fiscal e de comitês de assessoramento (Baioco & Almeida, 2017; de Freitas Brandão, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018). Tais mecanismos devem incentivar os gestores a alinhar suas decisões aos interesses dos proprietários, mitigando potenciais conflitos de agência (Baioco & Almeida, 2017; Bhagat & Bolton, 2019; Fama, 1980; García-Sánchez & García-Meca, 2018; Marquezan et al., 2023). Soma-se a esses mecanismos, o *enforcement* legal para assegurar que as políticas e práticas de governança corporativa sejam seguidas, promovendo um ambiente de transparência e alinhamento entre as decisões dos gestores e os interesses dos acionistas, reforçando a responsabilidade dos gestores, prevenindo abusos de poder e conflitos de interesse (Denis & McConnell, 2003; García-Sánchez & García-Meca, 2018; La Porta et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1997)

Sobre o Conselho de Administração, este atua como mecanismo de supervisão, aconselhamento e controle das ações dos principais executivos, como o CEO e o CFO (Adams

et al., 2010; Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Borba et al., 2019; de Freitas Brandão, 2024; Fama & Jensen, 1983; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Hermalin & Weisbach, 2001; Hillman & Dalziel, 2003; Jensen, 1993; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018; Zahra & Pearce, 1989). Seu principal propósito é garantir que as decisões tomadas pela alta administração estejam alinhadas com os interesses dos acionistas e da sustentabilidade a longo prazo da empresa (Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; de Freitas Brandão, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Freitas et al., 2020; Marquezan et al., 2023). E, em organizações que a autonomia gerencial é elevada e o capital é pulverizado, a atuação do Conselho de Administração Independente se torna ainda mais essencial para reduzir os conflitos de interesse entre agente e principal (Adams et al., 2010; de Freitas Brandão, 2024; Denis & McConnell, 2003; Fama & Jensen, 1983; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Hermalin & Weisbach, 2001; La Porta et al., 2000; Marquezan et al., 2023; Shleifer & Vishny, 1997; Vieira & Martins, 2018).

Para cumprir essa função, o Conselho de Administração estabelece meios para acompanhar as ações do alto escalão, como avaliação de decisões a serem tomadas pelos executivos e acompanhando os resultados tempestivamente (Adams et al., 2010; Agrawal & Knoeber, 2012; de Freitas Brandão, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Hillman & Dalziel, 2003; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018; Zahra & Pearce, 1989). Para isto, o Conselho de Administração pode ser responsável pela formação e funcionamento de comitês de assessoramento especializados, compostos por membros do Conselho de Administração e especialistas independentes (Agrawal & Knoeber, 2012; Correia et al., 2011; de Freitas & Mol, 2017; Freitas et al., 2020; Furuta & Santos, 2010; Marquezan et al., 2023).

São exemplos desses comitês: auditoria interna, responsável pela supervisão dos controles internos e do gerenciamento de riscos, da integridade das informações contábeis que essa seja livre de vieses de manipulações (Agrawal & Knoeber, 2012; Baioco & Almeida, 2017; Borba et al., 2019; Correia et al., 2011; Furuta & Santos, 2010); de governança ou de *compliance*, que estabelece e revisa as políticas de governança da empresa, assegurando que os princípios de ética e conformidade estejam sendo seguidos pela administração (Agrawal & Knoeber, 2012; Correia et al., 2011); e remuneração, que avalia e define planos de remuneração que estejam alinhados ao desempenho da empresa e aos interesses de longo prazo dos acionistas, que atuam de maneira direcionada em áreas-chave da gestão (Correia et al., 2011).

Ao estruturar esses comitês, o Conselho de Administração reforça seu papel de supervisão sobre os diretores (Andrade et al., 2009; Baioco & Almeida, 2017; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Freitas & Mol, 2017; Marquezan et al., 2023) e promove maior

alinhamento entre a alta administração e os proprietários da empresa, (Agrawal & Knoeber, 2012; Baioco & Almeida, 2017; Bebchuk & Fried, 2003; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; Marquezan et al., 2023). Em outras palavras, o Conselho de Administração e os comitês atuam como bases para a efetividade da governança corporativa em uma organização (Baioco & Almeida, 2017; Fama, 1980; R. M. de Freitas & Mol, 2017; La Porta et al., 2000; Marquezan et al., 2023; Shleifer & Vishny, 1997).

Ao desempenhar seu papel de supervisão, o Conselho de Administração além de promover o alinhamento estratégico entre os interesses da alta administração e dos acionistas, também influencia diretamente a mitigação do gerenciamento de resultados (de Moura et al., 2017). A presença de conselheiros independentes, em particular, fortalece os mecanismos de controle interno, limitando a capacidade dos gestores em ajustar os números financeiros para atender a interesses de curto prazo, como o cumprimento de metas ou a maximização de sua remuneração variável (de Moura et al., 2017; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018).

2.2 Gerenciamento de Resultado, *Financial Distress* e Recuperação Judicial

A contabilidade é uma prática de julgamentos ou escolhas, permitidas pelos padrões contábeis geralmente aceitos, como a aplicação de estimativas, a escolha entre dois ou mais métodos de reconhecimento de ativos e passivos e o *timing* para o reconhecimento de receitas e despesas (Badertscher, 2011; Baioco & Almeida, 2017; Beneish, 1999a; Healy, 1985; Scott & O'Brien, 1997; Watts & Zimmerman, 1986). Isso cria um espaço temporal que permite o gerenciamento de resultados, isto é, explorar a diferença entre o regime de competência e o fluxo de caixa operacional, denominado de decisões contábeis discricionárias (*accruals* discricionários) (Cohen & Zarowin, 2010; Dechow et al., 1998; Dechow & Dichev, 2002; Dechow & Skinner, 2000; Healy & Wahlen, 1999; Teoh et al., 1998).

Quando os gestores optam por decisões contábeis discricionárias para preparar as demonstrações financeiras de modo que favorável aos seus interesses, como remuneração baseada em bônus de desempenho da organização (Dechow et al., 1995; Healy, 1985; Healy & Wahlen, 1999; McNichols, 2000), pode ser explicado pela Teoria da Agência (Jensen & Meckling, 1979). Todavia, há indícios de que companhias que utilizam *accruals* discricionários elevados no ano da *Initial Public Offerings* (IPO), experimentam nos anos posteriores um desempenho significativamente inferior no mercado acionário em comparação com empresas que utilizam métodos mais conservadores (Teoh et al., 1998). De modo similar foi identificado na oferta secundária de ações (Cohen & Zarowin, 2010). E, empresas com um alto nível de

accruals discricionários tendem a apresentar desempenhos significativamente piores no futuro (Chi & Gupta, 2009). Isto revela que, além dos efeitos negativos longínquos, prejudica a relação com *stakeholders* (Beneish, 1999b; Dechow & Skinner, 2000; Healy & Wahlen, 1999; Roychowdhury, 2006; Teoh et al., 1998).

Badertscher (2011) apresentou evidências de que, quando as ações de uma empresa estão sendo negociadas acima de seu valor real, os gestores seguem um roteiro de gerenciamento de resultados. Inicialmente, utilizam *accruals* discricionários, ajustando receitas e despesas sem alterar diretamente as operações da empresa. Quando essas opções de *accruals* discricionários se esgotam, os gestores passam a manipular operações reais da companhia. Finalmente, quando todas as alternativas dentro das normas contábeis são exauridas, eles recorrem à manipulação fora das normas, o que geralmente envolve irregularidades mais graves e pode até violar a legislação.

Por ser uma prática amplamente estudada na literatura contábil e financeira, envolvendo a manipulação das informações contábeis para atingir interesses próprios, alguns autores desenvolveram modelos que quantificassem o gerenciamento de resultado (**Erro! Fonte de referência não encontrada.**).

Tabela 1 - Desenvolvimento histórico de modelos de gerenciamento de resultados

Modelo	Descrição do modelo	Autores
Modelo de Healy	Foco nos planos de bônus baseados em lucros influenciam o comportamento gerencial na manipulação de resultados, por parte dos gestores.	Healy (1985)
Modelo de De Angelo	Examina se os gestores manipulam os números contábeis antes de realizar compras de ações da própria empresa, com o objetivo de reduzir o preço das ações para beneficiar-se pessoalmente.	DeAngelo (1986)
Modelo de Jones	Desenvolvido para detectar <i>accruals</i> discricionários, que são usados como proxy para identificar práticas de gerenciamento de resultado durante períodos que as empresas se encontram sob investigação.	Jones (1991)
Modelo Jones Modificado	Aprimoraram o modelo desenvolvido por Jones (1991); partiram do pressuposto que as receitas são uma área suscetível à manipulação de gerencial, especialmente no reconhecimento diferido. O modelo ajusta o reconhecimento de receitas.	Dechow et al. (1995)
Modelo de M-Score	Ferramenta estatística projetada para identificar a probabilidade de uma empresa estar manipulando seus resultados financeiros; utiliza a combinação de oito índices (DSRI, GMI, AQI, SGI, DEPI, SGAI, TATA e LVGI) para capturar potenciais sinais de manipulação contábil.	Beneish (1999b)
Modelo de Kothari, Leone e Wasley	O modelo analisa o desempenho das empresas ao selecionar empresas de controle com o desempenho similar, assim é possível comparar os <i>accruals</i> discricionários que são de fato resultado de práticas de manipulação.	Kothari et al. (2005)
Modelo F-Dechow	Avaliar a probabilidade de uma empresa estar envolvida em práticas de manipulação contábil ou fraude, utilizando a combinação de indicadores financeiros e não financeiros que, em conjunto, sinalizam o risco de manipulação contábil.	Dechow et al. (2011)

Fonte: descrições adaptadas dos trabalhos de Beneish (1999b), DeAngelo (1986), Dechow et al. (1995, 2011), Healy (1985), Jones (1991) Kothari et al. (2005).

Neste trabalho, foram selecionados os modelos M-Score de Beneish (1999b) e F-Dechow de Dechow et al. (2011) como métodos para identificar o gerenciamento de resultados. A escolha desses modelos fundamenta-se por serem: (i) metodologias amplamente utilizadas na área contábil; (ii) modelos matemáticos, que oferecem uma abordagem sistemática e quantificável, facilitando a replicação; (iii) incorporam variáveis financeiras e não financeiras, captando informações de diferentes origens, o que enriquece a análise e amplia a capacidade de identificar práticas manipulativas; e, (iv) aplica-se a quaisquer empresas ou momentos do seu ciclo de vida.

O gerenciamento de resultados pode ser utilizado como ferramenta para disfarçar a real situação financeira das companhias, distorcendo a transparência das demonstrações contábeis (Nascimento & Gonçalves, 2024). Por meio da manipulação de *accruals* discricionários ou alterações nas decisões operacionais, os gestores podem apresentar informações que não refletem fidedignamente a condição econômico-financeira da organização (Badertscher, 2011; Dechow et al., 1995; Healy, 1985). Essa prática é frequentemente empregada em contextos de *financial distress*, quando os gestores buscam influenciar a percepção dos *stakeholders*, como investidores e credores, com o objetivo de preservar o acesso a financiamentos, evitar o descumprimento de cláusulas contratuais ou proteger suas posições gerenciais (Souza Junior et al., 2024).

O termo *financial distress* refere-se a uma situação em que uma empresa enfrenta dificuldades para cumprir suas obrigações financeiras, como atrasos nos pagamentos a fornecedores, inadimplência em empréstimos ou incapacidade de cobrir despesas operacionais (Altman, 1968; Jensen & Meckling, 1976; Modigliani & Miller, 1958). Essas dificuldades podem surgir por diversas razões, incluindo fluxos de caixa negativos, elevado passivo exigível, redução no resultado operacional. A presença dessas dificuldades financeiras pode refletir em pedidos de recuperação judicial, falência e liquidação, afetando não apenas a empresa, mas todos os seus *stakeholders* (Altman, 1968; Begley et al., 1996; Jensen & Meckling, 1976).

Identificar precocemente os indícios de dificuldades financeiras é fundamental para tomar medidas corretivas, além de proteger os interesses de funcionários, investidores, credores e fornecedores (Altman, 1968; Begley et al., 1996; Gilson, 1997; Jensen & Meckling, 1976) e preservar a empresa e sua reputação no mercado (Begley et al., 1996; Gilson, 1997; Jensen & Meckling, 1976). Para identificar empresas em dificuldades financeiras pode-se fazer a análise de indicadores contábeis (Tabela 2).

Tabela 2 - Descrição dos Indicadores Contábeis

Indicadores Contábeis	Descrição dos indicadores	Autores
Índices de Liquidez	Medem a capacidade das empresas de pagar seus passivos, índices baixos podem indicar insuficiência de caixa para honrar suas obrigações.	(Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Lee et al., 2011)
Índices de endividamento	Avaliam a proporção de recursos obtidos por meio de dívida com terceiros em relação ao capital total da empresa.	(Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Lee et al., 2011; Mahtani & Garg, 2020)
Índices de rentabilidade e lucratividade	Medem o retorno gerado em relação aos investimentos e recursos da empresa, e avaliam a eficiência com que a empresa converte suas receitas em lucro.	(Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019)
Indicadores de Fluxo de Caixa	Indicam o quanto a empresa está gerando de recursos financeiros para suprir suas atividades operacionais, de investimentos e financiamentos.	(Ashbaugh-Skaife et al., 2008; Beneish, 1999b; Dechow et al., 1995; Ham et al., 2017)
Indicadores de Mercado	Fornece insights sobre as percepções que os investidores possuem sobre determinada empresa, medindo a confiança dos investidores.	(Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Dechow & Sloan, 1991)

Fonte: elaborado pelos autores.

Apesar da importância das informações contábeis, essas podem não retratar com assertividade a real situação econômico-financeira das companhias em recuperação (Nascimento & Gonçalves, 2024; Martins & Ventura Júnior, 2020; Ribeiro et al., 2024). Isso ocorre porque a alta administração pode adotar práticas situacionistas: gerenciar resultados nos períodos anteriores ao pedido de recuperação, para obscurecer a verdadeira situação econômico-financeira para evitar a instabilidade no mercado financeiro ou acelerar o pedido de recuperação judicial (Martins & Ventura Júnior, 2020; Ribeiro et al., 2024). Além dessas práticas, em alguns casos, concomitante e oportunisticamente, tem-se a ocultação de ativos, desvio recursos e/ou prolongamento de dívidas, principalmente, financeiras (Nascimento & Gonçalves, 2024). Trata-se de violações as boas práticas de governança corporativa que, afeta negativamente a confiança no mercado e nos sistemas jurídico e econômico (Martins & Ventura Júnior, 2020; Silva & Saito, 2020).

Nesse contexto, o papel do CEO se torna fundamental, pois é o principal responsável pelas decisões estratégicas que impactam diretamente a estrutura de capital da empresa, a escolha entre aumentar o endividamento ou buscar alternativas de capital próprio reflete as prioridades e estratégias do CEO (Corrêa et al., 2024). As decisões do CEO estão, diretamente, ligadas ao nível de passivos da organização, reforçando que a governança corporativa precisa ser robusta para evitar que decisões arbitrárias agravem a fragilidade financeira das empresas (Corrêa et al., 2024). CEOs com grande concentração de poder podem priorizar o aumento do

endividamento para financiar projetos arriscados ou dissimular problemas financeiros, muitas vezes sem considerar as consequências de longo prazo para a sustentabilidade do negócio (Bernstein, 2005; Corrêa et al., 2024; de Moura et al., 2017).

Além disso, a recuperação judicial, que deveria ser uma ferramenta para reestruturar a empresa e preservar sua função econômica e social, pode se tornar um campo fértil para abusos de poder por parte da alta administração (Martins & Ventura Júnior, 2020). Quando o CEO utiliza seu poder para manipular a apresentação dos dados financeiros ou influenciar credores e stakeholders, o processo de recuperação judicial perde sua essência de promover a viabilidade econômica e a manutenção da confiança no mercado. Por isso, a efetividade das práticas de governança corporativa e independência do conselhos de administração é essencial para monitorar e contrabalancear o poder do CEO, garantindo que as decisões tomadas sejam alinhadas com os interesses de longo prazo da organização e de seus stakeholders (Baioco & Almeida, 2017; de Freitas Brandão, 2024; Markezan et al., 2023).

Por fim, a recuperação judicial exige um ambiente de negociação transparente entre a empresa em crise e seus credores (Aguilar, 2016; Bertuchi, 2019; Silva & Saito, 2020). No entanto, quando os mecanismos de controle são frágeis e a liderança da organização adota posturas que priorizam interesses individuais ou de curto prazo, o processo é comprometido, sendo assim, para que a recuperação judicial cumpra seu objetivo de reestruturar as empresas, mitigar os danos econômicos e preservar empregos, é indispensável que haja rigor nas auditorias, supervisão adequada dos administradores judiciais e comprometimento ético dos gestores (Aguilar, 2016; Araujo et al., 2012; Ribeiro et al., 2024; Silva & Saito, 2020).

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

Em consonância com o objetivo desta pesquisa e considerando a literatura que foi revisada, depreende-se que a rotatividade dos membros que compõe o alto escalão de governança pode ter relação com a ocorrência de gerenciamento de resultados e de *financial distress*, ao limite de solicitar a recuperação judicial. Todavia, nem toda empresa que gerencia resultados pode ter período de *financial distress*, tão pouco precisar do artefato jurídico da recuperação judicial. Assim, a hipótese principal (H1) e as hipóteses secundárias que serão investigadas são apresentadas na Tabela 3.

Tabela 3 - Hipóteses de Estudo

Hipótese	Variável	Hipótese	Fundamentação
H1	Resultado da regressão logit	H ₀ – O pedido de recuperação judicial está negativamente associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade da alta administração; H _a – O pedido de recuperação judicial está positivamente associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade da alta administração.	(Badertscher, 2011; Baioco & Almeida, 2017; Beneish, 1999b; Borba et al., 2019; Corrêa et al., 2024; de Freitas Brandão, 2024; de Souza Junior et al., 2024; Dechow et al., 2011; R. M. de Freitas & Mol, 2017; M. R. D. O. Freitas et al., 2020; Markezan et al., 2023)
H1a	Rotatividade do Diretor Presidente (CEO).	H ₀ – A rotatividade do diretor presidente não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade do diretor presidente impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Corrêa et al., 2024; de Freitas Brandão, 2024; M. R. D. O. Freitas et al., 2020; Markezan et al., 2023)
H1b	Rotatividade do Diretor Financeiro (CFO).	H ₀ – A rotatividade do diretor financeiro não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade do diretor financeiro impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Corrêa et al., 2024; M. R. D. O. Freitas et al., 2020; Markezan et al., 2023)
H1c	Rotatividade da Diretoria em Geral (DG).	H ₀ – A rotatividade da diretoria em geral não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade da diretoria em geral impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Corrêa et al., 2024; M. R. D. O. Freitas et al., 2020; Markezan et al., 2023)
H1d	Rotatividade do Conselho de Administração (CA).	H ₀ – A rotatividade do conselho de administração não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade do conselho de administração impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(de Freitas Brandão, 2024; de Freitas & Mol, 2017; Freitas et al., 2020; Markezan et al., 2023)
H1e	Rotatividade do Conselho Fiscal (CF).	H ₀ – A rotatividade do conselho fiscal não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade do conselho fiscal impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Baioco & Almeida, 2017; Borba et al., 2019; R. M. de Freitas & Mol, 2017)
H1f	Rotatividade dos Comitês (CT).	H ₀ – A rotatividade dos comitês não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade dos comitês impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Baioco & Almeida, 2017; Borba et al., 2019; R. M. de Freitas & Mol, 2017)
H1g	Rotatividade da Auditoria Independente (AT).	H ₀ – A rotatividade da auditoria independente não impacta nos pedidos de recuperação judicial; H _a – A rotatividade da auditoria independente impacta nos pedidos de recuperação judicial.	(Baioco & Almeida, 2017; Borba et al., 2019; do Nascimento & de Souza Gonçalves, 2024)
H1h	Gerenciamento de Resultados (M-Score e F-Dechow).	H ₀ – Empresas em recuperação judicial não gerenciam seus resultados de forma anormal; H _a – Empresas em recuperação judicial gerenciam seus resultados de forma anormal.	(Badertscher, 2011; Beneish, 1999b; de Souza Junior et al., 2024; Dechow et al., 2011)

Fonte: elaborado pelos autores.

