

Departamento de Contabilidade

A ESTRUTURA DE CAPITAL E GESTÃO DE RESULTADOS:

A realidade das empresas privadas em países sujeitos a programas de
ajustamento - Portugal e Irlanda

NELSON PINTO

Dissertação submetida como requisito para obtenção do grau de

Mestre em contabilidade

Orientador:

Professor Doutor Paulo Jorge Varela Lopes Dias

Departamento de Contabilidade

A ESTRUTURA DE CAPITAL E GESTÃO DE RESULTADOS:

A realidade das empresas privadas em países sujeitos a programas de
ajustamento - Portugal e Irlanda

NELSON PINTO

Dissertação submetida como requisito para obtenção do grau de

Mestre em contabilidade

Orientador:

Professor Doutor Paulo Jorge Varela Lopes Dias

RESUMO

As decisões sobre estrutura de capitais, inevitavelmente, tomadas pelas empresas, há muito que têm sido invocadas pela sua proximidade ao fenómeno da gestão de resultados. O endividamento tem um papel basilar nesta dinâmica e é tido como uma das principais forças motrizes que movem as empresas em direção à manipulação da informação financeira, com o intuito de potenciar a angariação de financiamento ou evitar custos que poderão decorrer do incumprimento das cláusulas previstas na sua contratação.

Este estudo aborda a relação entre as duas realidades num contexto económico particularmente difícil resultante dos programas de ajustamento económico implementados em Portugal e na Irlanda, impostos como condição pelo resgate financeiro de que vieram a beneficiar. Consideramos os anos entre 2008 e 2016 para aferir os contornos da relação entre endividamento e gestão de resultados, mais precisamente no sentido de confirmar uma associação positiva entre estes.

Numa amostra composta por 970 empresas não cotadas, oriundas dos dois países, e com base no método dos *accruals*, cuja componente discricionária foi obtida através de quatro modelos que derivaram de Jones (1991) (incluindo o próprio *original Jones Model*), encontramos evidências de uma relação positiva entre o nível de endividamento e o nível de gestão de resultados, concluindo também que o nível desta relação foi diferente entre os dois países.

Demonstramos ainda que no período em que decorreram os programas de assistência financeira houve uma atenuação na relação entre os fenómenos.

Palavras-chave: Gestão dos Resultados, Estrutura de Capitais, Endividamento, Ajustamento Económico.

JEL Classification System: M41, G32

ABSTRACT

The decisions on capital structure inevitably taken by companies have long been invoked by their proximity to the phenomenon of earnings management. Financial leverage plays a key role in the dynamics and has been considered one of the main driving forces that moves companies towards accounting manipulation, in order to promote leverage increases or to avoid debt covenant violations.

This study addresses the relationship between the two realities in a particularly difficult economic context resulting from the economic adjustment programmes implemented in Portugal and Ireland, imposed as a condition for the financial bailout from which they have benefited. We consider the years ranging between 2008 and 2016 to assess the contours of the relationship between leverage and earnings management, more precisely in the sense of confirming a positive association between them.

In a sample of 970 unlisted companies from both countries, and based on the accruals method, where the discretionary component was obtained through four models that derived from Jones (1991) (including the original Jones model), we found evidence of a positive relation between leverage and earnings management levels, also concluding that the level of this relation was different between the two countries.

Furthermore, we demonstrate that during the period in which the financial assistance programmes were in place there was an attenuation in the relation between the phenomena.

Key words: Earnings Management, Capital Structure, Leverage, Economic Adjustment.

JEL Classification System: M41, G32

AGRADECIMENTOS

A primeira nota de reconhecimento é dirigida ao Professor Doutor Paulo Dias, a quem muito agradeço, não só por ter aceite orientar esta dissertação no tempo em que me foi possível realizá-la, mas sobretudo por contribuir com a sua douta sabedoria e por acreditar sempre que esta empreitada chegaria ao fim com sucesso.

Um agradecimento especial é devido, também, à Raquel, minha mulher, pelo inquestionável apoio, carinho e compreensão que me dedicou ao longo de todo o processo, sem ela esta dissertação não seria uma realidade.

Agradeço igualmente à minha restante família, entre a qual destaco os meus sogros e os meus irmãos pelo inestimável contributo e apoio, tudo fazendo para melhorar as condições logísticas e morais de que pude dispor.

Por fim, um obrigado a todos os meus amigos e colegas de mestrado, que formaram um excepcional grupo de discussão, apoio e de desabafo.

Índice

RESUMO	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
LISTA DE TABELAS	vi
LISTA DE FIGURAS	vii
ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS.....	viii
1. INTRODUÇÃO	1
1.1. ENQUADRAMENTO.	1
1.2. OBJETIVOS DO ESTUDO E POSSÍVEIS CONTRIBUTOS.....	3
1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	5
2. REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES	5
2.1. GESTÃO DE RESULTADOS	5
2.1.1. A INFORMAÇÃO FINANCEIRA – QUALIDADE E RELEVÂNCIA	5
2.1.2. A GESTÃO DE RESULTADOS FACE A OUTRAS PRÁTICAS DE DISTORÇÃO	7
2.1.3. GESTÃO DE RESULTADOS.....	8
2.1.4. GESTÃO DE RESULTADOS NUM CONTEXTO DE CRISE	10
2.1.5. ESTÍMULOS PARA A GESTÃO DE RESULTADOS	11
2.1.5.1 – COMPENSAÇÃO A GESTORES.....	11
2.1.5.2. - MERCADOS DE CAPITAIS	12
2.1.5.3. – REGULAMENTAÇÃO E CUSTOS POLÍTICOS.....	13
2.1.5.4. – IMPOSTOS	13
2.1.5.5. – ESTRUTURA DE CAPITAIS E ENDIVIDAMENTO.....	13
2.1.5.5.1. - A EVOLUÇÃO DAS TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAIS.	14
2.1.5.5.2. - TEORIA CLÁSSICA – MERCADOS DE CAPITAIS PERFEITOS ..	14

2.1.5.5.3. - DA TEORIA MODERNA À ABORDAGEM CONTEMPORÂNEA.	15
2.1.5.5.4. – EARNINGS MANAGEMENT E ESTRUTURA DE CAPITAIS	17
2.1.6. – MANIPULAÇÃO E DETECÇÃO BASEADA EM ACCRUALS	18
2.2. – DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES	20
3. ESTUDO EMPÍRICO	22
3.1. – CARATERIZAÇÃO DA AMOSTRA.....	22
3.2. METODOLOGIA	27
3.3. RESULTADOS	36
3.3.1. FORMATO DE APRESENTAÇÃO	36
3.3.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	37
3.3.3. RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA	38
4. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES	45
5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Resumo da seleção da amostra	23
Tabela 2 - Distribuição da amostra por país e setor de atividade.....	24
Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis presentes no modelo.....	37
Tabela 4 - Matriz de correlação entre variáveis	38
Tabela 5- Relação entre o endividamento e Earnings Management	39
Tabela 6 – Impacto do período de ajustamento económico na relação entre Endividamento e Earnings Management.....	42
Tabela 7- Estatísticas Descritivas da variável SIZE (dimensão das empresas na amostra)	43
Tabela 8 -Relação entre Endividamento e Earnings Management em Portugal e Irlanda: Regressão Isolada por país	44

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Média dos Resultados Líquidos.....	25
Figura 2 - Média dos Volumes de Negócios	25
Figura 3 - Média do Total de Ativos	26
Figura 4 - Média das Dívidas Financeiras de Longo Prazo	26

ABREVIATURAS E ACRÓNIMOS

AD – *Accruals* Discricionários

AFT – Ativos Fixos Tangíveis

AND – *Accruals* Não Discricionários

BCE – Banco Central Europeu

BvD – Bureau Van Dijk

CE – Comissão Europeia

CFJM – *Cash-flow Jones Model*

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

DFC – Demonstração de Fluxos de Caixa

EBITDA – *Earnings Before Interests Taxes Amortization and Depreciation*

EM – *Earnings Management*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

FMI – Fundo Monetário Internacional

IAASA - *Irish Auditing & Accounting Supervisory Authority*

IASB -*Internacional Accounting Standards Board*

MEE – Mecanismo Europeu de Estabilidade

MJM – *Modified Jones Model*

NACE - *Nomenclature Générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes*

OJM – *Original Jones Model*

PMJM – *Performance Matched Jones Model*

TA – *Accruals* Totais

UE – União Europeia

UEM – União Económica e Monetária

1. INTRODUÇÃO

1.1. ENQUADRAMENTO

A temática da gestão de resultados (*Earnings Management*) há muito que tem despertado o interesse de vários públicos, nomeadamente de investidores, reguladores, e por via destes, de investigadores e comunidade académica (Healy & Wahlen, 1999). Sinónimo deste interesse é, sem dúvida, a desmultiplicação de estudos que têm procurado entender o *Earnings Management* e eventuais relações que levem à sua origem, ou, pelo menos, às possíveis razões para a sua adoção, bem como as mecânicas para a sua materialização.

Se é verdade que a literatura tem reportado várias motivações com estreita correlação com a gestão de resultados, não menos verdade é que as conclusões avançadas não primam propriamente pelo consenso, especialmente se a empreitada tiver como objetivo isolar uma motivação em particular como explicativa deste fenómeno.

Inteiramente cientes destas dificuldades, o nosso foco está orientado para as decisões de estrutura de capitais, consagrada através da alavancagem financeira, como gatilho para a prática de *Earnings Management*, onde o endividamento desempenha um papel central.

Uma parcela importante de pesquisas anteriores tem defendido uma relação positiva entre a alavancagem financeira e a gestão de resultados (Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; Dechow & Dichev, 2002; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dhaliwal, 1980; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005; Watts & Zimmerman, 1986). Outros estudos têm vindo em socorro do inverso (Beneish, 1999b; Bowen et al., 2008; P. M. Dechow et al., 2011; Jelinek, 2007; Nardi & Nakao, 2009).

Para além do nível de endividamento há que considerar também eventuais alterações nas rubricas de capital próprio no âmbito das decisões de estrutura de capitais. E novamente aqui o consenso não é lugar comum, já que uns apontam para uma relação positiva entre eventos de emissão de instrumentos de capital próprio e a prática de gestão de resultados, enquanto outros inclinam-se para o sentido oposto.

Decorrente deste estado da arte, a nossa investigação pretende estudar a relação entre *Earnings Management* o nível de alavancagem financeira, esta última uma componente fundamental e determinante na estrutura de capitais.

O Contexto

As causas e efeitos da recente crise financeira mundial foram já, largamente, tratados, tanto na comunidade académica como política, pelo que não é propósito deste trabalho aflorar esse debate. No entanto, e porque as empresas implicadas neste estudo são originárias de países que aplicaram duros programas de ajustamento, decorrentes em parte do revés económico, figura-se essencial perceber o desencadear de acontecimentos na comunidade Europeia, mais concretamente no seio dos países da União Económica e Monetária, que levaram à propalada crise das dívidas soberanas, cujo desfecho inevitável, para alguns daqueles, foi o resgate financeiro, com a consequente contrapartida de aplicarem severos programas de disciplina orçamental e de reformas estruturais, com efeitos colaterais assinaláveis na vida das empresas.