Essas hipóteses pressupõem que as práticas de gerenciamento de resultado e instabilidade na governança executiva contribuem significativamente para a probabilidade de empresas enfrentarem dificuldades financeiras graves e recorrerem ao mecanismo de recuperação judicial.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Neste capítulo apresentamos o percurso metodológico aplicado nesta pesquisa. Isto inclui a definição das amostras, período de coleta de dados e formação do banco de dados, definição das variáveis do modelo estatístico e a definição do modelo de análise dos dados (regressão logit), inclusive os testes de validação.

3.1 Definições das Amostras e do Período de Coleta de Dados

Uma das estratégias inovadoras desta pesquisa foi o uso de amostras, sendo uma amostra experimental e outra de controle. Embora o uso dessas amostras seja comum, esta pesquisa se destaca por adotar critérios rigorosos e diferenciados na formação das mesmas. A amostra de controle foi composta por empresas selecionadas com base na classificação setorial, subsetorial e segmental da B3, assegurando uma comparação precisa e homogênea com a amostra experimental. Para garantir a aleatoriedade e minimizar vieses, utilizou-se tecnologia de inteligência artificial no sorteio das empresas de controle. Ademais, o período de análise abrangeu 20 trimestres anteriores ao pedido de recuperação judicial, oferecendo uma perspectiva temporal ampla e robusta. Outro diferencial foi a coleta manual e detalhada de dados, incluindo informações sobre a rotatividade de diversos níveis de gestão (CEO, CFO, diretoria geral, conselho de administração, conselho fiscal, comitês e auditoria independente), com validação criteriosa dos dados entre o FRE e as demonstrações contábeis. Por fim, a delimitação para empresas brasileiras com dados disponíveis a partir de 2010, quando o FRE se tornou obrigatório, assegurou a confiabilidade das informações. Essas estratégias conferem originalidade e robustez à amostra, permitindo comparar os resultados do modelo estatístico e gerar evidências sólidas sobre as similaridades ou diferenças entre os grupos analisados.

Então, a partir do levantamento realizado no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), iniciamos a definição da amostra experimental com a identificação de quais companhias abertas brasileiras tiveram a notação de “recuperação judicial”. Ao considerar cinco anos como base comparativa para rotatividade do corpo diretivo nestas empresas, limitou-se que o ano inicial desta notação deveria ser 2015, pelo fato que tais informações estão disponíveis no Formulário de Referência (FRE). O FRE se tornou obrigatório para as companhias abertas brasileiras em 2010 (Instrução Normativa CVM nº 480/2009).

A partir da amostra experimental, definimos a amostra de controle, composta por companhias que não tiveram a notação da variável de interesse (recuperação judicial). A seleção

das companhias da amostra de controle foi realizada a partir de uma planilha disponibilizada pelo próprio site da B3, as quais estão divididas por setor econômico, subsetor e segmento, conforme classificação da B3. Para garantir a aleatoriedade da base de dados, numeramos as companhias de cada segmento, excluindo aquelas que tiveram a notação recuperação judicial. Em seguida, sorteamos as companhias que fariam parte da amostra de controle usando recurso de inteligência artificial para a escolha. Para tornar a base comparativa mais fidedigna, consideramos o segmento da B3 ao selecionar as empresas, garantindo que a amostra fosse a mais fiel com as empresas experimentais.

As empresas que eram as únicas do segmento, consideramos o Subsetor, para retratar as atividades desempenhadas entre as companhias e facilitar a comparabilidade dos dados. Foi o caso do segmento de hotelaria, que só possui a empresa Hotéis Othon, então considerou o subsetor B3 hotéis e restaurantes.

A Tabela 4 sumariza as amostras, de modo que se tem 25 companhias para cada amostra, distribuída igualmente por setor econômico da B3.

Tabela 4 - Companhias abertas categorizadas com recuperação judicial

Setor Econômico	Amostra Experimental		Amostra de Controle
	2005 a 2023	Com FRE	
Bens Industriais	11	8	8
Consumo Cíclico	11	8	8
Materiais Básicos	8	2	2
Utilidade Pública	5	2	2
Petróleo e Gás	4	1	1
Consumo Não Cíclico	1	1	1
Comunicação	1	1	1
Financeiro	1	1	1
Saúde	1	1	1
Sem Classificação Setorial	4	-	-
Total	47	25	25

FRE: Formulário de Referência foi obrigatório a partir do ano de 2010.

Por limitação de dados disponíveis no FRE, o ano de 2010 é a data de início do período de coleta de dados, isto é, 20 trimestres anteriores a data do pedido de recuperação judicial de, pelo menos, uma das empresas observadas que compõe a amostra experimental. E, igual período, número de empresa e similaridade de setor econômico se aplica para compor a amostra de controle (Apêndice A).

3.2 Determinação da rotatividade na alta administração

Para identificar a rotatividade os dados foram coletados dos FRE, das 50 empresas incluídas no estudo, tomando como ano base para o início da coleta a data da petição inicial de recuperação judicial para o grupo experimental. A coleta foi feita para ambos os grupos, nas seções 2 e 12 do FRE que dizem a respeito à Auditores Independentes e Assembleia e Administração, respectivamente. Nesta pesquisa denominamos essas pessoas como alta administração porque compõem o corpo de governança ou estão diretamente ligadas a elas, mesmo que de modo independente.

No total, foram coletados, manualmente, 2.046 FREs, sendo 1.103 do grupo experimental e 943 do grupo de controle. A partir dessa coleta foi possível realizar a tabulação dos dados, organizando as informações necessárias em uma planilha para, posteriormente, realizar a análise da rotatividade (Tabela 5)

Tabela 5 - Composição dos FREs por setor econômico

Setor Econômico	Amostra Experimental				Amostra de Controle			
	n° de Empresas	n° de FRE	FRE com rotatividade	%	n° de Empresas	n° de FRE	FRE com rotatividade	%
Bens Industriais	8	229	62	27,1	8	259	32	12,4
Comunicação	1	103	33	32,0	1	31	4	12,9
Consumo Cíclico	8	366	85	23,2	8	312	49	15,7
Consumo não Cíclico	1	49	8	16,3	1	11	2	18,2
Financeiro	1	11	1	9,1	1	17	2	11,8
Materiais Básicos	2	82	16	19,5	2	86	10	11,6
Petróleo de Gás	1	44	16	36,4	1	78	13	16,7
Saúde	1	66	23	34,8	1	23	4	17,4
Utilidade Pública	2	153	50	32,7	2	126	53	42,1
Total	25	1.103	294	26,7	25	943	169	17,9

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Considerando o total de FRE coletados e a ocorrência de rotatividade, a amostra de empresas experimentais apresentou uma taxa de reapresentação de formulários superior à da amostra de controle. Praticamente todos os setores, exceto Consumo Não Cíclico e Utilidade Pública, também tiveram maior ocorrência de rotatividade do corpo diretivo na amostra experimental.

As informações coletadas dos FRE foram organizadas manualmente em planilha do Microsoft Excel, da seguinte maneira: número e ano de formulário de referência que foi utilizado (Coluna A); nome do colaborador de cada organização e para firma de auditoria que prestou o serviço no ano referido (Coluna B); cargo que cada funcionário ocupava na

organização (Coluna C); CPF de cada pessoa ou o CNPJ da companhia de auditoria que prestava o serviço para organização no determinado ano (Coluna D); alocação da data de início do mandato/prestação de serviço tanto para as pessoas como para as firmas de auditoria (Coluna E); e, prazo que o mandato duraria, tanto para as pessoas em seus determinados cargos como para as firmas de auditoria (Coluna F).

Para comparar as informações entre FRE e as demonstrações contábeis foi considerada a data de entrega de cada formulário, no intervalo de janeiro a dezembro de cada ano. Isto foi necessário porque, geralmente, o primeiro FRE do ano é apresentado no mês de abril.

Finalizada a fase de organização e tabulação, deu-se início a fase de análise da rotatividade. Essa fase compreendeu a análise das datas de início e os prazos de mandato de cada integrante. Para isto foi criada uma segunda planilha com dados de todas as empresas pertencentes ao estudo, de modo que cada linha se refere a uma empresa. Essa organização dos dados facilitou a comparação dos 20 trimestres analisados, colocados em coluna com 7 subcolunas: uma para cada cargo analisado - diretor presidente (DP), diretor fiscal (DF), diretoria em geral (DG), conselho de administração (CA), conselho fiscal (CF), comitês (CT) e auditoria (AT). Por fim, foi atribuído o número efetivo de rotatividade em cada trimestre para cada empresa, sendo possível analisar o número absoluto (quantas vezes) aquele cargo sofreu alterações em um determinado trimestre.

3.3 Determinação do gerenciamento de resultado

Inicialmente, as variáveis associadas aos modelos de gerenciamento de resultados foram organizadas de forma criteriosa. Este processo incluiu a coleta e estruturação dos dados financeiros e não financeiros das empresas, com base nas informações obtidas da base Refinitiv®. As variáveis foram então definidas conforme os critérios estabelecidos pelos modelos M-Score de Beneish (1999b) e F-Dechow de (Dechow et al., 2011), garantindo consistência e integridade das informações. Esta abordagem metodológica assegurou maior rigor e confiabilidade na análise dos resultados, alinhando-se às melhores práticas de pesquisa na área contábil.

Para medir o gerenciamento de resultado por parte das companhias foi utilizado duas modelagens, o M-Score e o F-Dechow, ambos os métodos consolidados na literatura contábil como eficientes na medição desta variável (Adoboe-Mensah et al., 2023; Adu-Gyamfi, 2020; Beneish, 1999a, 1999b; Dechow et al., 2011; Hung et al., 2017; Marais et al., 2023; Patelli & Pedrini, 2015; Tarjo & Herawati, 2015). O M-Score, desenvolvido por Beneish (1999b) é uma

ferramenta analítica que utiliza um conjunto de oito variáveis financeiras para calcular um índice, cujo resultado é uma pontuação que avalia a probabilidade de manipulação das informações contábeis. Adicionalmente, o M-Score ajuda identificar sinais de crescimento acelerado, obstáculos econômicos e práticas contábeis agressiva (Adoboe-Mensah et al., 2023). O segundo modelo de gerenciamento de resultados, o F-Dechow foi desenvolvido por (Dechow et al., 2011), utiliza sete variáveis e analisa a capacidade da empresa converter o lucro contábil em fluxo de caixa operacional, indicando discrepâncias que podem sugerir manipulação das informações contábeis.

A integração de ambas as metodologias aumenta a robustez dos resultados desta pesquisa, visto que quantificam o gerenciamento de resultado nas organizações, enriquecendo a análise e a validade dos achados. O uso combinado do M-Score e F-Dechow proporciona uma análise mais abrangente e precisa, uma vez que cada modelo captura aspectos distintos da manipulação contábil. O M-Score é eficaz na detecção de práticas de manipulação mais evidentes e imediatas nas demonstrações financeiras, enquanto o F-Dechow se destaca por identificar discrepâncias mais sutis relacionadas à capacidade de conversão de lucros em fluxo de caixa operacional. Essa complementaridade reduz o risco de omissões e equívocos na identificação de manipulações contábeis, mitigando as limitações individuais de cada modelo. Ademais, ao considerar diferentes perspectivas temporais, essa abordagem amplia a capacidade de identificação de práticas de manipulação ao longo do ciclo de vida empresarial. Por fim, o uso integrado dessas metodologias reforça a originalidade do estudo e eleva a confiabilidade dos resultados, oferecendo uma contribuição mais robusta e relevante para a literatura sobre governança corporativa e práticas contábeis.

3.3.1 Definição Construtiva e Operacionalização do M-Score

Para realizar a operacionalização do modelo M-Score é necessária à utilização da seguinte fórmula:

$$M - Score = -4,84 + 0,920 * DSRI + 0,528 * GMI + 0,404 * AQI + 0,892 * SGI + 0,115 * DEPI - 0,172 * SGAI + 4,679 * TATA - 0,327 * LVGI \quad (1)$$

Sendo assim, as oito variáveis endógenas presentes no modelo são explicadas brevemente da seguinte maneira:

3.3.1.1 DSRI (Days' Sales in Receivables Index)

A DSRI, em tradução livre é o Índice de Dias de Vendas em Contas a Receber ou Prazo Médio de Recebimento das Vendas, avalia se as variações em contas a receber estão proporcionalmente conectadas com as variações nas receitas de vendas (Beneish, 1999b; Nyakarimi, 2022). Por meio do DSRI, é possível analisar a consistência entre os recebíveis e as vendas de uma empresa. Segundo Nyakarimi (2022), empresas que não distorcem seus resultados apresentam uma pontuação média no DSRI em torno de 1,031, por sua vez, empresas que distorcem seus resultados tendem a ter uma pontuação média no DSRI de 1,465. Um aumento no DSRI sinaliza que a proporção de vendas realizadas no crédito, ao invés do dinheiro à vista, está crescendo, sugerindo dificuldades no fluxo de caixa, e, distorções nos recebíveis podem levar à superestimação de receitas (Beneish et al., 2013).

3.3.1.2 GMI (Gross Margin Index)

O GMI, em tradução livre é o Índice de Margem Bruta, é aplicado para medir a variação na margem bruta de uma empresa. Uma pontuação superior a 1 indica um decaimento na margem bruta da entidade (Beneish, 1999b; Nyakarimi, 2022). Uma pontuação de 1,041 ou inferior indica que a margem bruta do período contábil analisado não está sendo manipulada, contudo, valores próximos de 1,193 ou superiores sugerem uma alta chance de manipulação da margem bruta, despertando um possível alerta de que a empresa pode estar inflacionando seus lucros brutos (Adoboe-Mensah et al., 2023).

3.3.1.3 AQI (Asset Quality Index)

O AQI, em tradução livre é o Índice de Qualidade de Ativos, mensura a proporção dos ativos não circulantes de uma empresa, excluindo o ativo imobilizado, em relação ao ativo total. O índice compara a qualidade dos ativos no ano corrente (t) contra a qualidade dos ativos no ano anterior (t-1) (Beneish, 1999b; Nwoye et al., 2013; Repousis, 2016). Um aumento na pontuação do AQI sugere uma deterioração na qualidade dos ativos da empresa, conforme destacado por Beneish (1999b), um AQI superior a 1 sinaliza uma predisposição de capitalização de intangíveis ou despesas, o que pode sinalizar o diferimento de custos e a possível manipulação das informações contábeis da empresa.

3.3.1.4 SGI (Sales Growth Index)

O SGI, em tradução livre é o Índice de Crescimento de Vendas, estima a evolução das vendas de uma empresa entre os períodos financeiros, confrontando a razão das vendas do ano corrente (t) com as vendas do ano anterior (t-1). Um SGI com valor médio de 1,134 sugere que não há evidências significativas de manipulação de lucros, entretanto, uma pontuação de 1,607 ou maior pode indicar uma alta probabilidade de manipulação de lucros (Beneish, 1999b; Nwoye et al., 2013; Nyakarimi, 2022; Repousis, 2016).

3.3.1.5 DEPI (Depreciation Index)

Essa variável, em tradução livre é o Índice de Depreciação, mede a variação na proporção da taxa de depreciação de uma empresa. Segundo Beneish (1999b), um DEPI maior que 1 indica que a empresa está depreciando seus ativos a uma taxa mais lenta que no ano atual, o que pode sinalizar uma estratégia para aumentar os lucros reportados e vice versa, dessa maneira, a DEPI pode ser utilizada para melhorar a aparência do resultado financeiro da empresa.

3.3.1.6 SGAI (Sales, General, and Administrative Expenses Index)

Essa métrica, em tradução livre é o Índice de Despesas de Vendas, Gerais e Administrativas, é responsável por medir a relação entre despesas gerais, despesas de vendas e administrativas de uma empresa no ano contábil corrente (t) e as despesas desses mesmos itens no período anterior (t-1) (Adu-Gyamfi, 2020; Beneish, 1999b; Repousis, 2016). Beneish (1999b) constatou que uma elevação desproporcional nas despesas gerais, de vendas e administrativas no ano corrente, confrontado com o ano anterior, superior a 1,001 pode ser um sinal de perspectivas negativas para o futuro da companhia, representando uma diminuição da eficiência administrativa, predispondo as empresas a manipularem suas informações contábeis (Beneish et al., 2013).

3.3.1.7 TATA (Total Accruals to Total Assets)

Essa variável, em tradução livre é o Total de Acréscimos para Ativos Totais, é calculada através da razão entre o aumento total de uma empresa e a porcentagem dos seus ativos totais. Ela é determinada subtraindo os fluxos de caixa das operações no período corrente (t) do lucro das operações no mesmo período (t), o resultado é então dividido pelos ativos totais da empresa

no período de análise (Adu-Gyamfi, 2020; Beneish, 1999b). Uma pontuação média de 0,018 sugere que não há distorções financeiras, enquanto uma pontuação média de 1,031 ou superior pode indicar que os dados financeiros foram propositalmente alterados (Repousis, 2016).

3.3.1.8 LVGI (Leverage Index)

O LVGI, em tradução livre é o Índice de Alavancagem, mensura a proporção da dívida total em relação aos ativos totais no período contábil (t) comparando com o período anterior (t-1). Um LVGI maior que 1 sinaliza um aumento no endividamento da empresa (Beneish, 1999b; Nwoye et al., 2013; Repousis, 2016), sendo assim, aumentando sua alavancagem financeira, sugerindo um maior financiamento da empresa por parte de capital de terceiros e não de capital próprio, aumentando a exposição ao risco financeiro (Beneish, 1999b). Tal aumento descontrolado pode levar a práticas contábeis manipulativas com objetivo de maquiar a saúde financeira da empresa melhorando-a, reportando uma informação errada aos stakeholders.