Remontamos ao período da recém-criada União Económica e Monetária (UEM), em que assistimos à entrada massiva de capitais nos países da periferia, (nomeadamente Portugal, Irlanda, Grécia e Chipre) patrocinada pela livre circulação de capitais em vigor na União Europeia e pela eliminação do risco da taxa de câmbio, que possibilitaram financiar as economias, criando uma oferta de crédito sem precedentes (Giavazzi & Spaventa, 2010).

O fluxo abundante de capitais continuaria até meados de 2007, como resultado do normal funcionamento da União Monetária e da procura de maiores rentabilidades, o que, apesar dos desequilíbrios provocados nos saldos de transações correntes dos países já referidos, não levantava razão para entrar na agenda do debate político ou académico, onde predominava a ideia de baixo risco (Alcidi et al., 2016).

A instalação da crise financeira na segunda metade de 2007 viria a alterar radicalmente este panorama, que era agora de risco evidente e de preocupação em relação aos desequilíbrios nas balanças de pagamentos. Estes deixaram de ser espelho do normal ajustamento e alocação de recursos resultantes da UEM, passando a testemunho de mau crédito e de bolhas imobiliárias, que levaram à acumulação de um enorme endividamento externo (Belke & Schnabl, 2013).

Consequentemente, o corte radical no fluxo de capitais em direção aos países do sul da Europa foi imediato (*Sudden Stop*), resultando no aumento significativo e brusco das taxas de juros das obrigações soberanas. Pouco tempo, depois a impossibilidade de financiamento nos mercados de capitais era uma realidade. A assistência financeira tornou-se a única solução disponível, dada a urgência das necessidades de financiamento.

Um comité composto pela Comissão Europeia (CE), Fundo Monetário Internacional (FMI) e Banco Central Europeu (BCE) através do Mecanismo Europeu de Estabilidade (MEE), providenciou o financiamento às economias no âmbito de programas de assistência financeira, colocando condições exigentes aos países resgatados, materializados em programas de ajustamento económico e financeiro (programas de ajustamento), que prescreviam medidas de austeridade severas, com consequências económico-sociais muito expressivas.

Os programas de ajustamento macroeconómico constituem processos que visam não só a alteração de políticas, como também de comportamentos, que os países devem implementar, atuando sobre variáveis como o consumo, investimento e importações, no sentido de melhorar a competitividade após períodos de choque (Alcidi et al., 2016).

Assim, a Irlanda, em novembro de 2010, seria o primeiro país a recorrer ao programa de ajustamento do qual viria a sair com êxito em dezembro de 2013. Portugal avançaria para um programa semelhante no primeiro semestre de 2011 carimbando a sua saída, também com sucesso, em maio de 2014 (European Stability Mechanism, 2014).

Não obstante, os efeitos dos programas de ajustamento económico foram profundos, acrescentando mais retração económica a uma conjuntura que era já de crise.

Obviamente que as empresas privadas não foram poupadas, e sofreram impactos significativos que foram sentidos tanto ao nível da sua performance como da própria estrutura de capitais, obrigando a ajustes nesta, impostos pelo agravamento das condições de financiamento e da escassez do mesmo.

1.2. OBJETIVOS DO ESTUDO E POSSÍVEIS CONTRIBUTOS

A literatura atual tem abordado com relativa frequência as relações entre a prática da gestão de resultados e decisões de estrutura de capitais, sobretudo no tocante a empresas cotadas e, de

forma mais geral, nas de origem anglo-saxónica. Menos atenção, porém, têm merecido as empresas de pequena e média dimensão oriundas de outros países na europa, pelo que este trabalho pretende abordar a problemática com o olhar noutras geografias, concretamente Portugal e Irlanda, onde, tal como na maioria dos restantes países da EU, o tecido empresarial é constituído maioritariamente por empresas de menor envergadura.

Por outro lado, e já o referimos aqui, os estudos no âmbito da literatura enunciada produziram conclusões divergentes quanto ao sinal da relação entre EM e o endividamento, o que nos leva a pensar que a presente investigação poderá ser de algum interesse no sentido de perceber se dados mais recentes distinguem, com mais clareza, uma dessas direções, nunca descurando que é, de todo, impossível expurgar totalmente o efeito das muitas variáveis conjunturais (muitas das quais ausentes dos vários modelos de análise), que entretanto sofreram alterações neste intervalo de tempo, nomeadamente, as decisões de política monetária dos bancos centrais, as normas contabilísticas que travam a batalha do robustecimento, a experiência acumulada (com a crise) pelos mercados financeiros / entidades financiadoras e a consequente evolução dos contratos de financiamento.

Eventualmente, a utilidade deste trabalho poderá estender-se: (i) às instituições financeiras, no sentido de fornecer mais alguns dados sobre o comportamento das empresas em relação às práticas de gestão de resultados, informação que poderão incorporar na sua análise de risco; (ii) aos organismos reguladores, que perseguem uma moldura de regulação mais rigorosa e robusta.

Assim, elegemos como objetivo central desta investigação avaliar a relação entre EM e o nível de endividamento, em Portugal e na Irlanda, no período entre 2008 e 2016.

Pretende-se, especificamente: (i) verificar se a relação entre a alavancagem financeira e a prática da *Earnings Management* é tendencialmente positiva; (ii) aferir se esta relação é atenuada pela conjuntura económica que decorre dos programas de ajustamento; (iii) analisar se a relação entre EM e endividamento manifesta um comportamento diferente entre Portugal e Irlanda no contexto referido.

1.3. ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Gorado este capítulo introdutório onde procuramos situar contextualmente, e em termos dos objetivos, a presente investigação, e onde mencionamos os seus possíveis contributos, desenvolvemos a restante dissertação em mais três capítulos.

Um segundo capítulo dedicado à revisão bibliográfica, onde revisitamos alguma literatura relevante sobre a temática, fazendo o respetivo enquadramento teórico, numa sequência que nos leva à formulação das hipóteses de investigação. No terceiro, descrevemos a metodologia seguida em todas as fases desta investigação, e onde expomos, analisamos e tecemos os necessários comentários aos resultados obtidos. As conclusões são patenteadas no quarto capítulo onde incluímos sugestões para o desenvolvimento de futuras investigações. As páginas finais são dedicadas às referências bibliográficas onde elencamos todas as que serviram de suporte a este trabalho.

2. REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES

2.1. GESTÃO DE RESULTADOS

2.1.1. A INFORMAÇÃO FINANCEIRA – QUALIDADE E RELEVÂNCIA

A problemática da assimetria da informação no contexto da interação das empresas com os seus interlocutores externos, nomeadamente com investidores, tem sido recorrentemente tratada. Estudos anteriores deixam perceber que esta assimetria tenderá a crescer quando a qualidade da informação financeira decrescer (Easley & O'Hara, 2004). A informação contabilística e financeira, assume assim, um papel determinante nas decisões de alocação de capital (Bhattacharya et al., 2013). Schipper & Vincent (2003) acrescentam que essa alocação será ineficiente se for feita com base em informação de baixo nível qualitativo.

O interesse partilhado por auditores, reguladores, investidores e pela comunidade académica, entre outros, ilustra bem a importância deste tema. Fértil tem sido, também, o terreno de investigação neste âmbito, com uma vasta lista de contributos dos quais destacamos, por uma questão de síntese, os trabalhos de Schipper & Vincent (2003) e Dechow et al. (1996).

Esforço semelhante tem sido impresso pelos organismos reguladores, através da produção de quadros normativos que promovam um robustecimento qualitativo da prática contabilística e de relato financeiro. Quer o *International Accounting Standards Board* (IASB) e o Financial Accounting Standards Board, a nível internacional (FASB)¹, quer a Comissão de Normalização Contabilística (CNC)² e o *Irish Auditing & Accounting Supervisory Authority* (IAASA), no caso particular dos países em estudo, vincam bem a persecução deste objetivo.

Não existe, contudo, uma noção concreta de qualidade da informação contabilística. Isto está bem patente nas diferentes interpretações veiculadas pela investigação, pelo que uma eventual síntese do conceito encerra algum desafio. Podemos partir de Penman & Zhang (2002) na sua apologia de que a qualidade existirá, quando a informação reportada tiver uma boa capacidade para estimar resultados futuros. Na mesma linha, Easley & O'Hara (2004) sublinham que quanto maior a precisão na previsão de *cash-flows* futuros, maior será a qualidade da informação.

A qualidade do relato financeiro é, no entanto, negativamente afetada por práticas de deformação dos resultados (Healy & Wahlen, 1999; Leuz et al., 2003) que se traduzem no recurso à elasticidade das normas contabilísticas e do julgamento profissional, respeitante às políticas e técnicas de estimação, e que permitem aos gestores adulterar resultados com o intuito de espelhar uma determinada performance para entidades externas (Gorgan et al., 2012).

Mas existe, concomitantemente, o outro lado da moeda, quando os gestores escolhem métodos e estimativas para refletirem, com maior precisão, o desempenho económico das empresas (Healy & Wahlen, 1999).

Para Mendes & Rodrigues (2007), trata-se de não negar um certo grau de discricionariedade no exercício contabilístico, que pode ser importante para que as empresas possam corrigir eventuais particularidades setoriais e/ou operacionais, permitindo-lhes conferir maior realismo e fidedignidade à informação prestada.

Os obstáculos a uma informação contabilística e financeira fiável não se esgotam no problema da exploração das assimetrias no seu acesso. Outras questões de ordem técnica, no domínio da

¹ Ver, por exemplo, Statement of Financial Accounting Concepts No.1 (SFAC 1) do FASB.

² Ver, por exemplo, Estrutura Conceptual do SNC - Aviso n.º 15652/2009, 7 de setembro - Série II – n.º 173.

contabilidade se levantam, nomeadamente a gestão do binómio relevância versus fidedignidade. Uma tónica excessiva na relevância pode levar à produção de informação de qualidade duvidosa. O inverso pode ter como desfecho informação financeira intempestiva, logo pouco relevante. Estamos perante um conflito que tem de ser considerado por aqueles com responsabilidades na produção das normas (Healy & Wahlen, 1999).

2.1.2. A GESTÃO DE RESULTADOS FACE A OUTRAS PRÁTICAS DE DISTORÇÃO

Até aqui, fica claro que as práticas de deturpação têm um impacto incontornável na qualidade do relato contabilístico e financeiro. Urge por isso que consigamos distinguir as suas variantes, em particular a gestão de resultados, pois para além de divergirem em âmbito, algumas divergem, muito mais, nas suas consequências.

Começamos por discernir a gestão de resultados da fraude, sendo que a primeira ocorre dentro dos limites das normas e práticas contabilísticas aceites, ao passo que na segunda há uma clara violação dos princípios que regulam o exercício da contabilidade, bem como uma premeditada intenção de ludibriar os vários interessados na informação financeira, configurando uma ilegalidade sancionada pela Lei (Dechow & Skinner, 2000).