Tabela 6 - Detalhamento da Composição do modelo M-Score

Variável	Fórmula para cálculo da variável
DSRI	$\frac{\left(\frac{\text{Contas a Receber}(t)}{\text{Receita de vendas}(t)} \right)}{\left(\frac{\text{Contas a Receber}(t-1)}{\text{Receita de vendas}(t-1)} \right)}$
GMI	$\left(\frac{\left(\frac{\text{Receita de Vendas}(t-1) - \text{CMV}(t-1)}{\text{Receita de Vendas}(t-1)} \right)}{\left(\frac{\text{Receita de Vendas}(t) - \text{CMV}(t)}{\text{Receita de Vendas}(t)} \right)} \right)$
AQI	$\frac{\left(\frac{\text{Ativo Não Circulante}(t) - \text{Ativo Imobilizado}(t)}{\text{Ativo Total}(t)} \right)}{\left(\frac{\text{Ativo Não Circulante}(t-1) - \text{Ativo Imobilizado}(t-1)}{\text{Ativo Total}(t-1)} \right)}$
SGI	$\left(\frac{\text{Receita de Vendas}(t)}{\text{Receita de Vendas}(t-1)} \right)$
DEPI	$\frac{\left(\frac{\text{Depreciação Acumulada}(t-1)}{\text{Depreciação Acumulada}(t-1) + \text{Ativo Imobilizado}(t-1)} \right)}{\left(\frac{\text{Depreciação Acumulada}(t)}{\text{Depreciação Acumulada}(t) + \text{Ativo Imobilizado}(t)} \right)}$
SGAI	$\frac{\left(\frac{\text{Despesas Gerais, Vendas e Administrativas}(t)}{\text{Receita de Vendas}(t)} \right)}{\left(\frac{\text{Despesas Gerais, Vendas e Administrativas}(t-1)}{\text{Receita de Vendas}(t-1)} \right)}$
TATA	$\frac{\text{Lucro Líquido}(t) - \text{Fluxo de Caixa Operacional}(t)}{\text{Ativo Total}(t)}$

LVGI	$\frac{\text{Passivo Não Circulante}(t) + \text{Passivo Circulante}(t)}{\text{Ativo Total}(t)}$
	$\frac{\text{Passivo Não Circulante}(t-1) + \text{Passivo Circulante}(t-1)}{\text{Ativo Total}(t-1)}$

Fonte: adaptado de (Beneish, 1999b).

Os dados relacionados a cada variável do modelo foram coletados na plataforma Refinitiv® e tabulados no Microsoft Excel, onde se fez o cálculo do modelo M-Score para cada trimestre (total de 20 trimestres). Obtido o M-Score atribuiu a seguinte classificação, apresentada na Tabela 6, que possibilitou para identificar e avaliar a propensão ao gerenciamento de resultado (Beneish, 1999b).

Tabela 7 - Interpretação do M-Score

M-Score	Interpretação
$\leq -1,78$	Baixa probabilidade de manipulação dos ganhos
$> -1,78$	Alta probabilidade de manipulação dos ganhos

Fonte: dados da pesquisa (2024).

3.3.2 Definição Construtiva e Operacionalização do F-Dechow

Para operacionalizar o modelo F-Dechow, é necessário dividi-lo em dois momentos. O primeiro envolve o cálculo dos indicadores a partir das demonstrações contábeis, utilizando a seguinte fórmula:

$$\begin{aligned} \text{Valor Previsto}(t) = & -7,893 + 0,790 * (rsst.acc) + 2,518 * (ch.rec) + 1,191 * \\ & (ch.inv) + 1,979 * (soft.assets) + 0,171 * (ch.cs) + (-0,932) * (ch.roa) + 1,029 * \\ & (issue). \end{aligned} \quad (2)$$

Tabela 8 - Detalhamento das variáveis que compõem o modelo F-Dechow

Abreviação	Cálculo
	$(\Delta CG + \Delta COL + \Delta IF) / \text{Média de Ativos Totais}$
	Onde:
	CG (Capital de Giro) = (Ativos Circulantes – Caixa e Investimentos de Curto Prazo) – (Passivos Circulantes - Dívida em Passivos Circulantes);
rsst.acc	COL (Capital Operacional Líquido) = (Ativos Totais – Ativos Circulantes – Investimentos e Adiantamentos) – (Passivos Totais – Passivos Circulantes – Dívida de Longo Prazo);
	IF (Investimentos Financeiros) = (Investimento de Curto Prazo + Investimento de Longo Prazo) – (Dívida de Longo Prazo + Dívidas em Passivo Circulantes + Ações Preferenciais)
ch.rec	$\Delta \text{Contas a Receber} / \text{Média dos Ativos Totais}$
ch.inv	$\Delta \text{Estoques} / \text{Média dos Ativos Totais}$
	$(\text{Ativos Totais} - \text{PP\&E} - \text{Caixa e Equivalente de Caixa}) / \text{Ativos Totais}$
	Onde:
soft.assets	PP&E = Ativos totais da empresa que não estão relacionados ao imobilizado, nem a caixa e equivalente de caixa.
ch.cs	$(\text{Venda}(t) - \Delta \text{de Contas a Receber}) / \text{Venda}(t-1)$

ch.roa	$(\text{Lucros (t)} / \text{Ativos Totais Médios (t)}) - (\text{Lucros (t-1)} / \text{Ativos Totais Médios (t-1)})$
issue	Uma variável indicadora codificada como 1 se a empresa emitiu valores mobiliários durante o ano t.

Fonte: adaptado de (Dechow et al., 2011).

Os dados referentes a cada variável do modelo F-Dechow foram obtidos da plataforma Refinitiv® e, posteriormente, organizados e tabulados no Microsoft Excel. E, o segundo momento consiste na utilização da fórmula do modelo F-Dechow para calcular a probabilidade prevista de manipulação contábil para cada empresa, utilizando os valores previamente encontrados (equação 3).

$$\text{Probabilidade F – Dechow} = \frac{e^{(\text{Valor Previsto}(t))}}{(1+e^{(\text{Valor Previsto}(t))})} \quad (3)$$

Nesta probabilidade F-Dechow, também considerou a probabilidade incondicional de 0,37% (Dechow et al., 2011). Obtido o F-Score atribuiu a classificação apresentada na Tabela 8, que possibilitou identificar e avaliar a propensão ao gerenciamento de resultado (Dechow et al., 2011).

Tabela 9 - Interpretação do F-Dechow

F-Dechow	Interpretação
< = 1,00	Não gerencia os resultados de modo anormal
> 1	Risco acima do normal em gerenciar resultado
> 1,85	Risco extremo de gerenciar resultado
> 2,45	Risco muito extremo de gerenciar resultado

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Com base nesta interpretação, para as empresas de ambas as amostras considerou que houve gerenciamento de resultado quando o F-Dechow foi maior que 1.

3.4 Modelo de Regressão Logit

Para a análise dos dados utilizamos o modelo de regressão logit no software Stata versão 16, tendo com variável dependente dicotômica, assumindo apenas dois valores possíveis, (1) quando teve a notação recuperação judicial ou (0) não teve notação de recuperação judicial; e as variáveis independentes, que foram testadas para comporem o modelo estatístico foram: o gerenciamento de resultado com o M-Score e F-Dechow juntamente com a rotatividade do diretor presidente (CEO), diretor fiscal (CFO), diretoria em geral, conselho de administração, conselho fiscal e auditoria independente. E com o intuito de controlar os impactos das variáveis

independentes sobre a variável de estudo, reduzir o viés e permitir uma análise mais precisa da relação entre elas, além de garantir um modelo mais acurado e internamente válido foram selecionadas as seguintes variáveis de controle: liquidez corrente, liquidez seca, liquidez imediata, imobilização, margem bruta, margem líquida, ROA, fluxo de caixa livre e o ativo total. As variáveis de controle fluxo de caixa livre e ativo total foram transformadas por meio da aplicação do logaritmo natural. Tal procedimento visou tratar as diferenças de grandeza entre as variáveis, permitindo a harmonização das escalas e a mitigação dos efeitos decorrentes de disparidades no porte das empresas analisadas. Essa transformação contribuiu para aprimorar a comparabilidade dos dados e a robustez das análises estatísticas, sem que o foco principal fosse a correção de assimetrias na distribuição dos dados.

Considerando o tamanho da amostra, foi verificado por meio do teste Shapiro-Wilk (Shapiro & Wilk, 1965) que os dados não seguem uma distribuição normal, ou seja, os dados não são paramétricos, para todas as variáveis, tanto as independentes como as de controle, obtendo probabilidades menores que 5% (Tabela 10).

Tabela 10 - Teste Shapiro-Wilk

Variável	Obs	W	V	z	Prob>z
Mscore	1.000	0,22933	486,499	15,323	0,0000
Fdechow	1.000	0,07392	584,066	15,775	0,0000
CEO	1.000	0,90372	43,123	9,321	0,0000
CFO	1.000	0,93163	60,72	10,169	0,0000
DeretGeral	1.000	0,76106	150,697	12,420	0,0000
ConselhoADm	1.000	0,62664	235,471	13,525	0,0000
ConselhoFisc	1.000	0,73040	170,037	12,719	0,0000
Comitês	1.000	0,53817	291,271	14,052	0,0000
AuditoIndep	1.000	0,94288	36,023	8,876	0,0000
LiqCorrent	1.000	0,27254	458,802	15,177	0,0000
LiqImediata	1.000	0,17944	517,52	15,475	0,0000
LiqSeca	1.000	0,31319	433,163	15,035	0,0000
Endividamento	1.000	0,40021	378,284	14,699	0,0000
GiroAtivo	1.000	0,82628	109,562	11,630	0,0000
Imobilização	1.000	0,14967	536,292	15,563	0,0000
MargemBruta	1.000	0,03802	606,713	15,869	0,0000
MargemLíquida	1.000	0,05134	598,308	15,834	0,0000
ROA	1.000	0,24433	476,594	15,271	0,0000
AtivoTotal	1.000	0,48784	323,014	14,308	0,0000
FCL	1.000	0,39465	381,788	14,722	0,0000
LogAT	1.000	0,97584	15,239	6,745	0,0000
FogFCL	1.000	0,97374	9,261	5,363	0,0000

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Em seguida, para realizar a seleção de quais variáveis comporiam o modelo estatístico, foram feitas duas matrizes de correlação, uma para as variáveis independentes (Tabela 11) e outra para as variáveis de controle (Tabela 12).

Tabela 11 - Matriz de correlação das variáveis independentes

	RJ	Mscore	Fdechow	Rot_CEO	Rot_CFO	Rot_DG	Rot_CA	Rot_CF	Rot_CT	Rot_At
RJ	1,000									
Mscore	-0,159	1,000								
Fdechow	-0,075	0,110	1,000							
Rot_CEO	0,073	-0,073	0,006	1,000						
Rot_CFO	0,080	-0,031	0,032	0,136	1,000					
Rot_DG	0,107	-0,034	0,026	0,230	0,295	1,000				
Rot_CA	0,156	-0,033	0,017	0,246	0,168	0,267	1,000			
Rot_CF	0,080	-0,071	0,037	0,059	0,073	0,177	0,298	1,000		
Rot_CT	0,092	0,021	0,066	0,165	0,074	0,263	0,396	0,311	1,000	
Rot_At	0,072	-0,045	0,062	0,060	0,097	0,082	0,048	0,012	0,030	1,000

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Na seleção das variáveis independentes, foi atribuída maior importância àquelas que apresentaram uma correlação mais significativa com a variável de estudo, a recuperação judicial, e menor multicolinearidade entre si. Dessa forma, as variáveis mais prováveis de impactar o modelo são aquelas com maior correlação com a recuperação judicial e menores níveis de correlação entre as variáveis independentes.

Se tratando do gerenciamento de resultado, a variável que apresenta maior chance de impactar o modelo é o M-Score com -0,1595 enquanto F-Dechow foi de -0,0750. No que tange a rotatividade da alta administração, o conselho de administração apresentou a maior pontuação (0,1560), seguido pela diretoria geral (0,1076), pelos comitês (0,0925), conselho fiscal (0,0807), diretor financeiro (0,0806), diretor presidente (0,0734) e, por fim, auditoria independente (0,0728). Destaca-se que rotatividade da diretoria geral apresentou uma correlação com a rotatividade do conselho de administração (0,2676), o que impacta negativamente na qualidade do modelo.

Tabela 12 - Matriz de correlação das variáveis de controle

	RJ	LiqCor	LiqIm	LiqSeca	Endiv	GiroAT	Imob.	MargBt	MargL	ROA	LogAT	LogFCL
RJ	1,00											
LiqCor	-0,27	1,00										
LiqIm	-0,42	0,69	1,00									
LiqSeca	-0,28	0,87	0,78	1,00								
Endiv	0,45	-0,56	-0,45	-0,56	1,00							
GiroAT	-0,20	0,02	0,13	0,07	-0,02	1,00						
Imob.	0,04	-0,23	-0,15	-0,25	0,07	0,41	1,00					
MargBt	-0,14	0,13	0,14	0,12	-0,00	-0,15	-0,15	1,00				
MargLq	-0,36	0,19	0,35	0,29	-0,25	0,22	-0,04	0,41	1,00			
ROA	-0,46	0,20	0,37	0,28	-0,31	0,34	0,02	0,27	0,81	1,00		
LogAT	-0,18	0,13	0,34	0,17	-0,05	0,03	-0,35	0,03	0,31	0,28	1,00	
LogFCL	-0,22	0,14	0,38	0,22	-0,07	0,11	-0,32	0,11	0,33	0,31	0,85	1,00

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Para a construção de um modelo mais preciso, foram selecionadas as seguintes variáveis de controle de cada grupo de indicadores contábeis: Endividamento, com correlação de 0,4549, seguido pelo ROA (-0,4677), logfcl (valores logaritmizados do fluxo de caixa livre) foi de -0,2238, e Giro do Ativo (-0,2018). Outras variáveis de controle que apresentaram alta correlação com a recuperação judicial não foram incluídas no modelo por três razões: alta correlação entre elas, como observado nos indicadores de liquidez com o indicador de endividamento; baixa correlação de algumas variáveis de controle com a variável de estudo, tal como a variável Imobilização; e não melhora do desempenho do modelo estatístico com a inclusão de outras variáveis.

Portanto, após esses testes, as variáveis que fazem parte do modelo e do tratamento dos dados que apresentaram *outliers* de severa gravidade, o modelo de regressão logit mais adequadamente especificado é apresentado na Equação 4:

$$\text{logit} = \ln \left[\frac{P(\text{resultado} = 1|X)}{P(\text{resultado} = 0|X)} \right] = \sigma + \beta_1 Mscore + \beta_2 Rca + \beta_3 Rct + \beta_4 Endivida + \beta_5 ROA + \beta_6 \log fcl + \beta_7 GiroAtivo + \varepsilon \quad (4)$$

Além das duas matrizes de correlação que foram feitas para auxiliar na construção do modelo estatístico mais ajustado, também foram empregadas as medidas de ajustes do modelo *Akaike Information Criterion* (AIC) e o comando “estat class” (Akaike, 1974). A medida AIC é utilizada para avaliar a qualidade do ajuste de modelos estatísticos e auxiliar na escolha do modelo mais parcimonioso. Sua interpretação baseia-se na comparação entre modelos,

considerando a inclusão ou exclusão de variáveis independentes e de controle, de modo que o modelo escolhido (o mais ajustado) é aquele que apresenta o menor valor de AIC. Por sua vez, o comando “estat class” permite avaliar o desempenho do modelo, fornecendo métricas como sensibilidade, especificidade e a taxa geral de acerto, ajudando na verificação da capacidade do modelo em classificar corretamente as observações nas categorias previstas e observadas da variável principal em estudo (recuperação judicial) (Tabela 13).

Tabela 13 - Comando "estat class"

Modelo Logístico para Recuperação Judicial			
Classificado	VERDADEIRO		Total
	D	~D	
+	164	38	202
-	56	213	269
Total	220	251	471
Classificado + se a probabilidade prevista para $\Pr(D) \geq .5$			
Verdadeiro se a probabilidade prevista $\Pr(D) \neq 0$			
Sensibilidade	$\Pr(+ D)$		74,55%
Especificidade	$\Pr(- \sim D)$		84,86%
Valor Preditivo Positivo	$\Pr(D +)$		81,19%
Valor Preditivo Negativo	$\Pr(\sim D -)$		79,18%
Taxa de Falso Positivo para $\sim D$			15,14%
Taxa de Falso Negativo para $\sim D$			25,45%
Taxa de Falso + Classificados +			18,81%
Taxa de Falso - Classificados -			20,82%
Corretamente Classificados			80,04%

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Considerando que as informações geradas pelo comando “estat class” para o modelo logit, que possui como variável dependente a recuperação judicial, o modelo classificou corretamente 164 observações como RJ = 1 (empresas que passaram por recuperação judicial) e incorretamente 38 observações como RJ = 1 (falso positivo). Por outro lado, classificou incorretamente 56 observações como RJ = 0 (falso negativo) e corretamente 213 observações como RJ = 0 (empresas que não passaram por recuperação judicial). As medidas de desempenho apontaram que o modelo possui uma sensibilidade de 74,55%, isto é, percentual que identifica corretamente as empresas em recuperação judicial. A especificidade foi de 84,86%, sinalizando

que o modelo é eficaz para identificar empresas que não estão em recuperação judicial. O valor preditivo positivo foi de 81,19%, sugerindo o percentual de acerto do modelo na previsão de uma empresa em recuperação judicial, enquanto o valor preditivo negativo foi de 79,18%, indicando que percentual que o modelo prevê corretamente as empresas que não estão em recuperação judicial. As taxas de erro indicam uma taxa de falso positivo de 15,14% (ou seja, classifica incorretamente empresas como em recuperação judicial quando não estão na realidade) e uma taxa de falso negativo de 25,45% (ou seja, não identifica empresas que estão realmente em recuperação judicial). E, por fim, a precisão geral do modelo foi de 80,04%, o que indica o percentual de classificação correta para o total de observações.

A última medida de ajuste do modelo utilizada foi o “linktest” para verificar se o modelo de regressão está bem especificado (Pregibon, 1980). Em outras palavras, se as variáveis que compõem o modelo capturam corretamente a relação entre as variáveis independentes e dependente (Tabela 14).

Tabela 14 - Comando “linktest”

Iteração 0:	Log Likelihood =	-325,451				
Iteração 1:	Log Likelihood =	-208,691				
Iteração 2:	Log Likelihood =	-208,554				
Iteração 3:	Log Likelihood =	-208,554				
Iteração 4:	Log Likelihood =	-208,554				
Regressão Logística		Número de observações =	471			
		LR chi2(2) =	233,8			
		Prob > chi2 =	0			
Log Likelihood =	-208,554	Pseudo R2 =	0,3592			
RJ	Coef	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
_hat	1,005361	0,095896	10,48	0	0,81741	1,193313
_hatsq	-0,02605	0,044987	-0,59	0,558	-0,11327	0,061161
_cons	0,044932	0,146383	0,31	0,759	-0,24197	0,331837

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Os resultados do comando “linktest” indicam que o “_hat”, indicador que representa as previsões do modelo original, é 0,000, ou seja, estatisticamente significativo, possuindo um bom poder preditivo em relação a variável dependente. E, o indicador “_hatsq” apresentou valores de 0,558, indicando que ele não é estatisticamente significativo, sendo assim, o modelo não tem problemas de especificação.