Importa separar, também, a contabilidade criativa da gestão de resultados. Nas palavras de Dias (2015: 45) “...enquanto a contabilidade criativa alcança todas as demonstrações financeiras, a gestão dos resultados (*Earnings Management*) procura somente atuar sobre os seus resultados. Não obstante, muitas das manipulações contabilísticas levadas a cabo sobre ativos e passivos acabam por produzir efeitos também ao nível dos resultados, daí a necessidade de dedicar a esta forma de distorção da informação financeira uma abordagem autónoma.”

A contabilidade criativa traduzir-se-á, então, no uso do poder discricionário conferido pela flexibilidade das normas contabilísticas na preparação dos reportes, em que a gestão das várias rúbricas tocantes aos resultados, não extravasa o limite do regulamentar (Jones, 2011).

Mulford & Comiskey (2011) vão mais longe, alegando que a contabilidade criativa abrange todas as atividades de manipulação ou distorção da informação contabilística e financeira, inclusivamente a fraude.

A gestão de resultados, por ser a prática que mais interessa a este estudo, será tratada, com mais detalhe, no subcapítulo seguinte. Antes, contudo, será importante fazer uma breve referência ao alisamento de resultados, pois, para além de constituir uma técnica de manipulação amplamente documentada em contabilidade e finanças, tem particular interesse atendendo ao seu singular objetivo de reduzir a volatilidade dos resultados, métrica fundamental na análise de risco e crucial em cenários de procura ou manutenção de financiamento, com repercussões significativas na estrutura de capitais das empresas.

Froot et al. (1993) argumentam que *cash flows* estáveis trazem valor acrescentado por reduzirem a dependência de financiamento externo.

Minton & Schrand (1999) demonstram que a volatilidade dos *cash flows* é custosa, afetando a política de investimentos das empresas no que toca as possibilidades de recrutamento de capitais e aos respetivos custos associados.

Esta visão de que os mercados e investidores penalizam mais as empresas detentoras de resultados de maior variabilidade é corroborada por Froot et al. (1993), Allayannis & Weston (2006) e Tucker & Zarowin (2006).

Estas abordagens tornam clara a vontade das empresas em quererem distanciar-se da volatilidade, no que respeita os seus resultados, pelo que o recurso ao alisamento de resultados será uma porta tentadora nesse percurso.

2.1.3. GESTÃO DE RESULTADOS

O que expusemos anteriormente leva-nos ao entendimento de que o domínio de atuação da manipulação de resultados é consideravelmente abrangente, variando entre simples ajustes nos resultados e a fraude premeditada. Dentro deste espectro aparece, naturalmente, a gestão de resultados, mas cujas fronteiras são, por vezes, difíceis de distinguir. Ter mais ou menos informação sobre determinada empresa desempenha um papel central nesta distinção. As empresas não cotadas representam um desafio acrescido neste âmbito, atendendo ao menor grau de escrutínio a que estão sujeitas, comparativamente às suas congéneres cotadas. A linha que separa a gestão de resultados da eventual fraude fica ainda mais ténue, senão mesmo impercetível.

Para efeitos deste estudo e apoiados na distinção defendida por Jones (2011), serão consideradas as práticas de gestão de resultados, que ocorrem dentro do perímetro das normas contabilísticas e da legalidade.

Nesta lógica, a gestão de resultados caracteriza-se por uma manipulação propositada dos resultados no processo de preparação dos reportes, visando a obtenção de vantagens particulares (Schipper, 1989) ou ainda, uma intenção premeditada em deturpar a informação financeira prestada, aos diversos utilizadores desta, e que não é observável, o que dificulta a sua mensuração (Dechow & Skinner, 2000; Healy & Wahlen, 1999).

Textualmente, Healy & Wahlen (1999: 368) referem que “A Gestão de resultados ocorre quando os gestores usam o julgamento no reporte financeiro e na estruturação de operações para alterar os relatos financeiros ou para enganar alguns stakeholders sobre o desempenho económico da empresa ou para influenciar os desfechos contratuais que dependem dos números contabilísticos apresentados.”

Paralelamente, Schipper (1989) e os próprios Healy & Wahlen (1999), subscritos mais tarde por Beneish (2001), exortam que a gestão de resultados poderá ter a função de melhorar a própria informação quando os gestores usam a discricionariedade, que aquela prática proporciona, para revelar as suas estimativas sobre resultados futuros.

Emergem assim duas perspetivas: uma que empresta uma conotação negativa à gestão de resultados, salientando o seu carácter oportunista, e outra que destapa o seu lado mais virtuoso, realçando a sua função informativa (Beneish, 2001; P. M. Dechow, 1994; Schipper, 1989; Subramanyam, 1996).

Dechow et al. (1995) sugerem, ainda, que os investidores são capazes de prever quando existem incentivos para a gestão de resultados, com reflexo nos mercados e nas cotações das ações respetivas.

Contudo esta ideia não parece generalizável, já que há evidências de que os investidores e financiadores não conseguem discernir estas práticas, embora não deixem de considerar as demonstrações financeiras importantes e úteis, não acreditando, tão pouco, na massificação da gestão de resultados como forma de os iludir (Healy & Wahlen, 1999).

2.1.4. GESTÃO DE RESULTADOS NUM CONTEXTO DE CRISE

Numa ótica contextual, e porque o período em análise neste trabalho engloba anos de assinalável dificuldade económica, como foi já referido, interessa analisar sucintamente a evolução da prática de gestão de resultados nestas conjunturas.

Habib et al. (2013), resumem que, em períodos economicamente mais difíceis, há mais cautela por parte dos investidores, que, atentos a eventuais manobras de distorção da informação, acabam por retirar alguma ênfase às demonstrações financeiras. Logo, os incentivos para a prática de gestão de resultados são, naturalmente, mais baixos.

Kousenidis et al. (2013) reúnem, também, evidências de que, pelas mais variadas razões, a confiança dos investidores na qualidade da informação financeira diminuiu durante a crise, embora estudos anteriores apontem para uma redução na prática da gestão de resultados com efeitos positivos na qualidade do relato financeiro nesse período.

O reforço da regulamentação ao nível da prática contabilística e financeira, aliado ao robustecimento da análise de risco por parte de investidores/financiadores e aos contributos da investigação, tiveram, também, um papel fulcral na diminuição dos níveis de gestão de resultados (Gorgan et al., 2012).

Outra questão pertinente prende-se com o aproveitamento dos períodos recessivos para reportar maus desempenhos, possibilitando a apresentação de resultados surpreendentemente positivos em exercícios seguintes. Denominada de “*big bath*”, esta prática, conduzida através de *accruals* discricionários, tem como objetivo fazer crer que eventuais maus resultados estão associados a maus momentos económicos.

Na argumentação de Kousenidis et al. (2013), a crise poderá constituir uma oportunidade para a proliferação deste tipo de práticas.

Sejam estas as práticas, ou outras quaisquer, o certo é que há impulsos junto das empresas e dos seus gestores para as perseguirem. Dessas razões daremos conta no ponto seguinte, privilegiando aqueles que são mais importantes para este trabalho.

2.1.5. ESTÍMULOS PARA A GESTÃO DE RESULTADOS

As motivações subjacentes à prática de gestão de resultados são diferentes de entidade para entidade, sendo que numas poderá haver um incentivo único, enquanto noutras a combinação de vários.

A lista destes motivos na literatura é extensa, pelo que não pretendemos fazer aqui esta análise. Faremos sim, uma breve referência aos principais e com especial enfoque naqueles que se figuram mais importantes no perímetro deste estudo.

De acordo com Watts & Zimmerman (1990) e Christie (1990), as variáveis estatisticamente mais significativas na explicação do fenómeno de EM foram aquelas relacionadas com as denominadas hipóteses da contratação, ou seja, as que se relacionam com as compensações a gestores e com a contratação de financiamento. Estudos com alguma relevância têm destacado também a questão da diminuição dos impostos a pagar e os aspetos associados a custos políticos e de regulamentação. Vejamos cada uma destas em detalhe.

2.1.5.1 – COMPENSAÇÃO A GESTORES

Nem sempre os interesses dos gestores têm coincidido com os dos acionistas/detentores de capital. Há muito que assim o era, e a Teoria da Agência, pela mão de Jensen & Meckling (1976), institucionalizou a problemática.

Na ausência de métricas mais robustas, o desempenho dos gestores e as compensações daí decorrentes, são, muitas vezes, indexadas aos resultados, sendo estes, geralmente, expressos contabilisticamente. Como tal, a vontade em apresentar bons resultados por parte dos corpos de gestão é grande, pois traduzir-se-á num incremento das suas remunerações, o que os leva a incorrer em práticas de manipulação (Guidry et al., 1999; Holthausen et al., 1995).

Já antes, Healy (1985) verificou esta correlação, alegando ainda que algum tipo de manipulação também ocorria quando os resultados tinham superado os limites máximos dos escalões que davam direito a bonificação. As práticas, desta feita, eram acionadas no sentido de reduzir resultados nesse ano, para que pudessem ser utilizados futuramente.

Dechow & Sloan (1991) reportam ainda que as questões relacionadas com a proteção ou promoção dos empregos dos gestores, constituem igualmente incentivo para a distorção de resultados.

Facilmente intuimos a magnitude deste fenómeno pois, com maior ou menor nível de profissionalização, a figura do gestor é uma realidade incontornável na realidade empresarial.

2.1.5.2. - MERCADOS DE CAPITAIS

A relação com os mercados de capitais é outra das variáveis que tem sido frequentemente relacionada com práticas de gestão de resultados, com impactos assinaláveis também na estrutura de capitais das empresas.

O recurso a práticas de dissimulação das contas e a relação com as tentativas de agradar os analistas e mercados, constitui uma parcela importante da produção académica. Healy & Wahlen (1999) ventilaram a correlação manifestamente positiva entre o uso de medidas discricionárias e o atendimento das expectativas dos analistas.

Os próprios mercados têm ensinado o caminho aos gestores, ao premiar as cotações das ações como base em resultados positivos, em linha ou acima do esperado. Barth et al. (1999) testou esta correlação entre resultados e cotações das ações e encontrou evidências de que caminham no mesmo sentido.

Burgstahler et al. (2006), por outro lado, procuram mostrar que as empresas cotadas, por estarem mais expostas e com obrigações maiores ao nível da divulgação de informação, são menos tentadas a incorrer em práticas de gestão de resultados.

A tentativa de controlo dos preços das ações, materializada em ações discricionárias no exercício contabilístico, com intuito de evitar a sua queda, foi igualmente exposta por vários autores [e.g., Burgstahler & Eames, (2003); Kasznik, (1999)].

O afastamento da volatilidade tem encorajado o recurso a práticas de manipulação, desta vez mais assentes no alisamento de resultados, sendo que a intervenção pode ser a de aumentar ou diminuir os resultados, consoante o posicionamento destes em relação ao esperado pelos mercados (Mulford & Comiskey, 2011).