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Neste capítulo apresentamos os resultados da pesquisa, organizados em análise descritiva das variáveis de rotatividade da alta administração, do gerenciamento de resultados e dos indicadores contábeis. Em seguida, é apresentada a análise dos resultados do modelo de regressão logit, no qual é testada a hipótese da pesquisa. E, finaliza com a discussão e a conclusão desses resultados.

4.1 Análise da Rotatividade na Alta Administração

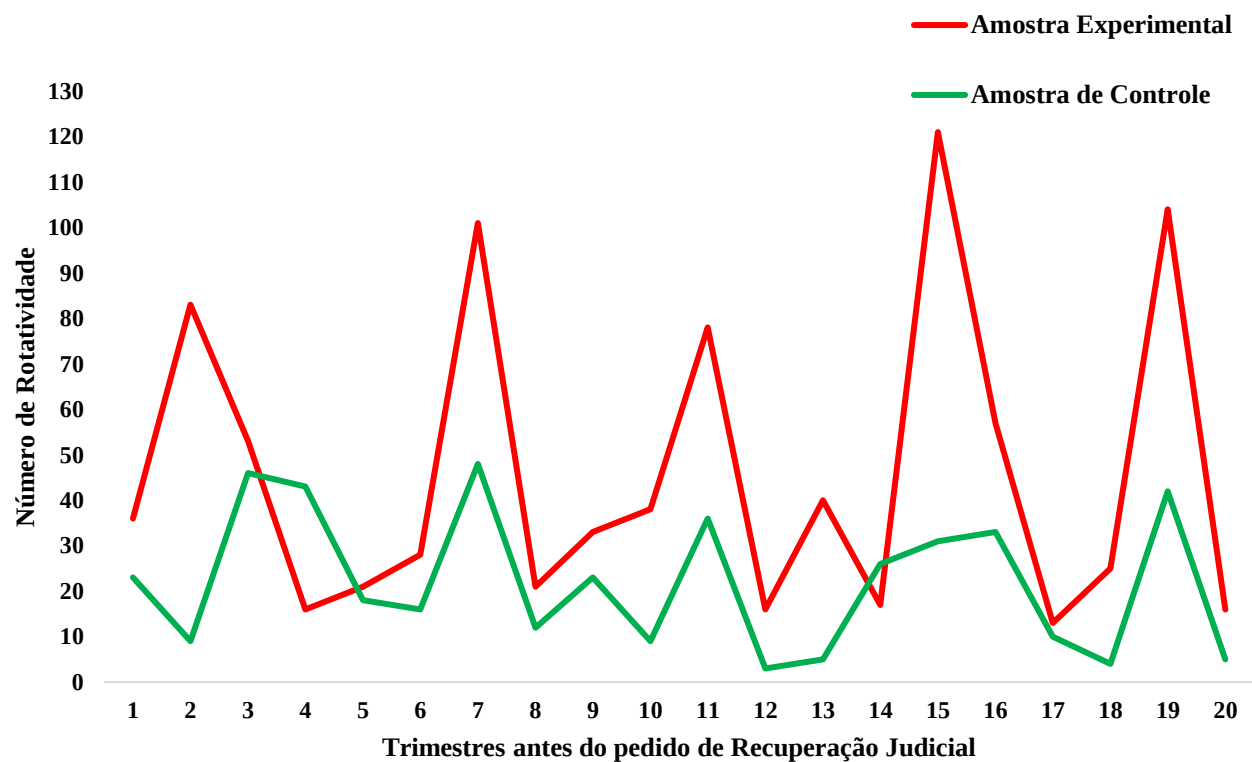
Em coerência com o objetivo desta pesquisa, foram analisados os 20 trimestres (5 anos) que antecederam o pedido de recuperação judicial para as empresas que compõem a amostra experimental e igual período para as empresas que compõe a amostra de controle (empresas que não pediram recuperação judicial). A análise descritiva da rotatividade da alta administração tem o intuito de identificar aspectos pontuais (ou factuais) que podem ajudar a compreender os achados da aplicação dos modelos de gerenciamento de resultado para as amostras bem com o modelo de regressão logit (Equação 4) que testou a hipótese deste estudo.

Destaca-se que, em todas as análises realizadas sobre a rotatividade da alta administração, a amostra experimental teve maior rotatividade que a amostra de controle. Também, as maiores rotatividades desta amostra experimental estão nos 7º, 15º e 19º trimestres (respectivamente, há 40-42; 16-18; 40-42 meses) do pedido de recuperação judicial. Destaca-se esses trimestres porque, de acordo com a Lei nº 11.101/2005 (Lei da Recuperação Judicial e Falência no Brasil), ao solicitar o pedido de recuperação judicial a empresa solicitante deve apresentar as demonstrações contábeis dos últimos 3 anos. Essas evidências são os achados iniciais desta pesquisa.

Iniciamos essa análise descritiva com a rotatividade de todas as categorias consideradas neste estudo como alta administração (

Figura 2).

Figura 2 - Rotatividade da Alta Administração



Fonte: dados da pesquisa (2024).

De maneira geral, a amostra experimental apresentou rotatividade superior em todas as categorias da alta administração que foram analisadas, em comparação com a amostra de controle. Esse resultado evidencia que empresas em *financial distress* tendem a rotacionar mais a composição da alta administração. Os motivos dessa rotatividade podem ser diversos, como sinalizar perspectivas para superar a situação que a companhia se encontra para aumentar a confiança do mercado ou renovando seu time de gestão para ajustar possíveis falhas na governança corporativa, por exemplo. Destaca-se que, na amostra experimental houve picos nos 2º, 7º, 11º, 15º e 19º trimestres antes do pedido de recuperação judicial, os quais coincidem com o segundo ou, predominantemente, com o terceiro trimestre de cada ano. Também, a maior

frequência de rotatividade ocorre no 15º e 19º trimestres (4 a 18 meses antes do pedido de recuperação judicial).

Tabela 15 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade da Alta Administração

Alta Administração	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	295	378	673
	43,83%	56,17%	100,00%
1	205	122	327
	62,69%	37,31%	100,00%
Total	500	500	1.000
	100%	100%	100%

Pearson $\chi^2(1) = 31,3035$	Probabilidade = 0,000
-------------------------------	-----------------------

Fonte: dados da pesquisa (2024).

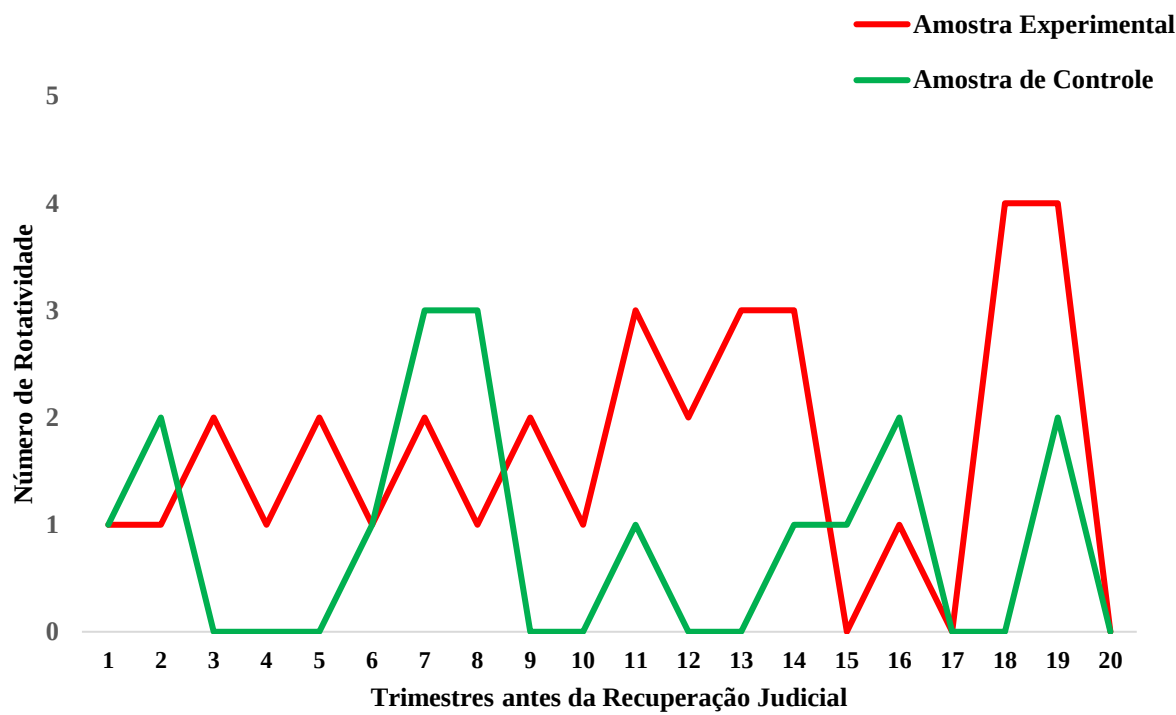
A Tabela 15 apresenta a distribuição das empresas em situação de recuperação judicial e não recuperação judicial, com base na rotatividade da alta administração. Observa-se que, entre as empresas com rotatividade na alta administração (número 1), 62,69% solicitaram recuperação judicial, enquanto 37,31% não o fizeram. Por outro lado, entre as empresas sem rotatividade na alta administração (número 0), 43,83% solicitaram recuperação judicial e 56,17% não solicitaram.

Esses resultados indicam que empresas com rotatividade na alta administração apresentaram maior incidência de pedidos de recuperação judicial em comparação àquelas que não passaram por mudanças em suas lideranças. O teste de qui-quadrado de Pearson resultou em uma probabilidade associada de 0,000, indicando uma associação estatisticamente significativa entre a rotatividade da alta administração e a situação de recuperação judicial.

Portanto, os dados sugerem que a rotatividade na alta administração pode ser um fator relevante para explicar a maior propensão das empresas a ingressarem em processos de recuperação judicial, o que reforça a importância de práticas consistentes de governança corporativa.

Em seguida realizamos a análise individual de cada membro da alta administração. A rotatividade do diretor-presidente (CFO) é apresentada na Figura 3.

Figura 3 - Rotatividade do Diretor-Presidente (CEO)



Fonte: dados da pesquisa (2024).

A amostra experimental apresenta maior variabilidade na rotatividade no cargo de diretor-presidente (CEO) ao longo dos trimestres, especialmente nos trimestres 14º, 18º e 19º (novamente segundo e terceiros trimestres de cada ano). Na amostra de controle a rotatividade é menor. Isto sugere que empresas com *financial distress* que estão em período precedente ao pedido de recuperação judicial, principalmente nos 18 meses que antecedente ao pedido (entre o 14º e o 19º trimestre) trocam mais frequentemente seus diretores, possivelmente na tentativa de resolver problemas gerenciais.

De modo adicional, foi realizado o teste qui-quadrado de Pearson para avaliar a significância da associação entre a rotatividade do CEO da organização e a empresa estar ou não em recuperação judicial (Tabela 16).

Tabela 16 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do CEO

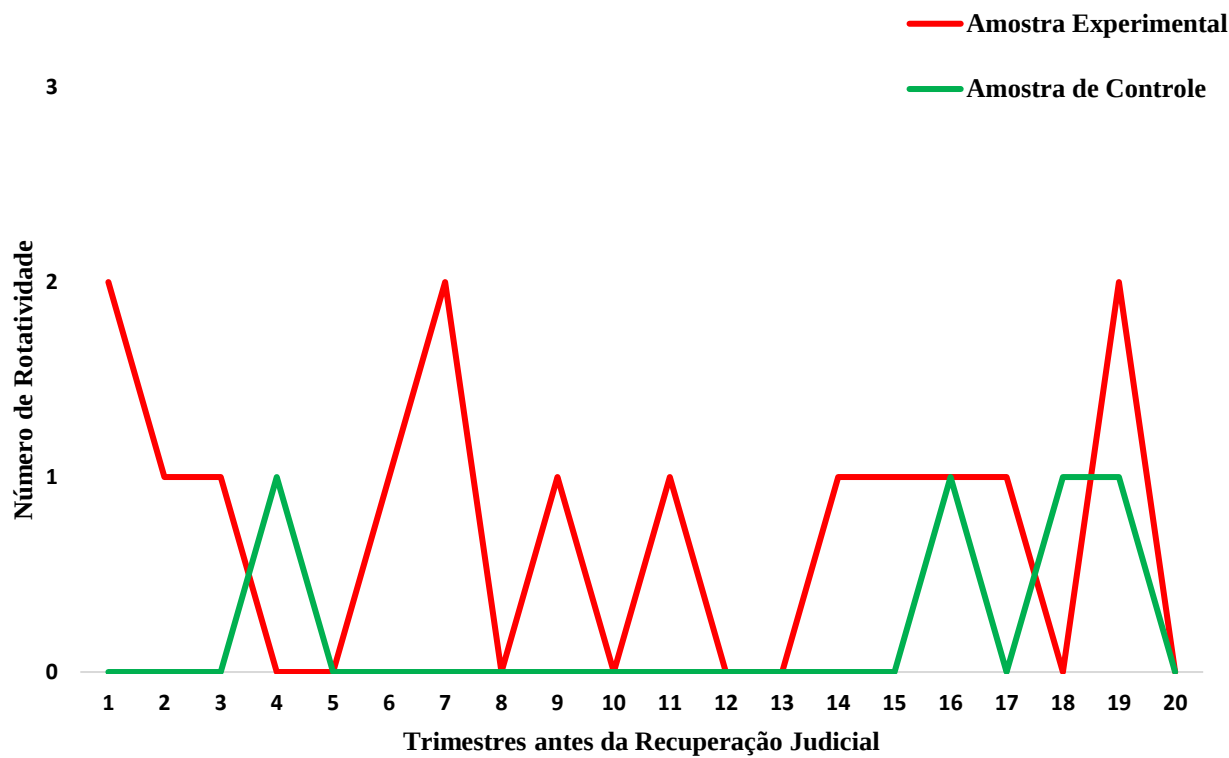
Rotatividade CEO	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	467	483	950
	49,16%	50,84%	100%
1	33	17	50
	66,00%	34,00%	100%
Total	500	500	1.000
	50,00%	50,00%	100,00%
Pearson Chi2(1) = 5,3895		Probabilidade = 0,020	

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Com base nos resultados do teste Qui-Quadrado para a rotatividade do CEO, do total de empresas que compõem a amostra e que apresentaram a rotatividade do CEO em algum período, 66% da rotatividade identificada pertence a empresas que passaram por recuperação judicial. Ainda apresentou um p-valor de 0,020 sendo menor que o nível de significância padrão de 0,05, indicando a existência de associação estatisticamente significativa entre a rotatividade do CEO e a recuperação judicial das empresas.

A rotatividade do diretor-financeiro (CFO) (Figura 4) também é significativamente maior na amostra experimental, em comparação com a amostra de controle, porém com menor frequência se comparada com a rotatividade do diretor-presidente (CEO).

Figura 4 - Rotatividade do Diretor Financeiro (CFO)



Fonte: dados da pesquisa (2024).

De modo similar com a rotatividade do CEO, sugere que quando as empresas estão próximas de fazer o pedido de recuperação judicial experimentam mais mudanças na diretoria financeira, principalmente nos trimestres 1º, 7º e 19º, com a coincidência de troca de ambos os diretores (CEO e CFO) no 19º trimestre (4 a 6 meses antes do pedido de recuperação judicial). O teste Qui-Quadrado para a rotatividade do CFO (Tabela 17), foi identificado que 78,95% dos casos de rotatividade do CFO aconteceram em empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial, e com um p-valor de 0,011, indicando uma relação estatisticamente significativa entre a rotatividade do CFO e a recuperação judicial em empresas.

Tabela 17 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do CFO

Rotatividade CFO	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	485	496	981
	49,44%	50,56%	100%
1	15	4	19
	78,95%	21,05%	100%
Total	500	500	1.000
	50,00%	50,00%	100,00%

Pearson Chi2(1) = 6,4918

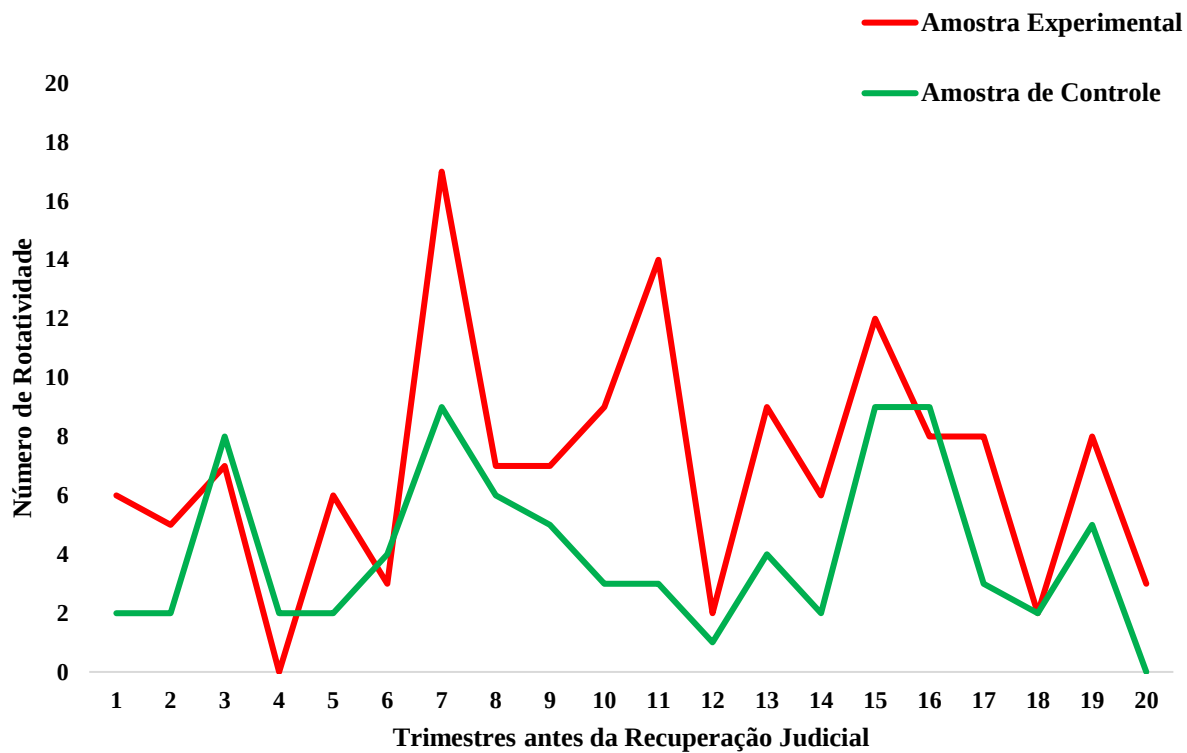
Probabilidade = 0,011

Fonte: dados da pesquisa (2024).

No que diz respeito a diretoria em geral (

Figura 5), a amostra experimental apresenta uma rotatividade significativamente maior que a amostra de controle, com picos bastante elevados, especialmente no 7º e 11º trimestres antes do pedido de recuperação judicial.

Figura 5 - Rotatividade da Diretoria em Geral



Fonte: dados da pesquisa (2024).

Isso pode sugerir que quando as empresas em *financial distress* tendem a trocar suas diretorias em busca de soluções que ajudem a melhorar a saúde econômica e financeira. E, as múltiplas mudanças em períodos curtos podem refletir uma falta de estabilidade e direcionamento da gestão nessas empresas, retratando períodos de crise, com alta rotatividade em posições de diretoria como uma resposta ao insucesso da empresa.

Quanto à rotatividade da diretoria geral impactando na recuperação judicial das empresas, o teste Qui-Quadrado mostra que em 63,01% dos casos de rotatividade impactaram empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial, com um p-valor de 0,001, mostrando uma relação estatisticamente significativa entre a rotatividade da diretoria geral com os casos de recuperação judicial (Tabela 18).

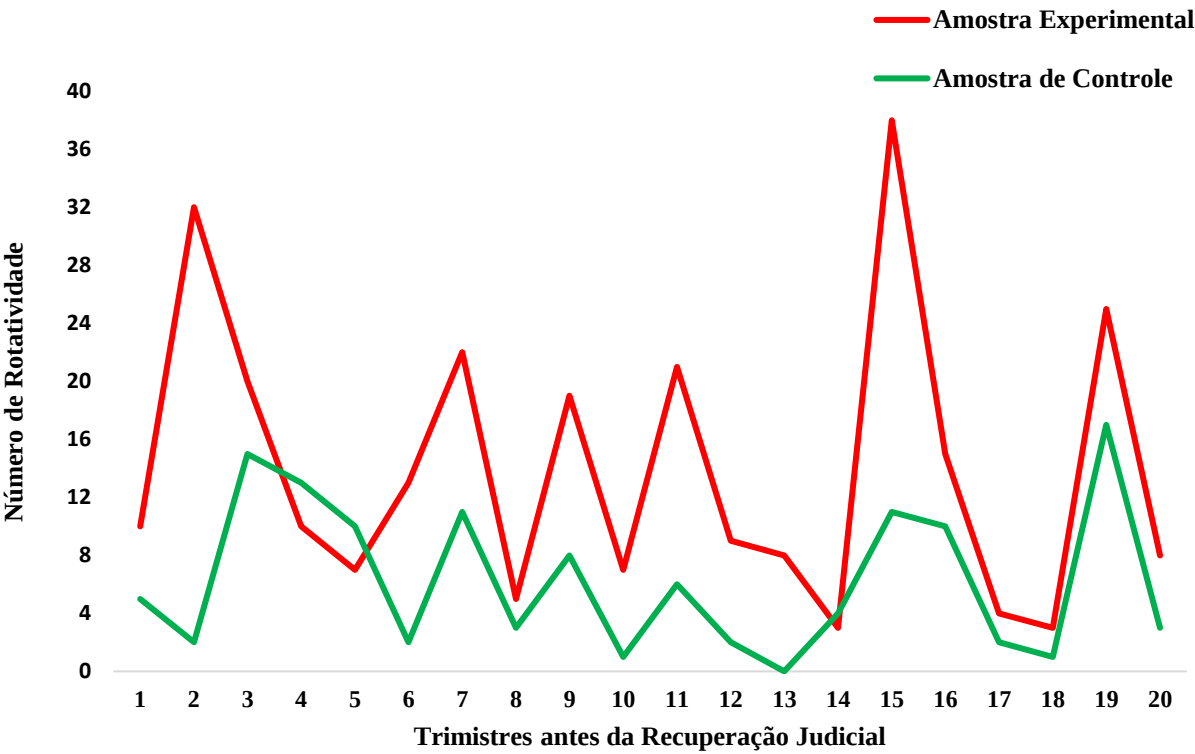
Tabela 18 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do diretoria geral

Rotatividade Diretoria Geral	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	408 47,78%	446 52,22%	854 100%
1	92 63,01%	54 36,99%	146 100%

Total	500 50,00%	500 50,00%	1.000 100,00%
Pearson Chi2(1) = 11,5813		Probabilidade = 0,001	
Fonte: dados da pesquisa (2024).			

O Conselho de Administração é responsável pelas decisões que qualquer diretor irá executar. Composto por conselheiros efetivos e independentes, mediante mandatos com período determinado, representam o elo entre proprietários (principais) e gestores (agentes), orientando e supervisionando a relação do agente com o principal. A rotatividade do Conselho de Administração é apresentada na **Erro! Fonte de referência não encontrada.**, e respectivo t este Qui-Quadrado na **Erro! Fonte de referência não encontrada.**

Figura 6 - Rotatividade do Conselho de Administração



Fonte: dados da pesquisa (2024).

A amostra experimental apresentou uma rotatividade significativamente mais elevada e irregular do conselho de administração em comparação com a amostra de controle, com picos nos 2º, 7º, 9º, 11º, 15º e 19º trimestres, com uma alta rotatividade alcançando até 38 mudanças no 15º trimestre. Sugere-se que a proximidade da necessidade de pedir recuperação judicial (a partir do 15º trimestre – 18 meses antes) ocorre maior alteração dos membros do conselho de administração. Isto pode significar tentativa de reestabelecer as diretrizes entre principal e agente para melhorar o quadro financeiro que a empresa se encontra.

Tabela 19 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do conselho de administração

Rotatividade Conselho de Administração	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	384	443	827
	46,43%	53,57%	100%
1	116	57	173
	67,05%	32,75%	100%
Total	500	500	1.000
	50,00%	50,00%	100,00%

Pearson Chi2(1) = 24,3306

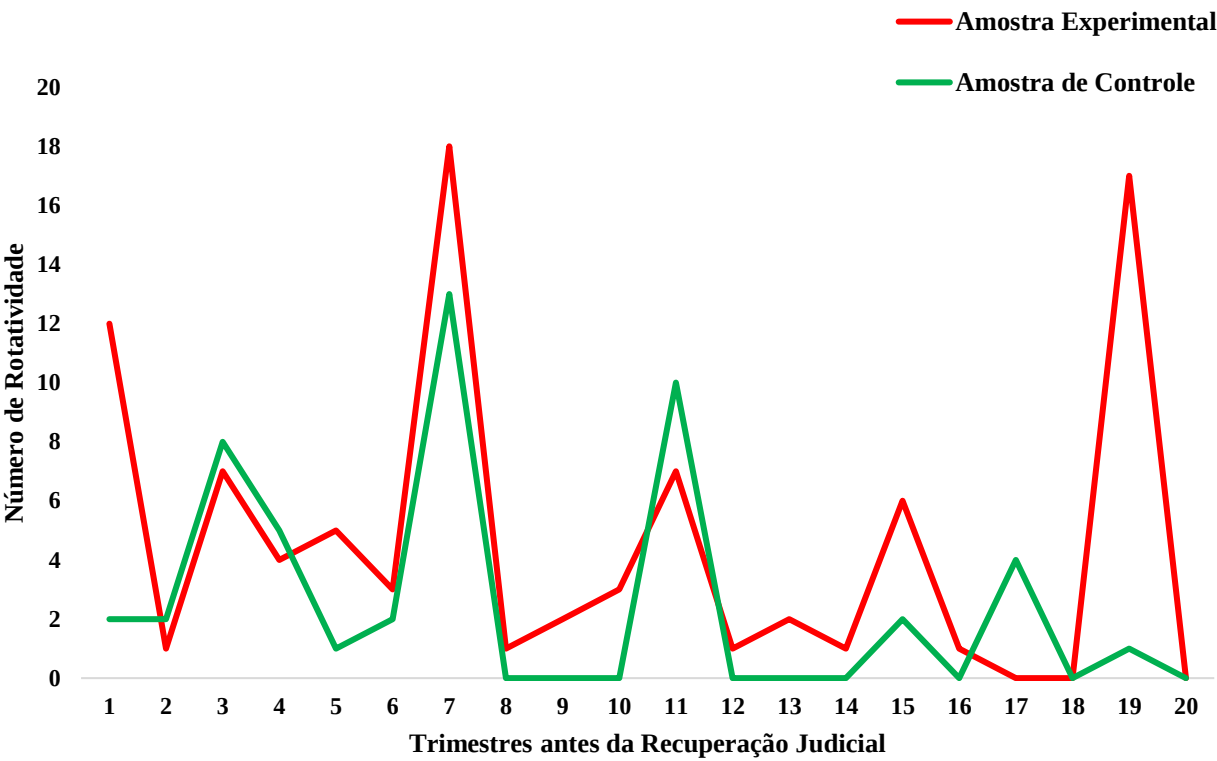
Probabilidade = 0,000

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Considerando a rotatividade do conselho de administração e seu impacto na recuperação judicial das empresas, verificou-se que 67,05% dos casos de rotatividade deste Conselho ocorreram em empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial. Com um p-valor de 0,000, essa relação é estatisticamente significativa, indicando uma forte associação entre a rotatividade no conselho de administração e a probabilidade de as empresas passarem pelo processo de recuperação judicial.

Por sua vez, o conselho fiscal, também composto por membros efetivos e independentes e com mandatos por período determinado, com autonomia tem a finalidade de acompanhar e fiscalizar os atos da diretoria e do conselho de administração, prestar contas aos acionistas e fazer denúncias, para proteger os interesses da própria empresa (Figura 7).

Figura 7 - Rotatividade do Conselho Fiscal



Fonte: dados da pesquisa (2024).

A rotatividade do Conselho Fiscal foi menor que ao conselho de administração, mas a amostra experimental tem rotatividade significativamente maior que a amostra de controle, exceto no 3º, 11º e 17º trimestres. A rotatividade é significativamente maior no 19º trimestre (4 a 6 meses antes do pedido de recuperação judicial). Esse fato chama atenção porque se trata do conselho cujo finalidade é fiscalizar os atos do conselho de administração e diretores.

Sobre isto, o teste Qui-Quadrado para a rotatividade do Conselho Fiscal (Tabela 20) indica que em 64,38% dos casos de rotatividade no conselho fiscal foram observados em empresas que estiveram em recuperação judicial. Com um p-valor de 0,011, essa relação revela uma associação estatisticamente significativa entre a rotatividade no conselho fiscal e a probabilidade de uma empresa passar por recuperação judicial.

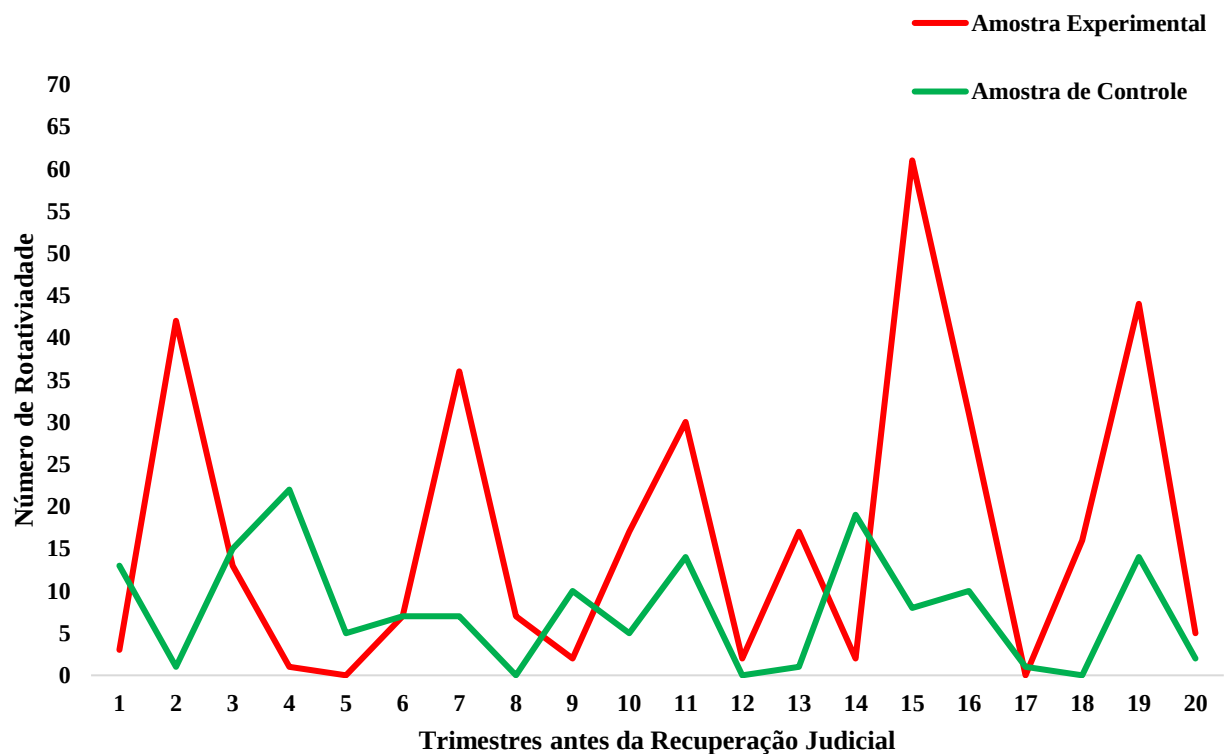
Tabela 20 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade do conselho fiscal

Rotatividade Conselho Fiscal	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	453 48,87%	474 51,13%	927 100%
1	47 64,38%	26 35,62%	72 100%
Total	500 50,00%	500 50,00%	1.000 100,00%
Pearson Chi2(1) = 6,5168			Probabilidade = 0,011

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Em seguida, analisou a rotatividade dos comitês internos das empresas, os quais atuam como órgãos de assessoramento do conselho de administração (Figura 8).

Figura 8 - Rotatividade dos Comitês Internos



Fonte: dados da pesquisa (2024).

A amostra experimental apresenta rotatividade significativamente maior e com picos acentuados, principalmente nos trimestres 2º, 7º, 11º, 15º e 19º. Esse resultado é similar ao apresentado na rotatividade da alta administração (quando analisou todos os grupos). Vale destacar que os trimestres de maior rotatividade coincidem com segundo ou,

predominantemente, com o terceiro trimestre de cada ano. Também, a maior frequência de rotatividade ocorre no 15º e 19º trimestres (4-6 e, principalmente, 16-18 meses antes do pedido de recuperação judicial). Nestes picos pode sugerir tentativas de reformular os comitês para alinhar esforços de enfrentamento do *financial distress*.

E o teste Qui-Quadrado para a rotatividade dos comitês internos (Tabela 21) identifica que 63,73% dos casos de rotatividade nestes comitês ocorreram em empresas que passaram por recuperação judicial. Com um p-valor de 0,003, essa relação é estatisticamente significativa, evidenciando uma conexão relevante entre a rotatividade nos comitês e a incidência de recuperação judicial nas empresas.

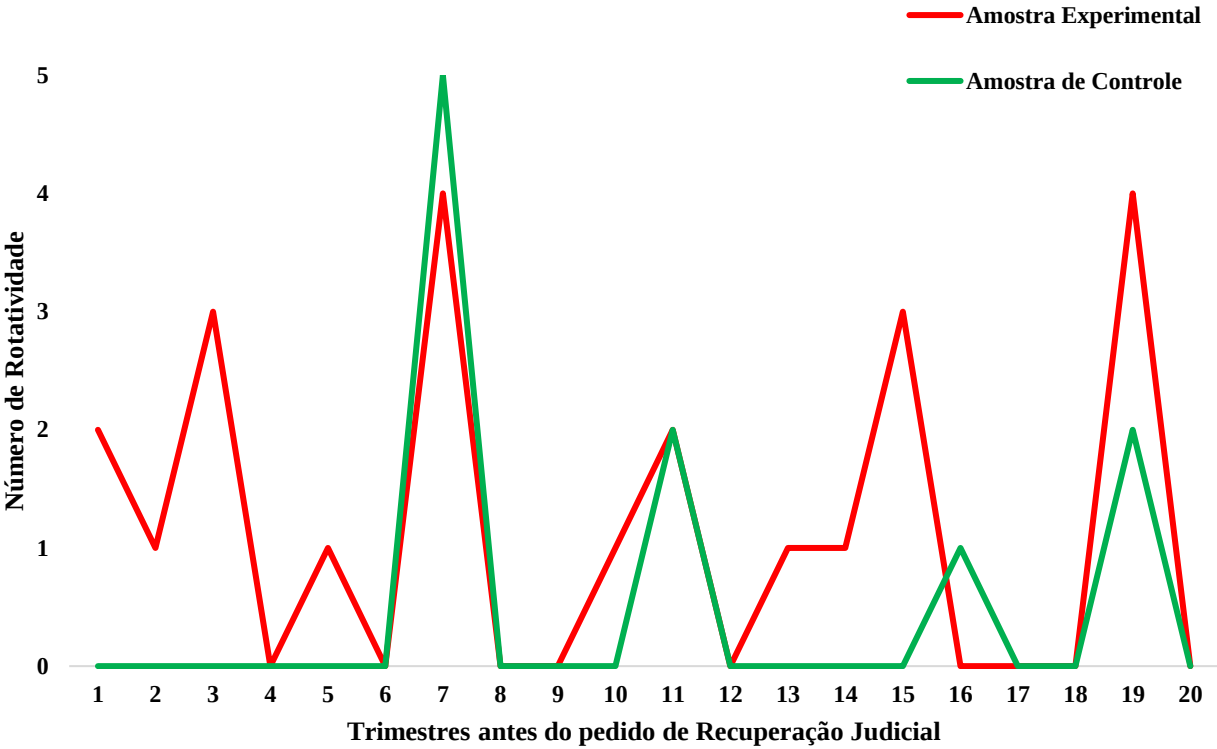
Tabela 21 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade dos comitês

Rotatividade Comitês	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	435	463	898
	48,44%	51,56%	100%
1	65	37	102
	63,73%	36,27%	100%
Total	500	500	1.000
	50,00%	50,00%	100,00%
Pearson Chi2(1) = 8,5593			Probabilidade = 0,003
Fonte: dados da pesquisa (2024).			

Por fim, é analisada a rotatividade da auditoria independente que, como mecanismo de governança, busca aumentar a transparência e confiabilidade das informações contábeis em relação à gestão, a fim de reduzir riscos à medida que o corpo diretivo da empresa aperfeiçoa suas práticas e processos de controle. De acordo com a Instrução Normativa nº 308, de 1999, da CVM, o período máximo de permanência de uma auditoria independente em uma empresa é de 5 anos, podendo fazer o rodízio em tempo menor.

A amostra experimental, novamente, apresentar maior rotatividade de auditoria independente, com destaque para o 15º e 19º trimestres (respectivamente 16-18; 4-6 meses) antes do pedido de recuperação judicial (Figura 9).

Figura 9 - Rotatividade da Auditoria Independente



Fonte: dados da pesquisa (2024).

E o teste Qui-quadrado para a rotatividade da auditoria independente identificou que em 69,70% das observações pertencem ao grupo de empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial, com p-valor de 0,021, sendo estatisticamente significativo. Em outras palavras, há relevância considerada se tratando do impacto da rotatividade da auditoria independente no grupo de empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial.

Tabela 22 - Teste do Qui-Quadrado de Pearson para rotatividade da auditoria independente

Rotatividade Auditoria Independente	Situação		Total
	Recuperação Judicial	Não Recuperação Judicial	
0	477	490	967
	49,33%	50,67%	100%
1	23	10	33
	69,70%	30,30%	100%
Total	500	500	1.000
	50,00%	50,00%	100,00%

Pearson Chi2(1) = 5,2960

Probabilidade = 0,021

Fonte: dados da pesquisa (2024).