As operações bolsistas, como fonte de aliciamento à manipulação, nomeadamente, fusões/aquisições, aumentos de capital e ofertas públicas iniciais, têm sido analisadas em trabalhos de vários investigadores, cujos resultados sugerem um aumento das práticas de EM nos exercícios que precedem estes eventos (e.g., DuCharme et al., 2001; Teoh et al., 1998).

2.1.5.3. – REGULAMENTAÇÃO E CUSTOS POLÍTICOS

Aspetos legais e de foro regulatório têm sido invocados como incentivo às práticas de gestão de resultados. Mendes & Rodrigues (2007) colocam a visibilidade política no centro do debate, sugerindo que manifestações de alteração de contas são um veículo para evitar ou diminuir custos políticos. Alinhados nesta argumentação estão também Watts & Zimmerman (1978) e Cahan (1992). Já Healy & Wahlen, (1999) sublinham que as mesmas manifestações são visíveis em cenários de acesso a subsídios estatais ou na adaptação a trâmites regulatórios.

2.1.5.4. – IMPOSTOS

Igualmente importante parece ser também a questão tributária, nomeadamente no que concerne à otimização fiscal (entenda-se redução dos impostos a pagar). Em determinados contextos, Coppens & Peek, (2005) encontram indícios de que essa otimização é razão para mover as empresas em direção a práticas de gestão de resultados.

As conclusões de Othman & Zeghal (2006) e Baralexix (2004) caminham na mesma direção.

2.1.5.5. – ESTRUTURA DE CAPITAIS E ENDIVIDAMENTO

A Teoria de Agência refere outra dinâmica de interesses antagónicos, que ajuda a compreender os ajustamentos nas estruturas de capital e o endividamento como forças motrizes para a prática de EM: o conflito entre acionistas e investidores/financiadores.

Como financiar os investimentos / ativos no contexto empresarial é uma decisão premente com a qual todas as empresas têm de lidar, de forma contínua, pois não é, de todo, indiferente a opção por uma (s) determinada (s) fonte (s) de financiamento em detrimento de outra (s), até porque cada uma delas terá características muito próprias que afetarão de forma diversa os múltiplos aspetos da realidade empresarial, nomeadamente as estruturas de governo e controlo, a performance económico-financeira e a orientação estratégica.

Nas decisões sobre estrutura de capital, está em causa definir que proporções de capital próprio e de capitais alheios (dívida) são preferenciais para determinada organização. A tentativa de explicar a combinação das várias formas de financiamento para fazer face aos investimentos reais, constitui, segundo Myers (2001), o estudo da estrutura de capital.

Para muitos, em última instância, as empresas perseguem uma estrutura de capital ótima que permita maximizar o seu valor.

Outros há, que advogam que o valor da empresa não depende da combinação das várias fontes de financiamento, logo uma estrutura ótima de capitais não deverá, em princípio, existir.

Independentemente da pluralidade de posições, a determinação do nível de alavancagem financeira constitui uma componente central em toda a investigação. Apesar da latitude da definição proposta por Myers (2001), uma parcela significativa da literatura acaba por resumir o nível de endividamento ao rácio entre dívida de longo prazo e a totalidade dos capitais, o que na visão de Welch (2011) não capta a verdadeira dimensão do endividamento das empresas, defendendo, por isso, a inclusão da componente corrente (dívida de curto prazo). O argumento de Welch (2011) reforça a necessidade de tratar as rubricas do passivo corrente como dívida, caso contrário as empresas ostentariam um perfil de alavancagem manifestamente menos agressivo do que aquele que terão na realidade. No seu entender, a métrica mais consensual deverá ser de passivo total sobre ativos totais.

2.1.5.5.1. - A EVOLUÇÃO DAS TEORIAS SOBRE ESTRUTURA DE CAPITAIS

Ainda que existam várias teorias sobre estrutura de capitais, haverá um consenso à volta de Myers (2001), na ideia de que nenhuma poderá reclamar uma posição propriamente dominante. O surgimento de um corpo teórico sobre a temática vem pela mão de Modigliani & Miller (1958). A partir daqui, assistiu-se à desmultiplicação em inúmeras teorias com diferentes visões, que abordaremos em seguida.

2.1.5.5.2. - TEORIA CLÁSSICA – MERCADOS DE CAPITAIS PERFEITOS

No contexto de um mercado de capitais perfeito, o valor de uma empresa não é afetado pela sua estrutura de capitais. Assim, as múltiplas combinações possíveis de dívida e capital próprio não produzirão qualquer alteração no valor final da empresa (Modigliani & Miller, 1958).

É claro que este idealismo nunca se materializará na prática, até porque um mercado de capitais perfeito tem como pressupostos, a inexistência de impostos, a ausência de custos de transação, a total simetria/perfeição da informação e vários agentes com expectativas homogêneas, condições verdadeiramente utópicas e não replicáveis na realidade. Não obstante, este primeiro ensaio permitiu pavimentar algum caminho em direção a outras abordagens, com partida, precisamente, no questionamento dos fundamentos de um mercado de capitais perfeito.

2.1.5.5.3. - DA TEORIA MODERNA À ABORDAGEM CONTEMPORÂNEA

Seriam os próprios Modigliani & Miller (1963) a dar o mote com a introdução da variável *Impostos* no seu modelo. Como viriam a demonstrar, na presença de impostos, o escudo fiscal associado à dívida seria determinante na valorização das empresas, fazendo daquela um elemento desejável e preponderante, cuja ponderação na estrutura de capitais deveria ser máxima. De acordo com o modelo, o valor de uma empresa aumenta continuamente com endividamento e o custo médio ponderado dos seus capitais é decrescente, logo, teoricamente, o ideal seria um endividamento quase total. Os autores não deixam de reconhecer, contudo, a existência de limitações decorrentes de outros custos associados à dívida, mas que acabam por não incorporar no seu modelo estático.

Estas preocupações foram acauteladas mais tarde, por outros autores, com o advento da *Trade-off Theory*. Esta nova corrente acaba por representar mais do que uma teoria, configurando antes um conjunto destas, catalogadas sob o mesmo nome por partilharem a basilar ideia de que a estrutura de capitais ótima resultaria da “troca” (*trade-off*) de capital próprio por dívida ou vice-versa, de acordo com os benefícios do endividamento ou os custos associados a este, o que levaria as empresas a contraírem dívida até ao nível em que o benefício marginal que lhe estivesse associado fosse zero.

A primeira palavra viria de Kraus, A. e Litzenberger (1973), ao enunciarem os custos de falência. Na sua ótica, a partir de determinados níveis de alavancagem, estes custos suplantariam os benefícios resultantes do escudo fiscal da dívida e seriam o ponto de inflexão para uma trajetória descendente do valor da empresa.

Myers (1984) advoga, por seu turno, que uma empresa que envereda pela *Trade-off Theory*, define um rácio dívida/capital próprio alvo e tenta mover-se gradualmente na sua direção.

Esta definição introduzida por Myers (1984) contava apenas metade da história, já que a persecução de uma estrutura de capital alvo encerra alguma complexidade, se deixarmos cair mais um dos pressupostos dos mercados de capitais perfeitos: os custos de transação. Isto porque os ajustamentos na estrutura de capitais implicam um grande esforço de contratação, por via do reforço de dívida ou do seu inverso (capital próprio), e estas alterações, para alguns teóricos, aportam importantes custos que devem ser considerados.

Já antes de Myers (1984), e os que como ele, preferiam negligenciar a existência de tais custos, lançaram mãos a uma abordagem estática da *Trade-off Theory*, desenvolvida por Brennan & Schwartz (1978), Bradley et al. (1984) e Leland (1994).

Em contraponto Fischer, Heinkel, & Zechner (1989), ao computarem os custos de transação, encetavam uma nova proposta assente na ideia de que as empresas definiriam um intervalo (com limite superior e inferior) para uma estrutura de capitais ótima e fariam ajustamentos a essa estrutura, dentro do referido intervalo, sempre que os benefícios resultantes desse ajustamento fossem superiores aos custos de transação inerentes.

Em paralelo, novamente com Myers (1984) e com o surgimento da Teoria da Agência, pela mão de Jensen & Meckling (1976), caíam os dois últimos pilares que sustentavam a ideia de um mercado de capitais eficiente, acarinhado por Modigliani & Miller (1958): a simetria e perfeição da informação e as expectativas homogêneas dos vários agentes. Abria-se, então, um novo caminho de estudo, iluminado pioneiramente por Myers & Majluf (1984), que rapidamente se corporizou na *Pecking Order Theory*.

O principal argumento desta teoria está alicerçado na conjectura de que existem assimetrias de informação e de expectativas (objetivos) entre as empresas e investidores. As empresas mostrarão preferência por fundos gerados internamente em detrimento de dívida ou, em última instância, de emissão de capital próprio, para fazer face aos seus projetos de investimento. Assim, a hierarquização das escolhas (*Pecking Order*) ficará organizada por ordem decrescente de preferência. Logo, e em primeiro, os fundos gerados internamente, seguido de instrumentos de dívida e culminado na emissão de capital próprio.

Outros campos de investigação têm sido explorados, em parte, por objeção às teorias do *Trade-off* e *Pecking Order*, com base na assimetria de informação denunciada pela Teoria de Agência.

As Teorias da Sinalização (*Signaling Models*), que tiveram em Ross (1977) e Leland & Pyle (1977) os primeiros protagonistas, defendem que os gestores podem emitir sinais sobre a qualidade das suas empresas, de modo a esbater o diferencial de informação em relação aos investidores, quer seja pelo nível de endividamento (contrair dívida revela uma expectativa positiva em relação a cash-flows futuros, que permitirão fazer face às responsabilidades inerentes) quer seja pela política de dividendos (capacidade de gerar resultados).

Baker & Wurgler (2002) juntam argumentos a favor da Teoria do *Market Timing*, alegando que as empresas emitirão capital próprio quando, a valorização feita pelo mercado lhes for favorável.

Logicamente, a investigação em torno da estrutura de capitais não se esgota nas abordagens aqui enunciadas e consideradas principais, havendo muitas outras³ que poderão ser de interesse, mas ainda em desenvolvimento, carecendo por isso de mais estudo e investigação.

2.1.5.5.4. – EARNINGS MANAGEMENT E ESTRUTURA DE CAPITAIS

Independentemente das opções concernentes à composição da estrutura de capitais, as empresas procuram financiamento em montantes e condições que satisfaçam as suas necessidades, enquanto investidores e financiadores procuram imunidade (ou exposição moderada) ao risco e uma eficiente alocação dos seus recursos. Estas divergências estão presentes em todas as fases do processo de financiamento, e as partes estão conscientes da importância da informação financeira no encurtamento deste fosso.