Em síntese, nota-se que a rotatividade tem algumas similaridades em períodos de ocorrência para a amostra experimental (Tabela 23).

Tabela 23 - Trimestres com maior ocorrência de rotatividade na amostra experimental

Trimestres de maior ocorrência	Alta Administração	CEO	CFO	DG	CA	CF	Comitês	Auditoria Independente
7º (21-27 meses)								
15º (33-45 meses)								
18º (54-57 meses)								

Fonte: elaborado pelo autor, dados da pesquisa (2024).

A análise descritiva acompanhada do teste de Qui-Quadrado permitiu identificar padrões de rotatividade na amostra de empresas que passaram por recuperação judicial, destacando-se os trimestres 7º, 15º e 18º anteriores ao pedido de recuperação judicial. No 7º trimestre observa-se que a alta administração, CFO, diretoria geral, conselho de administração, conselho fiscal, os comitês e auditoria independente apresentaram uma perturbação anormal no gráfico. De modo semelhante ocorreu no 15º trimestre com as outras categorias da alta administração, exceto CFO e o conselho fiscal. E, considerando um período mais longínquo do período que se faz o pedido de recuperação judicial tem-se o 18º trimestre para todas as categorias analisadas.

Ao considerar os trimestres com maior ocorrência de rotatividade deve observar que a maior frequência de rotatividade ocorreu com o Conselho de Administração e Conselho Fiscal. E, quando uma empresa pede recuperação judicial, esta deve apresentar seus relatórios contábeis dos últimos 3 anos antes do pedido, ou seja, o período imediatamente anterior ao pedido é marcado por elevada rotatividade em todos os cargos analisados. Isto coincide com o 15º e 18º trimestres. Então, esses resultados parciais sugerem possível associação à momentos críticos ou ocorrência de rotatividade de pessoas-chave nas empresas com recuperação judicial (amostra experimental), o que pode decorrer de estratégias administrativa-financeira adotadas antes do processo de recuperação judicial. Tais mudanças foram observadas na amostra de controle, com menor frequência, de modo que não deu significância estatística. Ainda, essas variáveis de rotatividade compreendem uma contribuição teórica e metodológica aos resultados de estudos realizados anteriormente com empresas em financial distress e/ou em recuperação judicial.

Cabe ressaltar que essa frequência de ocorrência nos trimestres identificados é resultado da observação individual de cada empresa que compõe a amostra experimental, uma vez que o trimestre que define o pedido de recuperação judicial é específico de cada empresa. E, as

observações da amostra de controle seguiram os procedimentos para que tivesse comparabilidade amostral, conforme descrito na seção do método.

4.2 Análise do Gerenciamento de Resultados e Indicadores Contábeis

Considerando que os dados não seguem uma distribuição normal, ou seja, são não paramétricos, utilizou-se a mediana como medida de tendência central na análise descritiva do gerenciamento de resultados e dos indicadores contábeis. A mediana foi escolhida por ser uma medida robusta, que não é influenciada por valores extremos (*outliers*). Na análise, foram considerados, apenas, os indicadores que apresentaram maior correlação com a situação de recuperação judicial, conforme apresentado na matriz de correlação (Figuras 02 e 03, na seção 3). Além disso, o teste de Kruska-Wallis foi aplicado para verificar a existência de diferenças significativas entre os grupos analisados (Tabela 24). Nesta tabela, os valores de ranqueamento gerados pelo teste foram desconsiderados porque seguiram a mesma direção dos valores das medianas, reforçando as tendências observadas.

Tabela 24 - Comparação de indicadores da amostra experimental e de controle

Sit.	M-Score	F-Dechow	Liq. Cor.	Endiv.	Giro Ativo	Marg. Bruta	Marg. Líq.	ROA	FCL
RJ	-2.580.039	.4990168	.9640152	.8431025	.0883551	.270398	-.1122573	-.0137752	9.928.668
Ñ R.J.	-2.454.272	.5382032	1.435.478	.6423695	.1260263	.2993876	.0240283	.0047506	1.063.553
Prob.	0.0001	0.0178	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001

Fonte: elaborado pelo autor, dados da pesquisa (2024).

No que se referente ao gerenciamento de resultado, M-Score e F-Dechow, apresentam diferenças amostrais estatisticamente significativas (0,0001 e 0,0178, respectivamente). Na amostra experimental o M-Score obteve mediana de -2,58, enquanto na amostra de controle essa medida foi -2,45, de modo que ambas as amostras ficaram abaixo do limiar de -1,78, indicativo de gerenciamento de resultado. Porém, a amostra de controle obteve valor mais próximo desse limiar, o que pode sugerir que esse grupo pode ter maior probabilidade de gerenciar seus resultados. A mesma evidência foi identificada para o F-Dechow: o grupo experimental obteve o valor de 0,499, enquanto o grupo de controle foi 0,538; ambos os grupos abaixo do limiar superior a 1,00, indicando gerenciamento de resultado, contudo o grupo de controle mais próximos de 1, o que pode sugerir que as empresas que não entraram em recuperação judicial têm maior probabilidade de gerenciar resultados. Com a similaridade de evidências desses dois índices de gerenciamento de resultado, pode-se depreender que a

amostra experimental ainda gerencia resultados (e tenha gerenciado ainda mais), assim como a amostra de controle, que apresenta maior probabilidade de gerenciamento. Com esse resultado, tem a sugestão de que há outros fatores que podem estar associados as causas de financial distress e o pedido de recuperação judicial. Esses fatores podem ser as variáveis de rotatividade (seção 4.1) ou as variáveis compreendidas pelos indicadores econômico-financeiros.

Seguindo para a comparação das medianas das variáveis dos indicadores econômico-financeiros, a liquidez corrente revela que a amostra experimental apresenta capacidade de pagamento de curto prazo significativamente menor (0,964) que a amostra de controle (1,435), e é estatisticamente significativa (p-valor igual a 0,0001). O endividamento reforça os achados da liquidez, uma vez que, são índices inversos - maior dependência de capital de terceiros e uma menor capacidade de honrar obrigações financeira. Assim, a amostra experimental tem maior endividamento (0,843) que a amostra de controle (0,642), sendo estatisticamente significativas (p-valor igual a 0,0001).

No quesito eficiência em gerar receitas a partir de seus ativos, a amostra experimental também apresentou diferenças significativas (p-valor igual a 0,0001), comparada com a amostra de controle. Esses valores são esperados para empresas em financial distress (amostra experimental a mediana do giro do ativo é de 0,0883; amostra de controle é de 0,1260). Por conseguinte, os indicadores de lucratividade e rentabilidade (margem bruta, margem líquida e ROA) da amostra experimental apresentaram medianas inferiores em comparação à amostra de controle, todos sendo estatisticamente significativas, com p-valor de 0,0001.

Em relação ao Fluxo de Caixa Livre (FCL), observa-se que a amostra de controle tem mediana superior (10,63553) em comparação a amostra experimental (9,928668), com diferença estatisticamente significativa (p-valor de 0,0001). O FCL reflete os recursos financeiros que a empresa possui após pagar seus investimentos e despesas operacionais, sendo um indicador da capacidade da empresa de gerar caixa internamente e de segurança financeira. O valor mais elevado para a amostra de controle confirma o esperado: essas empresas possuem uma maior disponibilidade de recursos financeiros para financiar suas operações, investir em novos projetos ou distribuir dividendos aos acionistas, ao contrário da amostra experimental.

Os resultados da análise dos indicadores econômico-financeiros de liquidez, endividamento rentabilidade e lucratividade e, FCL confirmam o esperado pela literatura, isto é, a amostra de controle possuem melhor situação econômico-financeira, comparada com a amostra experimental. Entre as variáveis de indicadores econômico-financeiros, o FCL é uma variável inovadora deste estudo, uma vez que, não foi considerada nos estudos anteriores com empresas em financial distress e/ou em recuperação judicial. Isto sugere que analisar variável

estritamente financeira, como o FLC, é essencial para capturar possíveis distorções promovidas entre o desempenho econômico e não capturado pelo gerenciamento de resultados e o desempenho financeiro efetivo.

4.3 **Análise do Modelo de Regressão Logit**

O modelo de regressão logit é utilizado em análises estatísticas para estimar a probabilidade de ocorrência de um evento binário, com dois possíveis resultados. Trata-se de um modelo gera coeficientes que indicam a influência das variáveis independentes sobre a probabilidade da ocorrência da variável dependente. Assim, é testada a hipótese H1: o pedido da recuperação judicial está positivamente associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade da alta administração.

Os resultados deste modelo são apresentados na Tabela 25.

Tabela 25 - Modelo de regressão logística

Logit RJ Mscore Rotat_CA Rotat_CT Endividamento ROA logfcl GiroAtivo						
Interação 0:	Log Likelihood =	-325,45141				
Interação 1:	Log Likelihood =	-210,26819				
Interação 2:	Log Likelihood =	-208,72227				
Interação 3:	Log Likelihood =	-208,71568				
Interação 4:	Log Likelihood =	-208,71567				
Regressão Logística		Número de Observações =				471
		LR chi2(7) =				233,47
		Prob > chi2				0
Log Likelihood =	-208,71567	Pseudo R2				0,3587
RJ	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
Mscore	-0,48303	0,23890	-2,02000	0,04300	-0,95126	-0,01480
Rotat_CA	0,74138	0,34083	2,18000	0,03000	0,07337	1,40940
Rotat_CT	0,80764	0,39829	2,03000	0,04300	0,27008	1,58826
Endividamento	5,11945	0,61797	8,28000	0,00000	3,90825	6,33064
ROA	-24,63039	5,17973	-4,76000	0,00000	-34,78247	-14,47830
logfcl	0,30101	0,61782	-4,87000	0,00000	-0,42210	-0,17992
GiroAtivo	6,52330	1,30937	-4,98000	0,00000	-9,08962	-3,95698
_cons	1,28061	0,82711	-1,55000	0,12200	-2,90172	0,34050

Fonte: elaborado pelo autor, dados da pesquisa (2024).

O M-Score, com um coeficiente negativo de -0,483 e significância estatística com p-valor de 0,043 confiável ao nível de 5%, sugere que um aumento nesse indicador está associado a uma menor probabilidade de a empresa entrar em recuperação judicial. No contexto deste modelo, empresas com valores mais baixos de M-Score, ou seja, aquelas menos propensas a gerenciarem resultados, têm maior probabilidade de estarem em recuperação judicial.

Esse resultado confirma aqueles obtidos na análise descritiva (seção 4.2) e sugere que a maior ocorrência de gerenciamento de resultado é uma estratégia adotada por empresas que não pretendem pedir a recuperação judicial. Entretanto, pode-se sugerir que o gerenciamento de resultado seja um artefato para disfarçar ou minimizar a situação de financial distress ou, ao contrário, preparatório para o pedido de recuperação judicial. Se isto for o propósito, a ocorrência do gerenciamento de resultado pode estar relacionada com período maior que 3 anos (ou 12 trimestres), uma vez que os trimestres com maior rotatividade dos membros relacionados à alta direção ocorrem no 15º e 18º trimestres. Esse período pode estar associado com os relatórios contábeis que devem ser apresentados na ocasião do pedido de recuperação judicial (últimos 3 anos). Adicionalmente, não se pode descartar a possibilidade que gerenciar resultados e a rotatividade da alta direção, principalmente Conselho de Administração e Comitês, sejam estratégias combinadas e preparatórias para um futuro pedido de recuperação judicial, enquanto apenas gerenciar resultados sem alta rotatividade do alto escalão sejam práticas de empresas (amostra de controle) que não pretendem pedir recuperação judicial e/ou agem nos limites da discricionariedade das escolhas contábeis.

A variável rotatividade do conselho de administração, apresentou um coeficiente positivo de 0,741, estatisticamente significativo (p-valor de 0,030). Esse resultado indica que o aumento na rotatividade deste Conselho está associado a maiores chances de uma empresa entrar em recuperação judicial. Isto confirma a literatura que tem evidências que o aumento da rotatividade da alta administração está diretamente ligado ao desempenho das organizações, de modo que empresas com baixo retorno ou baixa lucratividade apresentaram maior probabilidade de rotatividade do CEO (Vieira & Martins, 2018).

Da mesma forma, a rotatividade dos comitês também apresenta um coeficiente positivo de 0,808, e significância estatística com um p-valor de 0,043. Isto sugere que um aumento na rotatividade nos comitês está associado a uma maior probabilidade de recuperação judicial. De modo análogo ao conselho de administração, a rotatividade nos comitês pode indicar instabilidade ou problemas na estrutura de governança corporativa, na descontinuidade ou quebras de práticas de supervisão das práticas contábeis, fiscais e financeiras da empresa, o que pode comprometer o controle e a conformidade financeira. Em síntese, mudanças frequentes

nos participantes do conselho de administração e comitês de assessoramento pode ser um sinal de instabilidade ou de problemas na governança corporativa, o que pode refletir nas decisões operacionais, estratégicas e financeiras da empresa. Essa instabilidade pode ser um dos fatores que contribuem para a fragilidade financeira da empresa, pela falta de continuidade dos conselheiros.

O endividamento, com um coeficiente positivo de 5,119, com significância estatística (p-valor menor que 0,0001) indica que empresas com altos níveis de endividamento têm uma probabilidade consideravelmente maior de entrar em recuperação judicial, sendo um fator crítico de previsão de insolvência. Esse resultado confirma aqueles obtidos na análise das medianas.

O ROA tem um coeficiente negativo de -24.630, e significância estatística (p-valor menor que 0,0001). Esse resultado sugere que empresas com menor ROA têm uma probabilidade significativamente maior de entrarem em recuperação judicial, sendo consistente com as medianas observadas. O ROA é um sinalizador de solvência.

O fluxo de caixa livre também apresenta uma relação significativa (p-valor menor que 0,0001), com um coeficiente negativo de -0,301, logo, empresas com maior fluxo de caixa livre têm uma menor probabilidade de entrar em recuperação judicial, confirmando o resultado obtido na análise das medianas. Assim como o ROA, o FLC é um sinalizador de solvência financeira.

Por fim, o giro do ativo, com um coeficiente negativo de -6.523 e com significância estatística com p-valor menor que 0,0001, indica que empresas com maior eficiência operacional, têm probabilidade significativamente menor de entrar em recuperação judicial. Novamente esse resultado confirma a análise das mediana. E, reforça a importância da eficiência operacional como um fator que reduz o risco de recuperação judicial.

Considerando que todas as variáveis do modelo de regressão logit são estatisticamente significativas para prever a recuperação judicial nas empresas e, o Pseudo R^2 sugere que o modelo explica cerca de 35,87% das variabilidades na probabilidade de as empresas entrarem em recuperação judicial, pode-se depreender que a H1 foi parcialmente confirmada. Isto é, a relação negativa com o gerenciamento de resultados e, conforme previsto, uma relação positiva com a rotatividade da alta administração. Na modelagem estatística, observou-se que as variáveis com maior relevância para o modelo foram o conselho de administração e os comitês de assessoramento da governança corporativa da empresa.

Com esses achados é confirmada a diferença entre a amostra de controle e amostra experimental, ou seja, a rotatividade do alto escalão, principalmente dos membros do Conselho

de Administração e Comitês, combinado com práticas de gerenciamento de resultado, são fatores que indicam maior ocorrência de financial distress e recuperação judicial. Em outras palavras, identificou que financial distress e a recuperação judicial não são explicados, apenas, pelo gerenciamento de resultados e indicadores econômico-financeiros de liquidez, endividamento, rentabilidade e retorno. O FCL e, principalmente, a rotatividade do alto escalão são variáveis explicativas para a recuperação judicial. Todavia, esses resultados não explicam a ordem desta relação de causa-efeito, isto é, se a rotatividade do alto escalão é o que provoca o financial distress, logo a recuperação judicial, ou o contrário. E, ainda sobre a rotatividade, não foi possível ter evidências se a maior rotatividade do conselho de administração e comitês sejam causa ou efeito da menor rotatividade de CEO e CFO. Todavia, depreende-se que a instabilidade causada pela rotatividade do Conselho de Administração e Comitês, como mecanismos de governança corporativa que acompanham as ações do CEO e do CFO, podem ser facilitadores para ocorrer o financial distress e a recuperação judicial.

Tabela 26 - Resultado das Hipóteses H0 vs Ha

Hipótese	Variável Analisada	Hipótese Prevalecente
H1	Resultado da regressão logit	H ₀ – O pedido de recuperação judicial está negativamente associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade da alta administração.
H1a	Rotatividade do Diretor Presidente (CEO).	H _a – A rotatividade do diretor presidente impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1b	Rotatividade do Diretor Financeiro (CFO).	H _a – A rotatividade do diretor financeiro impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1c	Rotatividade da Diretoria em Geral (DG).	H _a – A rotatividade da diretoria em geral impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1d	Rotatividade do Conselho de Administração (CA).	H _a – A rotatividade do conselho de administração impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1e	Rotatividade do Conselho Fiscal (CF).	H _a – A rotatividade do conselho fiscal impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1f	Rotatividade dos Comitês (CT).	H _a – A rotatividade dos comitês impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1g	Rotatividade da Auditoria Independente (AT).	H _a – A rotatividade da auditoria independente impacta nos pedidos de recuperação judicial.
H1h	Gerenciamento de Resultados (M-Score e F-Dechow).	H ₀ – Empresas em recuperação judicial não gerenciam seus resultados de forma anormal.

Fonte: elaborado pelo autor, dados da pesquisa (2024).

Com base nos resultados obtidos nas Seções 4.2 e 4.3, podemos afirmar que a H1 foi parcialmente aceita. Observou-se um resultado positivamente associado à recuperação judicial das empresas e outro resultado negativamente associado a essa mesma recuperação. Especificamente, a rotatividade da alta administração teve um impacto positivo nas empresas em recuperação judicial, enquanto o gerenciamento apresentou um impacto negativo. Dessa

forma, a H1h manteve-se na hipótese nula, com o gerenciamento de resultados impactando de maneira oposta ao esperado.

Contudo, as H1a, H1b, H1c, H1d, H1e, H1f e H1g apresentaram resultados em consonância com o esperado, confirmando a hipótese alternativa. Isso indica que a rotatividade da alta administração — incluindo CEO, CFO, diretores em geral, conselho de administração, conselho fiscal, comitês e auditoria independente — impactou diretamente a amostra de empresas em recuperação judicial, conforme resultados apresentados na Seção 4.1.

4.4 Discussão dos Resultados e Conclusão

O problema de agência nas empresas é agravado pelo conflito de interesses entre os gestores e os stakeholders, como acionistas e credores, a situação piora ainda mais com aquelas categorizadas como em *financial distress* (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; La Porta et al., 2000; Means, 2017; Shleifer & Vishny, 1997; Vieira & Martins, 2018). Os gestores podem ter contribuído para a situação crítica da empresa através de decisões que privilegiaram interesses pessoais ou de curto prazo, em detrimento da saúde financeira e operacional a longo prazo (Bebchuk & Fried, 2003; Dechow & Sloan, 1991; Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1979b; Morck et al., 1988; Shleifer & Vishny, 1997; Stein, 1989; Vieira & Martins, 2018). Essa possível culpa dos gestores na direção, em relação ao caminho que levou a empresa para dificuldade financeira, levanta questões sobre a eficácia da governança corporativa e a necessidade de maior alinhamento de incentivos. Sendo assim, é fundamental reavaliar a atuação dos gestores, bem como suas decisões ao longo do tempo, e implementar mecanismos que promovam a transparência e o alinhamento dos interesses de todas as partes envolvidas, visando a sustentabilidade e o sucesso futuro da empresa (Baioco & Almeida, 2017; de Freitas Brandão, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018).