Esta pressão nas empresas evidencia uma forte motivação para o uso da discricionariedade na preparação do relato contabilístico e financeiro, com vista à apresentação de resultados positivos e conseqüentemente de perfis de risco minimamente digeríveis pelos mercados, no sentido de melhorar as condições de financiamento e/ou evitar o incumprimento de cláusulas nos contratos de dívida (*covenants*), sob pena de poderem perder o apoio dos financiadores (Beatty & Weber, 2003; A. a Christie & Zimmerman, 1994; P. Dechow & Dichev, 2002; M. L. DeFond & Jiambalvo, 1994; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005)

³ Ver Harris & Raviv (1991)

Outros estudos indicam, inclusivamente, que quanto maior o nível de endividamento maior será a propensão para a manipulação das contas (Dhaliwal, 1980; Watts & Zimmerman, 1986). Em sentido contrário, Beneish (1999b) não encontra evidências de que as empresas que apresentam maior gestão de resultados sejam mais alavancadas do as que não recorrem a esta prática, posição corroborada por Dechow et al. (2011).

Jelinek (2007) ressalva, ainda, que importa distinguir as empresas que permanecem consistentemente com altos níveis de alavancagem, das que vêm registando aumentos destes. As últimas apresentam uma tendência para a redução de práticas associadas a EM.

Beneish (1999b), acrescenta que a alavancagem financeira e as emissões de instrumentos de capital próprio não constituem motivação para a manipulação de resultados. Em solo oposto Teoh et al. (1998), Rangan (1998) e Shivakumar (2000) indiciam que o nível de *accruals* é anormalmente elevado naqueles eventos, posição idêntica suportada por Dechow et al. (2011).

Juntam-se outras alegações para dar voz a esta relação negativa entre gestão de resultados e nível de financiamento (e.g., Bowen et al. 2008; Nardi & Nakao 2009) e que serão, certamente, de considerar.

2.1.6. – MANIPULAÇÃO E DETEÇÃO BASEADA EM *ACCRUALS*

Baseado em Mulford & Comiskey (2011) e Jones (2011), Dias (2015) resume os métodos utilizados com maior frequência na concretização de práticas de gestão de resultados. Da lista fazem parte as ações de sobrevalorização de rendimentos, subvalorização de gastos, aumento do ativo, redução do passivo e aumento do cash-flow operacional. Estas ações acabam por tocar todas as demonstrações financeiras: as rúbricas de gastos e rendimentos terão influência direta nos resultados por via da demonstração de resultados, as alterações de valor nos ativos e passivos produzirão um retrato diferente da posição líquida e do endividamento, expressos através do balanço, e finalmente, uma adulteração das componentes dos cash-flows transmitirá uma imagem distorcida do potencial operacional, espelhado nas demonstrações de fluxos de caixa.

Por conseguinte, a deteção de práticas de gestão de resultados encerra muitas dificuldades atendendo à complexidade das rúbricas acima descritas, nomeadamente na rastreabilidade dos

movimentos em que estas estão envolvidas. A vasta investigação tem proposto alguns métodos, uns mais robustos do que outros, embora todos comungem do facto de não serem isentos de limitações.

Acresce ainda o facto da gestão discricionária de *accruals* ser uma das formas mais comuns de materializar a gestão de resultados (Elliot & Hanna, 1996; Francis et al., 1996). Já antes, Watts & Zimmerman (1986) reconheceram-no e atribuíram-no ao facto de ser aquela que menos custos envolve e a que mais dificuldades apresenta para a sua deteção, dada, precisamente, a subjetividade da discricionariedade envolvida. Não obstante, deixa pistas que permitem o seu rastreamento.

2.1.6.1 – IDENTIFICAÇÃO DE ACCRUALS

É sabido, da contabilidade, que os movimentos numa ótica económica ou financeira nem sempre têm correspondência temporal com o fluxo de caixa respetivo, isto é, o resultado operacional poderá ser reconhecido antes ou depois. Deste desfasamento resultam os *accruals*, sendo o seu cálculo possível, embora de forma indireta, pela diferença entre os *cash-flows* operacionais e os resultados de determinado período.

Este cálculo poderá ser efetivado via Demonstração de Fluxos de Caixa (DFC) ou Balanço. Através da DFC o processo dificulta-se, pois implicaria que a eventual manipulação tivesse por base uma alteração de pagamentos e/ou recebimentos (que, recorde-se, são transações com materialidade), o que implicaria o envolvimento de terceiros, e significaria cair numa esfera mais próxima da fraude. Neste estudo, faremos o cálculo através do Balanço.

Até aqui temos falado de *accruals* totais, medida proposta por Healy (1985), como sendo a principal para a deteção de práticas de gestão de resultados. No entanto, a evolução da investigação nesta temática produziu outras abordagens, em grande parte devido ao reconhecimento de que há uma parcela importante dos *accruals* que não é manipulável. Atualmente, é quase unanimemente aceite a distinção entre *accruals* não discricionários, que resultam do normal desenvolvimento do ciclo/atividade operacional, e os discricionários, que como o próprio nome indica, são alvo do arbítrio e ação dos gestores.

Atente-se, no entanto, que estes *accruals* discricionários não são diretamente dedutíveis a partir das rubricas presentes nas demonstrações financeiras. O recurso a um modelo de estimação é o processo normalmente utilizado, sendo o modelo de Jones (1991) uma referência incontornável neste âmbito. Não está, contudo, isento de limitações, pelo que tem sido alvo de muitas críticas e de sugestões de modificação por parte da comunidade investigadora.

Dechow et al. (1995), Kasznik (1999) e Kothari et al. (2005) incorporaram algumas dessas importantes modificações e melhorias (no entender dos próprios), no sentido de aumentar a robustez e poder de estimação.

Jones (1991) leva em conta as variações no volume de negócios e no ativo fixo tangível, do período transato, para estimar os *accruals* normais da empresa para os exercícios seguintes. A componente não discricionária é obtida pela diferença entre os valores estimados pelo modelo e o valor observado, e é usada com *proxy* para a prática da gestão de resultados.

O nosso trabalho fará uso deste modelo de Jones (1991) com as contribuições de Dechow et al. (1995), Kasznik (1999) e Kothari et al. (2005).

2.2. – DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

Existe, como já tivemos oportunidade de expor, uma bipolarização nas posições concernentes à relação entre endividamento e a gestão de resultados. De um lado os que defendem uma relação positiva (Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005), do outro os que veem no endividamento um moderador, atribuindo por isso um sinal negativo à relação (Bowen et al., 2008; Nardi & Nakao, 2009).

Neste contexto somos levados a formular a seguinte hipótese de investigação:

H1. Existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e *Earnings Management*.

Habib et al. (2013) mostram que, em períodos economicamente mais difíceis, os incentivos para a prática de gestão de resultados são mais baixos devido à elevada sensibilidade dos financiadores e investidores. Kousenidis et al. (2013) confirma uma redução na prática da gestão de resultados com efeitos positivos na qualidade do relato financeiro durante os primeiros anos da última crise financeira (2008). Gorgan et al. (2012), corroboram.

No entanto, o contrário também parece ser plausível, vindo a argumentação dos próprios Kousenidis et al. (2013): as empresas poderão ser aliciadas a introduzir práticas de *Big Bath Behaviour*, no aproveitamento dos períodos económicos mais desfavoráveis, conduzindo a uma maior proliferação de EM nestas conjunturas.

Por conseguinte, e atendendo que o nosso estudo abarca um período com anos particularmente difíceis numa perspetiva económica, resultante da aplicação dos programas de ajustamento económico, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

H2. A relação positiva entre o endividamento e *Earnings Management* é atenuada em períodos de ajustamento económico.

Fruto da sua estratégia de captação de investimento instituída nas décadas recentes, baseada numa política fiscal atrativa do ponto de vista empresarial, a Irlanda tem conseguido aliciar muitas empresas a instalarem-se no seu mercado, muitas delas de dimensão relevante e com operações de cariz global. Esta realidade produziu alterações de vária ordem no seu tecido empresarial, sendo uma delas, indiscutivelmente, o aumento da dimensão média das empresas que contribuem para a sua economia, diferindo um pouco, neste aspeto, da realidade portuguesa.

Empresas maiores recorrem mais assiduamente ao EM por forma a controlar os inerentes custos políticos decorrentes da sua dimensão, notam Watts & Zimmerman (1978), Zimmerman (1983) e Watts & Zimmerman (1990). As evidências aduzidas por Rajan & Zingales (1995) vão no sentido de que as empresas de maior dimensão ostentam comportamentos distintos em relação ao financiamento, posição subscrita por Frank & Goyal (2009). Por outro lado, a dimensão

acrescida é apontada por muitos (e.g., Doyle et al. 2007 e Ge & McVay 2005) como desincentivo ao EM, derivado ao maior grau de exposição e escrutínio a que as empresas nessa condição estão sujeitas.

Dado que a diferença de dimensão parece ser um facto que caracterize a relação entre as empresas portuguesas e irlandesas, deixa pistas de que o comportamento face ao EM poderá não ser totalmente coincidente. Esta preocupação ganha mais força se tivermos em conta que existem diferenças estruturais entre os dois países, sejam de índole social sejam de cariz económico, que estruturam de forma ímpar o tecido empresarial.

Estas considerações levam-nos ao desenho da nossa última hipótese de investigação:

H3. A relação entre o nível de endividamento e de *Earnings Management* é diferente entre Portugal e Irlanda

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. – CARATERIZAÇÃO DA AMOSTRA

Atendendo que o âmbito deste estudo visa as empresas não cotadas em países que cumpriram, com sucesso, programas de ajustamento económico recentes (Portugal e Irlanda), os dados foram retirados da base de dados *Amadeus*, pertencente ao grupo Bureau Van Dijk (BvD). Esta opção seguiu a metodologia utilizada por Dias (2015), baseada no estudo de Dai (2012), estudo este que distinguia o relatório *Amadeus* como mais vocacionado para empresas não cotadas de pequena e média dimensão, na medida em que contém mais informação acerca destas, comparativamente a outras bases dados equacionadas (*Compustat* e *Datastream*), mais focadas em empresas cotadas e de maior dimensão.

Os dados que compõem a nossa amostra, foram recolhidos no dia 19 de julho de 2017, pertencentes a empresas não cotadas de Portugal e Irlanda, entre os anos de 2008 e 2016. Esta pesquisa determinou um total de 35 547 empresas.

Procedeu-se, posteriormente, à eliminação das empresas que não continham informação suficiente para cálculo das variáveis pertinentes, o que reduziu a amostra a 1031 empresas.

Seguidamente, expurgaram-se as entidades pertencentes aos setores da administração pública, financeiro e de seguros (setores K e O da nomenclatura estatística das atividades económicas na UE, *NACE rev. 2*⁴), pois devido à particularidade dos seus sistemas e normas contabilísticas, o método de formação de *accruals* é diferente das empresas nos restantes setores. Desta operação resultou um total de 1025 empresas.

Eliminaram-se, por fim, em cada um dos setores remanescentes, os valores considerados extremos, correspondentes às observações com grandezas fora do intervalo correspondente à média mais/menos 3 vezes o desvio padrão, fechando assim a amostra em 970 empresas, correspondendo a 8730 observações.

Tabela 1 – Resumo da seleção da amostra

Descrição	Total
Base de Dados Amadeus BvD (2017)	
Empresas com informação disponível para os anos de 2007 a 2016	1031
Após eliminação das empresas pertencentes aos setores K e O da <i>NACE Rev.2</i>	1025
Após eliminação dos valores extremos por setor	970

A amostra é maioritariamente composta por empresas portuguesas, atendendo à escassez de dados em relação às congéneres Irlandesas, como podemos visualizar na tabela 2.