Além disso, considerando que o Brasil é um país emergente com *enforcement* legal menos desenvolvido em comparação a países desenvolvidos, os problemas de agência podem ser agravados (Botelho et al., 2016; Denis & McConnell, 2003; do Nascimento & de Souza Gonçalves, 2024; R. M. de Freitas & Mol, 2017; García-Sánchez & García-Meca, 2018; La Porta et al., 2000; Martins & Ventura Júnior, 2020; Morck et al., 1988; Vieira & Martins, 2018). O caso mais emblemático dos últimos tempos foi o da Americanas, que exemplifica como falhas na fiscalização e na aplicação das leis podem permitir que inconsistências contábeis significativas ocorram sem detecção imediata. Essas deficiências no *enforcement* legal dificultam a responsabilização dos gestores e a proteção adequada dos interesses de acionistas

e credores (Corrêa et al., 2024; Denis & McConnell, 2003; La Porta et al., 2000; Shleifer & Vishny, 1997). As implicações afetam a confiança no sistema de mercado de capitais brasileiro e evidencia a necessidade de aprimoramento dos mecanismos regulatórios e de governança corporativa. Com isso o fortalecimento do *enforcement* legal é essencial para mitigar os problemas de agência e promover um ambiente de negócios mais transparente e confiável no Brasil.

Adicionalmente, os conflitos de agência, bem como seus custos, podem ser reduzidos com maior autonomia do conselho de administração e comitês no monitoramento e supervisão dos diretores executivos para que suas principais funções (definir diretrizes estratégicas, avaliar o desempenho da gestão e garantir que as decisões estejam alinhadas com os interesses dos acionistas e demais stakeholders) (Adams et al., 2010; Agrawal & Knoeber, 2012; Bhagat & Bolton, 2019; Borba et al., 2019; de Freitas Brandão, 2024; Fama & Jensen, 1983; R. M. de Freitas & Mol, 2017; Hermalin & Weisbach, 2001; Hillman & Dalziel, 2003; Jensen, 1993; Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018; Zahra & Pearce, 1989) sejam exequíveis sem a força oculta da diretoria em estimular ou provocar a rotatividade. Desse modo, os problemas de agência, a continuidade empresarial e a saúde econômico-financeira são agravadas quando existe alta rotatividade em setores-chave, essenciais para o bom funcionamento da entidade (vide seção 4.1 e 4.3), quando a rotatividade, de todos os setores da alta administração, é mais acentuada nas empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial. Essa instabilidade pode comprometer a eficácia da supervisão pelo conselho e pelos comitês e dificultar a implementação de estratégias de longo prazo. Entende-se que a baixa rotatividade da alta administração e a atuação eficaz do conselho de administração e dos comitês são fundamentais para assegurar a governança corporativa sólida e a sustentabilidade da empresa.

Se a finalidade do CEO é atuar como executor responsável pelas decisões estratégicas, aprovadas pelo Conselho de Administração, que impactam diretamente a estrutura de capital da empresa, a opção entre aumentar o endividamento ou buscar alternativas de capital próprio reflete as prioridades e estratégias delineadas pelo CEO, indicando que suas decisões influenciam diretamente o nível de passivos da organização, e que além disso, o desempenho da empresa e o retorno aos acionistas estão intrinsecamente ligados às funções e ações do CEO (Bernstein, 2005; Corrêa et al., 2024; de Moura et al., 2017). Portanto, a rotatividade exagerada da alta administração (vide seção 4.1), pode ser lesiva para a continuidade empresarial, agravando problemas econômicos e financeiros e comprometendo a estabilidade da organização, ou ainda, sendo a causa obscura de fraudes contábeis que são descobertas tardiamente, como o caso da Americanas S.A.

Ainda sobre a finalidade do CEO, Corrêa et al. (2024) apresentaram 4 poderes que permeiam a vida do CEO: poder de propriedade, associado à participação acionária do CEO; o poder especialista, fundamentado em seu conhecimento técnico e expertise; o poder de prestígio, derivado de sua reputação e status; e o poder estrutural, que se destaca como elemento central para discussão neste estudo. O poder estrutural, em particular, decorre da posição hierárquica ocupada pelo CEO, conferindo-lhe a capacidade de influenciar diretamente subordinados e conselheiros, moldando as decisões estratégicas e a governança corporativa da organização. Sendo assim, essa concentração de influência e autoridade permite ao CEO exercer controle significativo sobre as operações e decisões estratégicas, logo influenciar diretamente a composição e o funcionamento do Conselho de Administração e seus comitês, interferindo em sua independência e finalidade.

Nesse contexto, seguindo a ótica de poder que o CEO exerce numa organização, surge a seguinte questão: se o CEO da organização detém tanto poder, o que garante que ele não está utilizando essa influência para moldar a composição dos órgãos responsáveis pelo monitoramento e supervisão de suas próprias ações? Essa interferência pode comprometer a independência e a finalidade desses órgãos, essenciais para a mitigação dos problemas de agência já discutidos.

Portanto, é fundamental investigar até que ponto a influência do CEO pode afetar a governança corporativa, agravando a fragilidade financeira (vide seções 4.1 e 4.3), a rotatividade exagerada da alta administração, especialmente do conselho de administração e dos comitês, e a continuidade empresarial, especialmente em contextos em que o *enforcement* legal é menos desenvolvido, como no Brasil. Isso reforça a necessidade de práticas de governança mais robustas, que promovam a independência dos conselhos, limitem a centralização do poder e fortaleçam os mecanismos de controle interno, garantindo uma gestão mais alinhada aos interesses da organização e de seus stakeholders.

Observou-se a partir da coleta e tratamentos dos dados, em alguns casos, um desbalanceamento na proporção entre executivos e conselheiros, principalmente na amostra experimental, caracterizado por um número proporcionalmente maior de executivos em relação aos membros do conselho. Essa configuração fragiliza os mecanismos de governança corporativa, contribuindo para o aumento do desalinhamento estratégico na alta administração, intensificando o desequilíbrio gerencial e elevando os custos de agência (Marquezan et al., 2023; Vieira & Martins, 2018). Além disso, a dualidade de funções também foi um dos pontos em que chamaram a atenção.

Sobre isto, suscitou dúvidas sobre os benefícios do excesso de poder conferido a CEO que também ocupavam o cargo de presidente do conselho de administração. Ao mesmo tempo que executa as ações; preside aqueles que aprovam e monitoram ou supervisionam suas próprias ações. Isso pode interferir diretamente na independência e na finalidade do conselho de administração, potencializando ainda mais os conflitos de agência e diminuindo a capacidade de monitoramento e controle interno (Marquezan et al., 2023). Dito isso, torna-se evidente a importância de estruturas organizacionais mais equilibradas para fortalecer a governança corporativa e reduzir os conflitos de interesse entre gestores e conselheiros.

Mudando do foco da governança corporativa e passando para o gerenciamento de resultados, empresas em recuperação judicial apresentaram níveis menores de gerenciamento de resultados, indicando que gestores nessas condições têm menores incentivos para práticas discricionárias, reforçando que, em situações de dificuldade extrema, gestores priorizam evidenciar, em sua totalidade, as dificuldades financeiras ao invés de mascará-las (Ribeiro et al., 2024). Essa dinâmica sugere que a maior ocorrência de gerenciamento de resultados é uma estratégia adotada por empresas que não pretendem solicitar recuperação judicial. O gerenciamento de resultados pode ser utilizado como um artefato para disfarçar ou minimizar a situação de distress financeiro ou, inversamente, como preparação para um futuro pedido de recuperação judicial.

Adicionalmente, o uso desse artifício pode estar relacionado a períodos superiores a cinco anos, recorte temporal utilizado nesse trabalho, visto que os trimestres com maior rotatividade dos membros do alto escalão ocorreram no 15º e 18º trimestre (vide seção 4.1). É importante lembrar que, ao fazer o pedido de recuperação judicial, as empresas são obrigadas a apresentar os relatórios contábeis dos últimos 3 anos, portanto, não se pode descartar a possibilidade de que o gerenciamento de resultados e a rotatividade da alta administração, especialmente no Conselho de Administração e Comitês, sejam estratégias preparatórias para um futuro pedido de recuperação judicial. Isso destaca a necessidade de uma análise mais profunda sobre como essas práticas influenciam a transparência financeira e a governança corporativa, realizando análises com recortes temporais maiores do que cinco anos sobre o gerenciamento de resultados e a rotatividade incomum da alta administração, o que abre espaço para pesquisas futuras que investiguem o impacto dessas estratégias na saúde financeira e operacional das empresas.

Por fim, Badertscher (2011) apresentaram evidências de que, quando as ações de uma empresa são negociadas acima de seu valor real, os gestores tendem a seguir um roteiro progressivo de gerenciamento de resultados. Inicialmente, recorrem a *accruals* discricionários,

ajustando receitas e despesas sem alterar diretamente as operações da empresa. Quando essas opções se esgotam, passam a manipular as operações reais da companhia. Finalmente, após esgotarem todas as alternativas citadas, recorrem a fraudes e violações legais.

Trazendo essas informações para o contexto de empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial, suas ações são negociadas abaixo do seu valor real, por conta de toda expectativa negativa que o mercado de capitais tem da empresa não se recuperar e falir. Assim sendo, os gestores não possuem motivações para gerenciar resultados dessas companhias, deixando em evidência a real situação de *financial distress*, corroborando assim com os achados de Ribeiro et al. (2024). Contudo, no Brasil, com seu quadro frágil de *enforcement* legal, o gerenciamento de resultados de companhias que estão em *financial distress* pode estar ligada a fraudes contábeis, como foi o caso da Americanas S.A, cabendo uma investigação mais aprofundada dessa relação.

Isto posto, pode-se concluir que é fundamental fortalecer as práticas de governança corporativa, promovendo a independência dos conselhos, limitando a centralização de poder no CEO e robustecendo os mecanismos de controle interno. Nesse sentido, é igualmente crucial aprimorar a atuação da alta administração, que é responsável por monitorar, aconselhar e supervisionar as ações dos executivos, garantindo assim a continuidade dos planos de longo prazo e a efetividade do processo decisório. Além disso, é necessário desenvolver o *enforcement* legal brasileiro para mitigar os problemas de agência e promover um ambiente de negócios mais transparente, confiável e desenvolvido.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve por objetivo investigar se o pedido de recuperação judicial está associado ao gerenciamento de resultados e à rotatividade da alta administração em empresas. Para atingir esse propósito, foi utilizada a modelagem estatística logit, na qual a variável dependente assumiu dois valores possíveis: 0 para empresas que não solicitaram recuperação judicial e 1 para aquelas que o fizeram. Inicialmente, as análises descritivas e de medianas forneceram um panorama preliminar sobre o comportamento das variáveis analisadas, oferecendo indícios relevantes para a compreensão do fenômeno investigado. Contudo, é por meio dos testes estatísticos e da modelagem logit que se confirmou, de maneira robusta, uma associação positiva significativa entre o pedido de recuperação judicial e a rotatividade da alta administração, bem como uma associação negativa significativa com o gerenciamento de resultados. Tais resultados contribuem para o entendimento dos fatores que influenciam a saúde financeira das organizações, oferecendo insights relevantes para a governança corporativa e a gestão empresarial.

Entre as limitações desta pesquisa, destaca-se a impossibilidade de utilizar regressão em formato de painel, o que pode ser explicado por três fatores. Primeiramente, como cada empresa entrou com pedido de recuperação judicial em anos distintos, os dados foram coletados em períodos diferentes para cada empresa — algumas apresentando dados de 2018 a 2022, enquanto outras de 2010 a 2014 (Apêndice A). Essa disparidade temporal inviabilizou a aplicação da regressão em painel. Em segundo lugar, não foi possível obter informações sobre o histórico dos níveis de governança corporativa das empresas ao longo dos anos, informação essencial para a execução de regressões em painel. Por fim, houve um desbalanceamento na composição dos setores econômicos, com, por exemplo, oito empresas pertencentes ao setor de bens industriais e apenas uma ao setor de utilidade pública.

Este trabalho limita-se o fato de investigar se os pedidos de recuperação judicial estão positivamente associados à rotatividade da alta administração e ao gerenciamento de resultados, contudo, não estabelece uma relação de causa e efeito — ou seja, se a recuperação judicial causa a alta rotatividade ou se a alta rotatividade conduz à recuperação judicial, o mesmo vale para o gerenciamento de resultados. Para estabelecer uma relação de causalidade entre as variáveis estudadas, é necessário aprofundamento teórico e empírico. Diante disso, seguem-se as seguintes sugestões para pesquisas futuras.

A ausência de padronização no Brasil quanto à quantidade de comitês estabelecidos pelas empresas para supervisionar a governança corporativa evidencia a relevância de

aprofundar as investigações acadêmicas nessa área. Nesse contexto, torna-se fundamental estabelecer padrões de quais comitês são fundamentais para um bom monitoramento da gestão, analisar o número de membros que compõem cada comitê, a quantidade de comitês constituídos em função do porte organizacional e os possíveis impactos dessa estrutura sobre os resultados empresariais.

Este estudo concentrou-se em empresas que passaram pelo processo de recuperação judicial. Para ampliar a abrangência dos dados e possibilitar resultados mais generalizáveis, pesquisas futuras podem se beneficiar da utilização de amostras mais robustas e diversificadas, englobando todas as empresas de capital aberto no Brasil. Isto permitirá uma análise mais representativa e aplicável a diferentes contextos organizacionais.

No que concerne ao gerenciamento de resultados, é necessária uma adequação da variável "probabilidade incondicional" do modelo de Dechow et al. (2011). Essa probabilidade, utilizada pela autora, é fundamentada em um ambiente de mercado desenvolvido, sendo imprescindível sua adaptação para melhor representar a perspectiva brasileira ou de mercados não desenvolvidos (C. M. Costa & Soares, 2021; Cunha & Piccoli, 2017; Cupertino et al., 2016).

REFERÊNCIAS

- Adams, R. B., Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2010). The role of boards of directors in corporate governance: A conceptual framework and survey. *Journal of economic literature*, 48(1), 58–107. <https://doi.org/DOI: 10.1257/jel.48.1.58>
- Adoboe-Mensah, N., Salia, H., & Addo, E. (2023). *International Journal of Economics and Financial Issues Using the Beneish M-score Model to Detect Financial Statement Fraud in the Microfinance Industry in Ghana*. 13, 47–57. <https://doi.org/10.32479/ijefi.14489>
- Adu-Gyamfi, M. (2020). Investigating financial statement fraud in Ghana using Beneish M-Score: A case of listed companies on the Ghana stock exchange (GSE). *Available at SSRN 3627689*. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3627689>
- Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (2012). *Corporate governance and firm performance*. <https://ssrn.com/abstract=2024764>
- Aguilar, D. Z. (2016). *A inclusão de atividades contábeis nos processos de recuperação judicial: Discussão sobre os potenciais benefícios e impactos na remuneração* [Text, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org/10.11606/D.12.2016.tde-27042016-120419>
- Akaike, H. (1974). A new look at the statistical model identification. *IEEE transactions on automatic control*, 19(6), 716–723.
- Altman, E. I. (1968). Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Andrade, L. P. de, Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: Uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas Brasileiras. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10, 4–31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Araujo, A. P., Ferreira, R. V., & Funchal, B. (2012). The Brazilian bankruptcy law experience. *Journal of Corporate Finance*, 18(4), 994–1004. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.03.001>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., Kinney Jr, W. R., & LaFond, R. (2008). The effect of SOX internal control deficiencies and their remediation on accrual quality. *The accounting review*, 83(1), 217–250. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.217>

- Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *The Accounting Review*, 86(5), 1491–1518. <https://doi.org/10.2308/accr-10092>
- Baioco, V. G., & Almeida, J. E. F. de. (2017). Efeitos do comitê de auditoria e do conselho fiscal na qualidade da informação contábil no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 229–248. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703250>
- Bebchuk, L. A., & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of economic perspectives*, 17(3), 71–92. <https://doi.org/DOI:10.1257/089533003769204362>
- Begley, J., Ming, J., & Watts, S. (1996). Bankruptcy classification errors in the 1980s: An empirical analysis of Altman's and Ohlson's models. *Review of Accounting Studies*, 1(4), 267–284. <https://doi.org/10.1007/BF00570833>
- Beneish, M. D. (1999a). Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP. *The accounting review*, 74(4), 425–457. <https://doi.org/10.2308/accr.1999.74.4.425>
- Beneish, M. D. (1999b). The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24–36. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n5.2296>
- Beneish, M. D., Lee, C. M. C., & Nichols, D. C. (2013). Earnings Manipulation and Expected Returns. *Financial Analysts Journal*, 69(2), 57–82. <https://doi.org/10.2469/faj.v69.n2.1>
- Bernstein, E. S. (2005). All's Fair in Love, War & (and) Bankruptcy-Corporate Governance Implications of CEO Turnover in Financial Distress. *Stan. JL Bus. & Fin.*, 11, 299. <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm?abstractid=828324>
- Bertuchi, F. I. (2019). *Custos de transação e informação contábil na recuperação judicial de micro e pequenas empresas*. https://pco.uem.br/0-arquivos/dissertacoes/2019_fabio-ibanhez-bertuchi.pdf
- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. *Journal of Corporate Finance*, 58, 142–168. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.04.006>
- Borba, M. A., dos Santos, M. D., Dagostini, L., & Schvirck, E. (2019). A Influência das características do conselho de administração, comitê de auditoria e conselho fiscal no audit delay. *Revista Gestão Organizacional*, 12(3). <https://doi.org/10.22277/rgo.v12i3.5203>

- Botelho, L. H. F., Silva, T. S., Marques, H. R., Pereira, R. M., & Costa, T. (2016). Práticas De governança corporativa das companhias brasileiras operadas Na bolsa De valores De nova iorque. *Nucleus*, 13(1), 355–371.
- Brazel, J. F., Carpenter, T., Jones, K. L., & Thayer, J. M. (2012). Do Nonprofessional Investors React to Fraud Red Flags? *SSRN Electronic Journal*.
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1534888>
- Cacheffo, A. S. V. (2023). *Aspectos Teóricos e Empíricos da Ocorrência de Assimetria da Informação e Fraude Contábil na Recuperação Judicial*. Universidade Estadual de Maringá.
- Cheliatsidou, A., Sariannidis, N., Garefalakis, A., Azibi, J., & Kagias, P. (2023). The international fraud triangle. *Journal of Money Laundering Control*, 26(1), 106–132.
<https://doi.org/10.1108/JMLC-09-2021-0103>
- Chi, J. D., & Gupta, M. (2009). Overvaluation and earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 33(9), 1652–1663. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.014>
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of accounting and Economics*, 50(1), 2–19.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.01.002>
- Comunicados e Fatos Relevantes. (2023). *RI Americanas*.
<https://ri.americanas.io/informacoes-aos-investidores/comunicados-e-fatos-relevantes/>
- Corrêa, R. F., Abreu, Y. C. R., Garcia, I. A. S., & da Silva, A. R. P. (2024). Influência do CEO power no endividamento das empresas da B3. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 18, e220491–e220491. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2024.220491>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22, 45–63.
<https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Costa, C. M., & Soares, J. M. M. V. (2021). Standard Jones and Modified Jones: An earnings management tutorial. *Revista de Administração Contemporânea*, 26(02), e200305.
- Costa, M. L. R. da. (2021). *Informação contábil, recuperação judicial e custos de transação: Evidências bibliográficas e de campo*.
<http://repositorio.uem.br:8080/jspui/handle/1/6631>
- Cunha, P. R. da, & Piccoli, M. R. (2017). Influência do *board interlocking* no gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28, 179–196.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201701980>