⁴ Nomenclatura Estatística das Atividades Económicas **NACE Revisão 2**, estabelecido pelo Regulamento (CE) n.º 1893/2006 do Parlamento Europeu e do Conselho de 20 de dezembro de 2006

Tabela 2 - Distribuição da amostra por país e setor de atividade

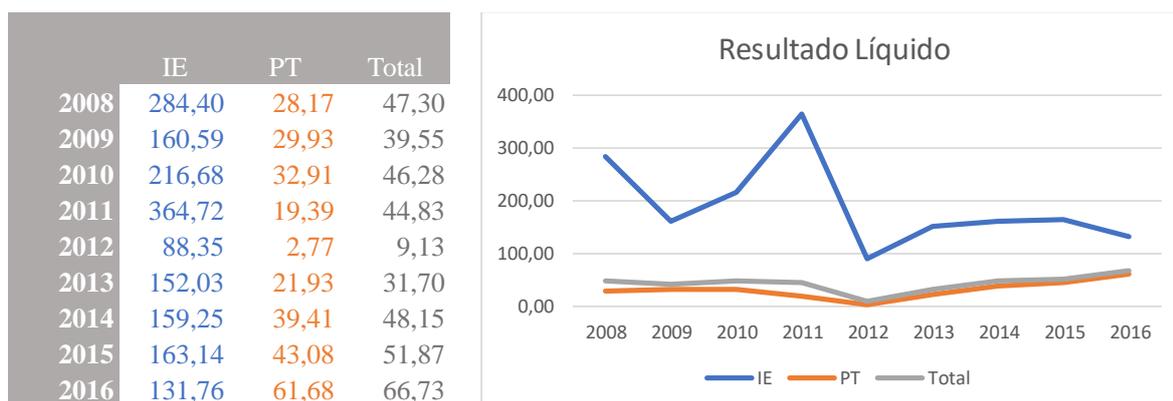
	Setor	Portugal	Irlanda	Total	%
A	Agricultura e Pescas	189	0	189	2,2%
B	Indústrias extrativas	18	0	18	0,2%
C	Indústrias transformadoras	2061	54	2115	24,2%
D	Energia	72	0	72	0,8%
E	Água	27	0	27	0,3%
F	Construção	657	9	666	7,6%
G	Comércio	2322	54	2376	27,2%
H	Transportes e armazenagem	288	0	288	3,3%
I	Alojamento e restauração	486	0	486	5,6%
J	Informação e comunicação	63	27	90	1,0%
L	Atividades imobiliárias	216	27	243	2,8%
M	Consultoria	1044	108	1152	13,2%
N	Serviços de apoio	144	63	207	2,4%
P	Educação	135	9	144	1,6%
Q	Saúde humana e apoio social	252	27	279	3,2%
R	Cultura	54	126	180	2,1%
S	Outros serviços	90	108	198	2,3%
	Total	8118	612	8730	100%
	%	93%	7%	100%	

A mesma grelha dá-nos a expressão por setor de atividade, onde é notória a prevalência dos setores da Indústria e Comércio, que totalizam mais de metade das empresas na nossa amostra (51,4%), seguindo-se o setor de Serviços de Consultoria, com 13,2% das empresas envolvidas.

A média dos resultados líquidos, dos volumes de vendas, dos ativos totais e da dívida financeira de longo prazo estão patentes nas figuras 1 a 4.

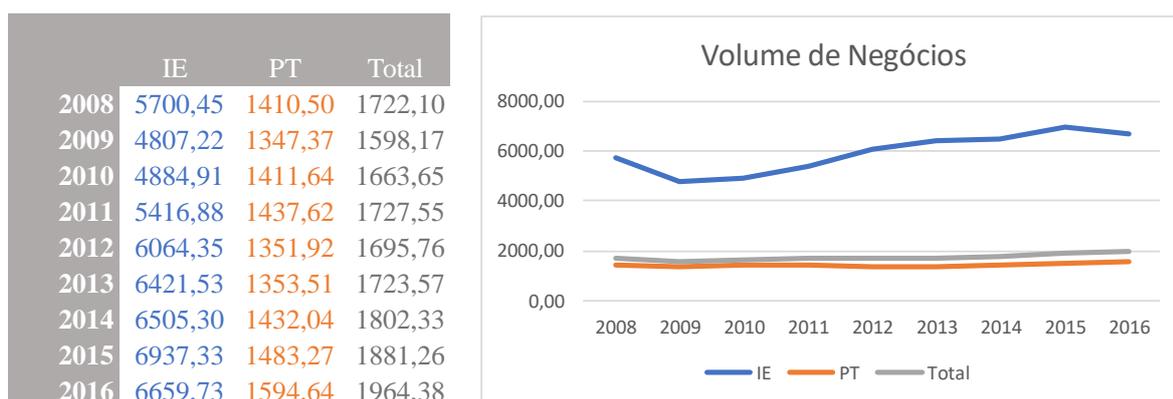
Na figura, é observável uma queda dos resultados líquidos em dois períodos, sendo o primeiro no início da crise financeira (ano de 2008) e o segundo coincidente com o início da implementação dos programas de ajustamento (final de 2011 e ano de 2012).

Figura 1 - Média dos Resultados Líquidos



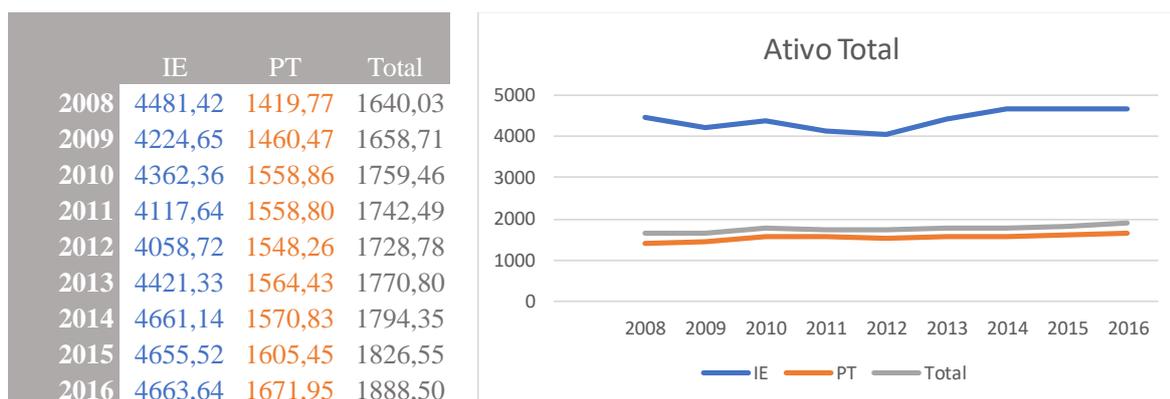
A média dos volumes de negócios, visíveis na figura 2, denunciam um comportamento relativamente estável, ou até de ligeiro crescimento a partir do decréscimo registado em 2008.

Figura 2 - Média dos Volumes de Negócios



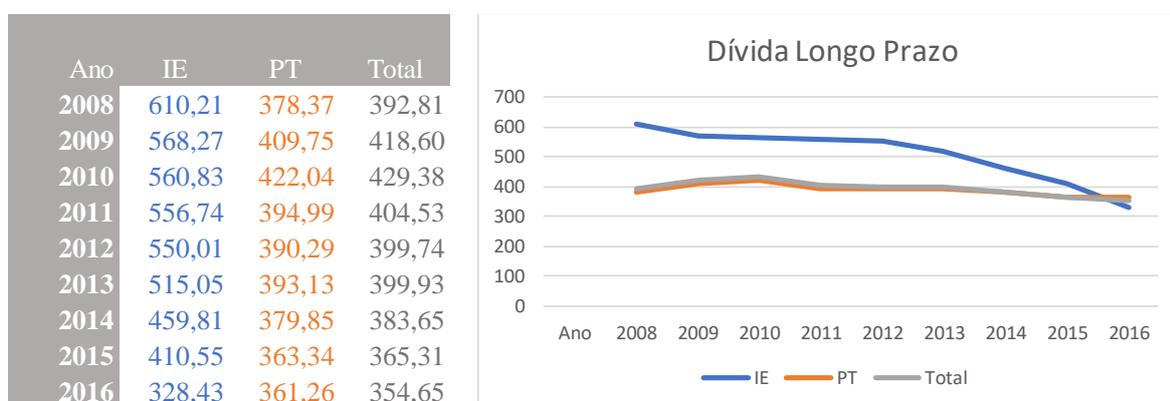
Comportamento semelhante é visível no que concerne à média dos ativos totais. A figura 3 ilustra um crescimento ligeiro, mas progressivo, até 2016, interrompido por pequenas correções nos anos de 2011 e 2012.

Figura 3 - Média do Total de Ativos



É manifesto o crescimento da dívida financeira de longo prazo, em termos totais, até ao ano de 2010. A figura 4 evidencia também o percurso inverso na trajetória do endividamento a partir de 2011. Esta descida continua paulatinamente até ao último ano em estudo (2016).

Figura 4 - Média das Dívidas Financeiras de Longo Prazo



É notória, em qualquer um dos indicadores, a diferença de dimensão das empresas irlandesas em relação às portuguesas, nesta amostra. Portugal apresenta um tecido empresarial com entidades de envergadura mais modesta, sobretudo micro e pequenas empresas, enquanto na Irlanda a proporção de empresas de média dimensão é mais expressiva.

3.2. METODOLOGIA

Porque o objetivo principal desta dissertação é avaliar a relação entre as decisões de financiamento e a prática de EM, consubstanciado nas hipóteses de investigação anteriormente apresentadas, procuramos aferir a eventual existência de uma associação positiva entre os fenómenos.

As empresas são confrontadas com a essencial questão de como financiar os seus investimentos, cuja decisão determinará a composição da sua estrutura de capitais, a qual variará entre mais/menos capital próprio e menos/mais capital alheio. Independentemente da opção, o recrutamento de financiadores e/ou investidores é imprescindível, pelo que seduzir estes públicos torna-se substancialmente mais fácil se os indicadores financeiros e económicos forem robustos e garantirem perspectivas de retorno.

Impõe-se, então, a questão: constituirão estas necessidades um aliciente suficiente para as empresas enveredarem pela gestão de resultados, por forma a exibirem um melhor desempenho?

Para responder a esta questão e atender aos objetivos propostos, desenvolvemos um modelo multivariado baseado no método de estimação dos mínimos quadrados ordinários (do inglês *Ordinary Least Squares* – OLS), em que a variável dependente é, naturalmente, o nível de EM, deduzido a partir dos *accruals* discricionários e que, em conjunto com os *accruals* não discricionários, compõem os *accruals* totais, cuja fórmula de cálculo ilustramos mais à frente.