- Cupertino, C. M., Martinez, A. L., & Costa Jr, N. C. A. da. (2016). Consequências para a rentabilidade futura com o gerenciamento de resultados por meio de atividades operacionais reais. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27, 232–242.
<https://doi.org/10.1590/1808-057x201602520>
- de Freitas Brandão, I. (2024). Monitoramento ou expropriação? As relações entre controle acionário, conselho de administração e diretoria executiva nas empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 43(1), 69–89.
<https://www.redalyc.org/journal/3071/307177264005/307177264005.pdf>
- de Moura, G. D., de Almeida, I. X., Dalla Vecchia, L. A., & Mazzioni, S. (2017). Influência da Independência do Conselho de Administração no Gerenciamento de Resultados. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 20(3).
<https://www.academia.edu/download/70586037/ef0ec74239eec905a96cab907d00d9650d18.pdf>
- de Souza Junior, W. D., Rodrigues, A. M., da Cunha, P. R., & da Silva, T. P. (2024). Gerenciamento de resultados reais e governança corporativa em empresas brasileiras com dificuldades financeiras. *Revista Gestão & Tecnologia*, 24(1), 288–308.
<https://doi.org/10.20397/2177-6652/2024.v24i1.2805>
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting review*, 400–420.
<https://www.jstor.org/stable/247149>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.
<https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). *Predicting Material Accounting Misstatements**—DECHOW - 2011—Contemporary Accounting Research—Wiley Online Library.
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>
- Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), 133–168.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235–250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>

- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation. *Journal of accounting and Economics*, 14(1), 51–89. [https://doi.org/10.1016/0167-7187\(91\)90058-S](https://doi.org/10.1016/0167-7187(91)90058-S)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <http://www.jstor.org/stable/248303>
- Denis, D. K., & McConnell, J. J. (2003). International corporate governance. *Journal of financial and quantitative analysis*, 38(1), 1–36. <https://doi.org/10.2307/4126762>
- do Nascimento, M. R., & de Souza Gonçalves, R. (2024). A linha tênue entre gerenciamento de resultados e fraudes corporativas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 18(2). <https://repec.emnuvens.com.br/repec/article/view/3315>
- Eining, M. M., Jones, D. R., & Loebbecke, J. K. (1997). *Reliance on Decision Aids: An Examination of Auditors' Assessment of Management Fraud*. http://home.business.utah.edu/actme/7410/ME%204_15_02/Eining%20Jones%20Loebbecke%20AJPT%201997.pdf
- Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <https://doi.org/10.1086/260866>
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>
- Farhi, M., & Borghi, R. A. Z. (2009). Operações com derivativos financeiros das corporações de economias emergentes. *Estudos Avançados*, 23, 169–188. <https://doi.org/10.1590/S0103-40142009000200013>
- Febrianti, G. R., & Kodirin, K. (2022). Analisis Beneish M-Score Untuk Mendeteksi Rekayasa Laporan Keuangan PT Envy Technologies Indonesia Tbk. *Jurnalku*, 2(4), 527–539. <https://doi.org/10.54957/jurnalku.v2i4.313>
- Fiirst, C., Pamplona, E., Bambino, A. C., & Klann, R. C. (2020). GERENCIAMENTO DE RESULTADOS EM EMPRESAS BRASILEIRAS NOS ANOS ANTERIORES AO PEDIDO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL OU FALÊNCIA. *Desafio Online*, 8(1), Artigo 1. <https://desafioonline.ufms.br/index.php/deson/article/view/7779>
- Freitas, R. M. de, & Mol, A. L. R. (2017). Determinantes dos papéis dos Conselhos de Administração de Empresas Brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(spe), 63–83. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017160053>
- Freitas, M. R. D. O., Pereira, G. M., Vasconcelos, A. C. D., & Luca, M. M. M. D. (2020). Concentração acionária, conselho de administração e remuneração de executivos.

- Revista de Administração de Empresas*, 60(5), 322–335.
<https://doi.org/10.1590/S0034-759020200503>
- Furuta, F., & Santos, A. dos. (2010). Comitê de Auditoria versus Conselho Fiscal Adaptado: A visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21, 1–23. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000200005>
- García-Sánchez, I., & García-Meca, E. (2018). Do talented managers invest more efficiently? The moderating role of corporate governance mechanisms. *Corporate Governance: An International Review*, 26(4), 238–254. <https://doi.org/10.1111/corg.12233>
- Gilson, S. C. (1997). Transactions Costs and Capital Structure Choice: Evidence from Financially Distressed Firms. *The Journal of Finance*, 52(1), 161–196.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb03812.x>
- Glen D. Moyes. (2007). *The Differences In Perceived Level Of Fraud-Detecting Effectiveness Of SAS No. 99 Red Flags Between External And Internal Auditors | Journal of Business & Economics Research (JBER)*.
<https://www.clutejournals.com/index.php/JBER/article/view/2551>
- Gullkvist, B., & Jokipii, A. (2015). *Factors Influencing Auditors' Self-Perceived Ability to Assess Fraud Risk*. 64(1). http://njb.fi/wp-content/uploads/2015/06/Gullkvist_etal.pdf
- Ham, C., Lang, M., Seybert, N., & Wang, S. (2017). CFO Narcissism and Financial Reporting Quality. *Journal of Accounting Research*, 55(5), 1089–1135.
<https://doi.org/10.1111/1475-679X.12176>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1–3), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- 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>
- Hermalin, B., & Weisbach, M. S. (2001). *Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature*. [https://doi.org/DOI 10.3386/w8161](https://doi.org/DOI%2010.3386/w8161)
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396. <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10196729>
- Hung, D. N., Ha, H. T. V., & Binh, D. T. (2017). Application of F-score in predicting fraud, errors: Experimental research in Vietnam. *International Journal of Accounting and*

- Financial Reporting*, 7(2), 303–322.
https://www.academia.edu/download/57449553/Application_of_F-Score_in_Predicting_Fraud__Errors_Experimental_Research_in_Vietnam.pdf
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48(3), 831–880.
<https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979a). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. Em *Corporate governance* (p. 77–132). Gower.
<https://api.taylorfrancis.com/content/chapters/edit/download?identifierName=doi&identifierValue=10.4324/9781315191157-9&type=chapterpdf>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1979b). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. Em K. Brunner (Org.), *Economics Social Institutions* (Vol. 1, p. 163–231). Springer Netherlands. https://doi.org/10.1007/978-94-009-9257-3_8
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Kassem, R., & Hegazy, M. A. (2010). *Fraudulent Financial Reporting: Do Red Flags Really Help?* <https://papers.ssrn.com/abstract=2011332>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163–197.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1–2), 3–27.
[https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- Lee, S., Koh, Y., & Kang, K. H. (2011). Moderating effect of capital intensity on the relationship between leverage and financial distress in the U.S. restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(2), 429–438.
<https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2010.11.002>
- Magro, C. B. D., & Cunha, P. R. da. (2017). *Red flags na detecção de fraudes em cooperativas de crédito: Percepção dos auditores internos*. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 19, 469–491. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v19i65.2918>
- Mahtani, U. S., & Garg, C. P. (2020). An analysis of factors affecting financial distress of airline companies: Case of India. *International Journal of Business Excellence*, 20(1), 130. <https://doi.org/10.1504/IJBEX.2020.104851>

- Majid, A., Gul, F. A., & Tsui, J. S. L. (2001). An Analysis of Hong Kong Auditors' Perceptions of the Importance of Selected Red Flag Factors in Risk Assessment. *Journal of Business Ethics*, 32(3), 263–274. <https://doi.org/10.1023/A:1010763420754>
- Marais, A., Vermaak, C., & Shewell, P. (2023). Predicting financial statement manipulation in South Africa: A comparison of the Beneish and Dechow models. *Cogent Economics & Finance*, 11(1), 2190215. <https://doi.org/10.1080/23322039.2023.2190215>
- Marion, J. C. (2019). *Análise das Demonstrações Contábeis: Vol. 8th ed.* Grupo GEN. <https://app.minhabiblioteca.com.br/books/9788597021264>
- Marquezan, L. H. F., Velho, M. L. P., & da Silva Zonatto, V. C. (2023). Influência do Conselho de Administração no Desalinhamento Entre Remuneração Executiva e Desempenho Organizacional. *Revista Universo Contábil*, 19(1). <https://ojsrevista.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/10946>
- Martins, O. S., & Ventura Júnior, R. (2020). Influência da governança corporativa na mitigação de relatórios financeiros fraudulentos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 65–84. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i1.4039>
- Maryadi, A. D., Midiastuty, P. P., Suranta, E., & Robiansyah, A. (2020). Pengaruh fraud pentagon dalam mendeteksi fraudulent financial reporting. *Jurnal Akuntansi, Keuangan, Dan Manajemen*, 2(1), 13–25. <https://doi.org/10.35912/jakman.v2i1.104>
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4–5), 313–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1)
- Means, G. (2017). *The modern corporation and private property*. Routledge. <https://www.taylorfrancis.com/books/mono/10.4324/9781315133188/modern-corporation-private-property-gardiner-means>
- Medrado, F. C. (2017). *Indicadores econômico-financeiros como red flags de riscos de fraudes ou manipulação contábil*. <http://repositorio2.unb.br/jspui/handle/10482/23340>
- Mishkin, F. S. (2011). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70. <https://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>
- 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. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1988). Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of financial economics*, 20, 293–315. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90048-7](https://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90048-7)
- Moreira, C. S., Silva, C. E. D., Lopes, A. F., & Martins, O. S. (2022). Gerenciamento de Resultados e Probabilidade de Falência: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 17(3), Artigo 3. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v0i0.52585
- Moyes, G. D., Lin, P., Landry, R. M., & Vicdan, H. (2006). *Internal Auditors' Perceptions of the Effectiveness of Red Flags to Detect Fraudulent Financial Reporting*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.961457>
- Murcia, F. D.-R., Borba, J. A., & Schiehl, E. (2008). *RELEVÂNCIA DOS RED FLAGS NA AVALIAÇÃO DO RISCO DE FRAUDES NAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS: A PERCEPÇÃO DE AUDITORES INDEPENDENTES BRASILEIROS*. <https://www.redalyc.org/pdf/1170/117016814003.pdf>
- Myers, S. C. (1984). *Capital structure puzzle*. National Bureau of Economic Research Cambridge, Mass., USA. <https://www.nber.org/papers/w1393>
- Nagel, D. Y., Fuhrmann, S., & Guenther, T. W. (2021). “Red” and “green” flags of risk disclosures – identifying associations between positive and negative key phrases and consecutive cumulative abnormal stock returns. *Journal of Accounting & Organizational Change*, 18(1), 132–152. <https://doi.org/10.1108/JAOC-11-2020-0193>
- Nwoye, D. U., Okoye, E. I., & Oraka, A. O. (2013). Beneish model as effective complement to the application of SAS No. 99 in the conduct of audit in Nigeria. *Management and Administrative Sciences Review*, 2(6), 640–655. <https://ssrn.com/abstract=2819436>
- Nyakarimi, S. (2022). Probable earning manipulation and fraud in banking sector. Empirical study from East Africa. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2083477. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2083477>
- Patelli, L., & Pedrini, M. (2015). Is tone at the top associated with financial reporting aggressiveness? *Journal of Business Ethics*, 126, 3–19. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1994-6>
- Pregibon, D. (1980). Goodness of link tests for generalized linear models. *Journal of the Royal Statistical Society Series C: Applied Statistics*, 29(1), 15–24.
- Repousis, S. (2016). Using Beneish model to detect corporate financial statement fraud in Greece. *Journal of Financial Crime*, 23(4), 1063–1073. <https://doi.org/10.1108/JFC-11-2014-0055>

- Ribeiro, G. S., Carvalho, L., & Rosa, A. A. S. (2024). Gerenciamento de resultados e recuperação judicial: Evidências para empresas brasileiras. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 16(2), 156–176. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2024v16n2ID31240>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), 335–370. <https://citeseerx.ist.psu.edu/document?repid=rep1&type=pdf&doi=46735bd36a7909e40ea9025cb9fe8485156d06bf>
- Scott, W. R., & O'Brien, P. C. (1997). *Financial accounting theory*. <https://www.academia.edu/download/30966102/BADM4250HLeamanW09.pdf>
- Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples)†. *Biometrika*, 52(3–4), 591–611. <https://doi.org/10.1093/biomet/52.3-4.591>
- Shi, Y., & Li, X. (2021). Determinants of financial distress in the European air transport industry: The moderating effect of being a flag-carrier. *Plos one*, 16(11), e0259149. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0259149>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- Silva, V. A. B., & Saito, R. (2020). Dificuldade financeira e recuperação de empresas: Uma pesquisa de contribuições teóricas e empíricas. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 401–420. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4057>
- Skousen, C. J., & Wright, C. J. (2006). *Contemporaneous Risk Factors and the Prediction of Financial Statement Fraud by Christopher J. Skousen, Charlotte J. Wright: SSRN*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=938736
- Smith, M., Haji Omar, N., Iskandar Zulkarnain Sayd Idris, S., & Baharuddin, I. (2005). Auditors' perception of fraud risk indicators: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 20(1), 73–85. <https://doi.org/10.1108/02686900510570713>
- Stein, J. C. (1989). Efficient capital markets, inefficient firms: A model of myopic corporate behavior. *The quarterly journal of economics*, 104(4), 655–669. <https://doi.org/10.2307/2937861>
- Taffarel, M., Garcias, P. M., & Gerigk, W. (2009). Sadia S. A. e Perdigão S. A.: Análise da trajetória histórica e do desempenho que antecederam o seu processo de fusão. *Revista Eletrônica de Ciência Administrativa*, 8(1), Artigo 1. <https://doi.org/10.5329/RECADM.20090801005>

- Tarjo, & Herawati, N. (2015). Application of Beneish M-Score Models and Data Mining to Detect Financial Fraud. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211, 924–930. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.122>
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00079>
- Vieira, C. A. M., & Martins, O. S. (2018). Influência da estrutura do conselho de administração e do controle corporativo no turnover do CEO das empresas abertas no Brasil. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(34), 181–201. <https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/6678579.pdf>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive accounting theory*. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=928677
- Zahra, S. A., & Pearce, J. A. (1989). Boards of Directors and Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2), 291–334. <https://doi.org/10.1177/014920638901500208>

APÊNDICE A - LISTA DE EMPRESAS DA B3 COM OU QUE TIVERAM NOTAÇÃO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL (AMOSTRA EXPERIMENTAL)

Empresas da Amostra Experimental	CNPJ	Data de entrada em Recuperação Judicial
Americanas S.A.	00.776.574/0001-56	Janeiro de 2023
Atma Participações S.A.	04.032.433/0001-80	Junho de 2022
Bardella S.A. Indústrias Mecânicas	60.851.615/0001-53	Julho de 2019
Conc. Rodovias do Tietê S.A.	10.678.505/0001-63	Novembro de 2019
Conpel Cia Nordestina de Papel	09.116.278/0001-01	Junho de 2017
Construtora Sultepa	89.723.993/0001-33	Dezembro de 2016
Digitel S.A.	89.547.269/0001-04	Março de 2018
Eternit	61.092.037/0001-81	2017
Flex Gestão de Relacionamentos S.A.	10.851.805/0001-00	Dezembro de 2022
Hotéis Othon	33.200.049/0001-47	Novembro de 2018
IGB Eletrônica	43.185.362/0001-07	Janeiro de 2021
João Fortes Engenharia	33.035.536/0001-00	Abril de 2020
Libra Terminal Rio S/A	02.373.517/0001-51	Julho de 2018
Light S.A.	03.378.521/0001-75	Maio de 2023
Lupatech	89.463.822/0001-12	Maio de 2015
Massa Falida da Brasil Pharma S.A.	11.395.624/0001-71	Janeiro de 2018
Oi	76.535.764/0001-43	2016
Paranapanema S.A	60.398.369/0004-79	Novembro de 2022
PDG Realt	02.950.811/0001-89	Fevereiro de 2017
Pomifrutas	86.550.951/0001-50	Janeiro de 2018
Renova Energia	08.534.605/0001-74	Outubro de 2019
Rossi Residencial	61.065.751/0001-80	Setembro de 2022
Saraiva	60.500.139/0001-26	Outubro de 2018
Viver	67.571.414/0001-41	Fevereiro de 2017
Wetzel	84.683.671/0001-94	Abril de 2016

LISTA DE EMPRESAS DA B3 QUE NÃO TIVERAM NOTAÇÃO DE RECUPERAÇÃO JUDICIAL (AMOSTRA DE CONTROLE)

Empresas da Amostra de Controle	CNPJ	Data de Início da Coleta dos Dados
Casas Bahia	33.041.260/0652-90	Janeiro de 2023
Priner	18.593.815/0001-97	Junho de 2022
Nordon Met	60.884.319/0001-59	Julho de 2019
Autoban	02.451.848/0001-62	Novembro de 2019
Irani	92.791.243/0001-03	Junho de 2017
Tenda	71.476.527/0001-35	Dezembro de 2016
Dtcom	03.303.999/0001-36	Março de 2018
Portobello	83.475.913/0001-91	Janeiro de 2017
Valid	33.113.309/0001-47	Dezembro de 2022
IMC S/A	17.314.329/0001-20	Novembro de 2018
Cor Ribeiro	15.101.405/0001-93	Janeiro de 2021
Cons a Lind	61.022.042/0001-18	Abril de 2020
Trevisa	92.660.570/0001-26	Julho de 2018
Tran Paulist	02.998.611/0001-04	Maio de 2023
Petrorio	10.629.105/0001-68	Maio de 2015
Dimed	92.665.611/0001-77	Janeiro de 2018
Algar Tec	71.208.516/0001-74	Janeiro de 2016
Sid Nacional	33.042.730/0001-04	Novembro de 2022
Helbor	49.263.189/0001-02	Fevereiro de 2017
Aliperti	61.156.931/0001-78	Janeiro de 2018
Cemig	17.155.730/0001-64	Outubro de 2019
Moura Dubeux	12.049.631/0001-84	Setembro de 2022
Magazine Luiza	47.960.950/0001-21	Outubro de 2018
Fica	07.820.907/0001-46	Fevereiro de 2017
Marcopolo	88.611.835/0001-29	Abril de 2016