Para a determinação dos *accruals* discricionários (proxy para o EM) socorremo-nos, tal como em outros estudos anteriores, do modelo de Jones (1991) e dos modelos que decorreram das modificações introduzidas por Dechow et al. (1995), Kasznik (1999) e Kothari et al. (2005).

Estas opções ditaram o modelo que apresentamos a seguir, a partir do qual procedemos às necessárias inferências:

$$EM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$EM_{i,t}$	= Nível de <i>Earnings Management</i> da empresa i no tempo t
$LEV_{i,t}$	= Nível de alavancagem financeira da empresa i no ano t
$SIZE_{i,t}$	= Dimensão da empresa i no tempo t
$RISK_{i,t}$	= Variabilidade do <i>EBITDA</i> (Risco) da empresa i no tempo t
$PROF_{i,t}$	= Rentabilidade da empresa i no tempo t
$TANG_{i,t}$	= Nível de ativos tangíveis da empresa i no tempo t
$GROW_{i,t}$	= Crescimento da empresa i no tempo t

Todas as variáveis, são alvo de explanação nos parágrafos seguintes, onde detalhamos também a mecânica para obtenção dos níveis de EM.

Determinação do nível de *Earnings Management*

A forma de mensuração do nível de EM tem sido uma preocupação partilhada pela maioria dos autores, no extenso corpo de investigação dedicado ao fenómeno. Um problema com muitas propostas, sem que nenhuma possa reclamar unanimidade, nem nada que dela se aproxime. O método baseado nos *accruals* é uma das alternativas seguida por muitos, entre os quais nos incluímos para efeitos do corrente trabalho.

Dos movimentos registados numa ótica económica ou financeira (despesas e receitas), que não têm correspondência, momentânea ou permanente, com um fluxo de caixa respetivo (recebimentos e pagamentos), resultam os *accruals*, que em conjunto com os fluxos de caixa, são as bases das demonstrações financeiras apresentadas pelas empresas. O seu cálculo é possível, embora de forma indireta, pela diferença entre os *cash-flows* operacionais e os resultados de determinado período (Healy, 1985).

O trabalho de Callao & Jarne (2010) teve como fonte a base de dados *Amadeus* (BvD) para a recolha de dados, o que nos motivou a seguir a metodologia adotada por estes no cálculo dos *accruals* totais (TA):

$$TA_{i,t} = \Delta AREC_{i,t} + \Delta INV_{i,t} - \Delta AP_{i,t} - DEP_{i,t} \quad (2)$$

Em que:

- $TA_{i,t}$ = *Accruals* Totais da empresa i no tempo t
- $\Delta AREC_{i,t}$ = Variação das contas a receber (*Receivables*), da empresa i no tempo t
- $\Delta INV_{i,t}$ = Variação dos Inventários (*Inventories*) da empresa i no tempo t
- $\Delta AP_{i,t}$ = Variação das contas a pagar (*Payables*) da empresa i no tempo t
- $DEP_{i,t}$ = Total das depreciações da empresa i no tempo t

Contudo, nem todos os *accruals* são efetivamente adulteráveis, evidência que tem encontrado um consenso alargado entre investigadores nos últimos anos. Como tal, está praticamente cimentado na literatura que os TA encerram duas vertentes: uma componente que deriva da normal atividade operacional e de investimento, e que corresponde aos *accruals* não discricionários (AND), e outra que decorre da política contabilística e do juízo profissional dos gestores, que configura a parte discricionária (AD) (Gorgan et al., 2012).

Esta última não pode, contudo, ser obtida ou calculada diretamente a partir das demonstrações financeiras das empresas. A via passa por modelos de estimação, pelo que, no contexto deste estudo, acolhemos o modelo proposto por Jones (1991) bem como as versões modificadas por Dechow et al. (1995), Kasznik (1999) e Kothari et al. (2005).

Da regressão dos modelos supramencionados obtemos a parcela de AND presente nos TA, enquanto que os AD serão, respetivamente, os resíduos libertados (i.e., a parte não explicada pelos modelos) ou, se quisermos, a diferença entre TA e AND.

Matematicamente temos:

$$TA_{i,t} = AND_{i,t} + AD_{i,t} \quad (3)$$

Reajustando em ordem a AD:

$$AD_{i,t} = TA_{i,t} - AND_{i,t} \quad (4)$$

Em que:

$AD_{i,t}$ = *Accruals* Discricionários da empresa i no tempo t

$TA_{i,t}$ = *Accruals* Totais da empresa i no tempo t

$AND_{i,t}$ = *Accruals* Não Discricionários da empresa i no tempo t

A medida de EM será:

$$AD_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (5)$$

O nível de EM será tanto mais elevado quanto maior o valor absoluto dos AD resultantes dos modelos de estimação, aplicados a cada setor individualmente por forma a mitigarmos eventuais efeitos setoriais no apuramento do nível dos *accruals*.

Estimaremos o nível de EM utilizando, paralelamente, os 4 modelos referidos acima, os quais passamos a caracterizar sumariamente.

O modelo original de Jones (1991) estima os *accruals* com base na variação do volume de negócios e dos ativos fixos tangíveis da empresa. É assumido que o volume de negócios é uma rúbrica não discricionária, portanto, não sujeita a manipulação. Este modelo a que nos referimos, de ora em diante, por **Original Jones Model (OJM)**, é corporizado na expressão seguinte:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

Dechow et al. (1995) promovem a primeira modificação ao modelo anterior, por considerarem que a rúbrica volume de negócios é altamente influenciada pela ação discricionária dos gestores, o que os leva a propor a inclusão da rúbrica de contas a receber, subtraindo-a ao volume de negócios, para assim mitigar o efeito das vendas a crédito. A materialização desta alteração está

bem patente neste modelo, que designamos por **Modified Jones Model (MJM)**, ilustrada na equação que se segue:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Um novo ajustamento é desenvolvido por Kasznik (1999), através da incorporação do *Cash-Flow Operacional* (CFO). O autor considera que esta componente tem um efeito não discricionário nos AT, pelo que se justifica a sua inclusão no sentido de atenuar incorreções na mensuração dos *accruals*. Fazemos alusão a esta variante como **Cash-Flow Jones Model (CFJM)** expresso na formula abaixo:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta Rec_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

O quarto modelo utilizado tem o contributo de Kothari et al. (2005), que ao admitir outra medida de performance, em concreto a rendibilidade do Ativo (ROA – *Return on Assets*), pretende expurgar os EM motivados por desempenhos mais fracos ou fortes, captando assim o nível de gestão de resultados que vai para além dessa realidade, ao mesmo tempo que possibilita a comparabilidade entre empresas do mesmo setor. Matematicamente a expressão provém da modificação levada a cabo por Dechow et al. (1995), adicionado do elemento ROA, e que denominamos de **Performance Matched Jones Model (PMJM)**:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta REC_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Em que:

- $TA_{i,t}$ = *Accruals* Totais da empresa i no ano t
- $\Delta Sales_{i,t}$ = Variação das vendas da empresa i no ano t face o ano t-1
- $\Delta Rec_{i,t}$ = Variação das contas a receber da empresa i no ano t face ao ano t-1
- $PPE_{i,t}$ = Total do AFT (*property, plant and equipment*) da empresa i no ano t
- $CFO_{i,t}$ = *Cash-flow* operacional da empresa i no ano t
- $ROA_{i,t}$ = Rendibilidade líquida do ativo (*Return on Assets*) da empresa i no ano t;
- $A_{i,t-1}$ = Ativo líquido total (*Total Assets*) da empresa i no ano t-1.

O uso do total do ativo no denominador, como deflator, visa minorar os problemas de heteroscedasticidade, embora, segundo demonstrou White (1980), esta não seja possível de eliminar totalmente.

Para finalizar e possibilitar a estimação dos AD, substituímos, à semelhança de Dias (2015), AND, na equação (4), pelas correspondentes expressões [equações (5) a (8)] que permitem a sua determinação.

Original Jones - Jones (1991)

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] \quad (10)$$

Modified Jones - Dechow et al. (1995)

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t} - Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] \quad (11)$$

Cash-flow Jones - Kasznik (1999)

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t} - Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] \quad (12)$$

Performance Matched Jones - Kothari et al. (2005)

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t} - Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t} \right] \quad (13)$$

Principal variável independente: *Leverage* (LEV)

O nível de alavancagem financeira (*Leverage*) permite captar as variações na componente de capitais alheios em relação aos ativos, retratando as movimentações das empresas no tocante à contratação de financiamento. Possibilita, ainda, distinguir o comportamento das empresas que operam consistentemente com altos níveis de alavancagem das que tratam o financiamento como um recurso pontual.

A métrica para o cálculo de *Leverage* tem divergido, havendo quem prefira considerar apenas a dívida de longo prazo sobre o total do ativo como rácio (e.g., Bowen et al. 2008). Outros há, como é o caso de Watrin et al. (2014), que dividem o total da dívida financeira (composto por dívida de longo e curto prazo) pelo capital próprio. Mais abrangentes, Gu et al. (2005), consideram o total do passivo no numerador, alegando que todas as rubricas do passivo, incluindo contas a receber, são formas de financiamento. No nosso caso, seguimos este último alvitre.

Convém ainda referir que neste estudo, as empresas são, na sua maioria, de pequena e média dimensão, logo sem acesso direto aos mercados de capitais, decorrente da sua condição de não cotadas, o que à partida não nos deixa grandes expectativas de que eventuais alterações na estrutura de capitais ocorram por via de eventos de emissão de capital, razão pela qual optamos pelo nível de endividamento como variável ilustrativa das alterações na estrutura de capitais em detrimento de qualquer outra. Aliás, esta condição coloca uma tônica mais acentuada no recurso ao financiamento externo, nomeadamente dívida financeira contraída a instituições bancárias ou outras com vocação similar, e ainda ao crédito comercial (fornecedores).

Determinantes que influenciam a estrutura de capitais e EM, como variáveis de controlo

Selecionamos, como variáveis de controlo, alguns aspetos da realidade empresarial que influenciam simultaneamente o nível de EM e a estruturação do capital, e que foram anteriormente adotadas por muitos investigadores, tais como Watrin et al. (2014) e Gu et al. (2005), apenas para citar alguns. Estes têm encontrado relações, em diferentes sentidos, entre dimensão (*SIZE*), rentabilidade (*PROF – Profitability*), crescimento (*GROW*) e a gestão de resultados. Há ainda quem acrescente o nível de ativos fixos tangíveis como variável elegível para a mediação de EM (e.g., Harris & Raviv 1991), opção que também seguimos.

A pertinência da variável *SIZE* (dimensão) vai para além de refletir a sensibilidade política e suas consequências (nomeadamente um recurso mais assíduo ao EM por parte de empresas maiores por forma a controlar os inerentes custos políticos decorrentes da sua dimensão), enunciadas por Watts & Zimmerman (1978), Zimmerman (1983) e Watts & Zimmerman (1990), pois as empresas de maior dimensão tendem a exibir comportamentos próprios em relação ao endividamento, atendendo à sua capacidade de aceder a diferentes fontes de financiamento e de ascender e permanecer em patamares mais elevados de alavancagem financeira (Rajan & Zingales, 1995). Frank & Goyal (2009), atribuem esta capacidade à menor proporção dos custos fixos de falência em relação aos custos de falência totais, em parte devido à maior regularidade dos *cash-flows*.

De modo inverso, a dimensão acrescida é vista por muitos (e.g., Doyle et al. 2007 e Ge & McVay 2005) como desincentivo ao EM, derivado ao maior grau de exposição e escrutínio a que as empresas nessa condição estão sujeitas.

Mais condicionadas no acesso ao financiamento estão as empresas de dimensão mais reduzida. Segundo Titman & Wessels (1988), as emissões de capital e a contratação de financiamento de longo prazo aportam mais custos para estas, embora não invalide que apresentem níveis de endividamento superiores aos das empresas maiores, por via dos mútuos de curto prazo.

A computação desta variável *SIZE* é feita através do logaritmo natural do total do ativo, à imagem do que fizeram, , por exemplo, Watts & Zimmerman (1990).

Outra realidade à qual investidores e financiadores são particularmente sensíveis prende-se com os resultados e a sua variabilidade, condicionando, certamente, as opções no que respeita a estrutura de capitais, conforme avisam Minton & Schrand (1999). Estes acrescentam que a irregularidade dos *cash flows* é custosa, afetando a política de investimentos das empresas no que concerne às possibilidades de recrutamento de capitais e aos respetivos custos associados.

As entidades que disponibilizam recursos financeiros ao tecido empresarial preferem a estabilidade e as empresas não conseguem ficar indiferentes, ou mesmo imunes, a tal pressão, ao ponto de se sentirem tentadas a usar da discricionariedade para influenciarem os resultados. Falamos naturalmente das técnicas de alisamento de resultados que vários estudos têm vindo a denunciar.

Ao falarmos de resultados, temos na rendibilidade (**PROF**) a sua melhor forma de expressão. A capacidade de gerar resultados positivos, potenciadora do autofinanciamento, proporciona maior independência face ao financiamento externo, ao mesmo tempo que deixa as empresas em posições mais confortáveis, em termos negociais, no eventual acesso a este. Rajan & Zingales (1995), constataam ainda que as empresas mais rentáveis são tendencialmente menos alavancadas. Os mesmos autores determinam a rendibilidade (**PROF**) a partir do quociente EBITDA / Ativos Totais, mediada que adotamos também para efeitos da nossa investigação.

Paralelamente à questão do financiamento, a relação entre a rendibilidade e as práticas de gestão de resultados poderá ser ainda mais diversa: (i) os gestores podem manipular os resultados em sentido ascendente para agradar aos analistas, ou em proveito próprio, dependendo do pacote de compensações; (ii) podem experimentar o inverso no sentido de limparem maus resultados (*Big Bath Behaviour*), em conjunturas económicas mais adversas como a da atual crise, (Kousenidis et al., 2013); (iii) ou até uma relação disciplinadora, como sugeriu Kothari et al. (2005), quando as empresas com resultados consistentemente positivos se tornam mais cobiçadas, logo sujeitas a maior escrutínio.

O nível de ativos tangíveis (**TANG**) é outro determinante, igualmente importante, na dinâmica de captação de financiamento. Uma das principais razões reside na facilidade com que estes ativos podem ser convertidos em colateral (Rajan & Zingales, 1995). Simultaneamente, constituem algum tipo de garantia para os investidores em cenários de liquidação. Harris & Raviv (1991), deduzem, a partir do seu modelo, que entre as empresas com maior valor de liquidação encontram-se, precisamente, as que possuem um nível superior de ativos tangíveis.

Estas razões apontam para uma relação negativa entre custos de financiamento e níveis de ativos tangíveis, o que por sua vez leva a supor que as empresas com maior volume de ativos tangíveis operam com rácios de endividamento mais generosos. Os trabalhos de Titman & Wessels (1988), Frank & Goyal (2009) e Rajan & Zingales (1995), confirmam estas deduções.

O rácio Ativos Fixos Tangíveis / Ativos Totais serviu de métrica para o cálculo de **TANG**, conforme procederam Cohen & Zarowin (2008), entre outros.

Adicionamos ainda outra medida de performance: a variável **GROW**, que corresponde à taxa de crescimento das empresas na amostra, calculada através da variação percentual do total do

ativo, replicando Lee & Mande (2002) . Esta, para além de constituir uma motivação para a gestão de resultados em si mesma (no caso de taxas positivas e significativas), permite ainda auxiliar no controlo dos efeitos das diferenças de desempenho entre empresas.

Acautelar o primeiro aspeto é particularmente relevante, devido às elevadas expectativas depositadas nas empresas, com fortes taxas de crescimento, para que devolvam resultados da mesma ordem, o que indicia uma relação positiva entre as perspetivas de crescimento e a prática de gestão de resultados. Alguns investigadores, tais como Skinner & Sloan (2002), verificaram este tipo de relação numa amostra de empresas cotadas americanas. A conjectura de McNichols (2000) denuncia também esta tendência, mas associada às necessidades de fundo de maneiio, cuja variação é acompanhada pela variação na formação de *accruals*, em sentido igual ao da taxa de crescimento.

No próximo capítulo apresentamos e analisamos os resultados obtidos.

3.3. RESULTADOS

3.3.1. FORMATO DE APRESENTAÇÃO

A metodologia proposta para estudar a relação entre o nível de alavancagem financeira (componente essencial na dinâmica da estrutura de capitais) e EM, bem como o comportamento deste num contexto do ajustamento económico, é levado a cabo em duas etapas principais. Uma primeira, onde são calculados os *accruals* discricionários a partir de quatro modelos [*Original Jones* (Jones, 1991), *Modified Jones* (Dechow et al., 1995), *Cash-flow Jones* (Kasznik, 1999) e *Performance Matched Jones* (Kothari et al., 2005)], cujos valores absolutos são *proxy* para o nível de EM, configurando a nossa variável dependente. Numa segunda, fase estimamos as relações com as variáveis independentes e de controlo também em quatro segmentos (uma para cada variante de EM).

Assim, apresentaremos os resultados sempre nessa quadrupla perspetiva e de forma paralela, facilitando eventuais comparações entre os modelos utilizados para obter os AD. Daremos conta, em primeiro lugar, das estatísticas descritivas e da respetiva matriz de correlação relativas às variáveis presentes no nosso modelo, para depois apresentarmos os resultados da análise empírica revelando o produto das regressões e suas implicações, enquadradas em cada

uma das hipóteses de estudo. As necessárias adaptações ao modelo, face a cada uma dessas hipóteses, serão também explicadas no devido contexto.

3.3.2. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

Os valores médios para cada uma das variáveis presentes no modelo, bem como outras medidas descritivas de importância estatística (mediana, desvio padrão, mínimos e máximos), são apresentados na tabela 3.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas das variáveis presentes no modelo

Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
EM-OJ	8730	,0988	,0606	,1398	,0000	4,8078
EM-MJ	8730	,0986	,0600	,1424	,0000	4,7327
EM-CFJ	8730	,0994	,0628	,1383	,0000	4,5929
EM-PMJ	8730	,0963	,0600	,1390	,0000	4,8642
LEV	8730	,7636	,6906	,8750	-,0533	29,137
PROF	8730	,0016	,0131	,1695	-5,9724	1,4520
SIZE	8730	6,561	6,364	1,739	1,799	12,166
TANG	8730	,3471	,2867	,2766	,0000	,9999
GROW	8730	-,0034	-,0006	,2369	-6,7142	,9420

<i>EM-OJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Original Jones Model</i>
<i>EM-MJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Modified Jones Model</i>
<i>EM-CFJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Cash-flow Jones Model</i>
<i>EM-PMJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Performance Matched Jones Model</i>
<i>LEV</i>	Rácio entre total do passivo e total do ativo
<i>PROF</i>	Rácio entre <i>EBITDA</i> e total do ativo
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do total do ativo
<i>TANG</i>	Rácio entre ativos fixos tangíveis e total do ativo
<i>GROW</i>	Variação percentual anual do total do ativo

Por ordem decendente, temos a variável dependente nas suas 4 variantes de cálculo, seguida das variáveis independentes e de controlo.

O nível de EM medido pelos quatro modelos apresenta médias em torno dos 9,9% ficando entre os valores apresentados por Leuz et al. (2003) para empresas portuguesas, com médias a rondar os 7.5% e os 12%, aproximadamente, revelados pelo estudo de Dias (2015). Tal como em Gu et al. (2005), a principal variável independente, que afere o nível de alavancagem financeira, apresenta um valor médio relativamente elevado, no nosso caso até acima, com um valor a

rondar os 76%. A Rendibilidade média abaixo de 1% e a taxa de crescimento média negativa, espelham, de certo modo, o período economicamente difícil dos anos em estudo. O nível médio de ativos tangíveis cifrou-se nos 34,7% em termos aproximados.

A ausência de uma forte correlação entre as variáveis independentes, que integram de forma simultânea o modelo, é visível na matriz expressa na tabela 4, o que à partida não põe em causa a sua incorporação.

Tabela 4 - Matriz de correlação entre variáveis

	<i>EM-OJ</i>	<i>EM-MJ</i>	<i>EM-CFJ</i>	<i>EM-PMJ</i>	<i>LEV</i>	<i>PROF</i>	<i>SIZE</i>	<i>TANG</i>	<i>GROW</i>
<i>EM-OJ</i>	1								
<i>EM-MJ</i>	,966**	1							
<i>EM-CFJ</i>	,948**	,980**	1						
<i>EM-PMJ</i>	,942**	,975**	,969**	1					
<i>LEV</i>	,200**	,198**	,181**	,167**	1				
<i>PROF</i>	-,129**	-,128**	-,107**	-,076**	-,430**	1			
<i>SIZE</i>	-,133**	-,129**	-,132**	-,120**	-,224**	,082**	1		
<i>TANG</i>	-,146**	-,143**	-,154**	-,145**	-,049**	,064**	-,024*	1	
<i>GROW</i>	,036**	,039**	,034**	,065**	-,170**	,306**	,145**	-,030**	1

*, ** Evidencia a existência de significância estatística a: 5% e 1% respetivamente

<i>EM-OJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Original Jones Model</i>
<i>EM-MJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Modified Jones Model</i>
<i>EM-CFJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Cash-flow Jones Model</i>
<i>EM-PMJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Performance Matched Jones Model</i>
<i>LEV</i>	Rácio entre total do passivo e total do ativo
<i>PROF</i>	Rácio entre <i>EBITDA</i> e total do ativo
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do total do ativo
<i>TANG</i>	Rácio entre ativos fixos tangíveis e total do ativo
<i>GROW</i>	Variação percentual anual do total do ativo

3.3.3. RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA

A primeira inferência visa aferir a relação entre alavancagem financeira (*LEV - Leverage*) e *Earnings Management* (EM), para a qual é esperada uma associação positiva, ou seja, uma variação no mesmo sentido, que será o mesmo que dizer que quanto maior o endividamento maior será o nível de EM.

Recorde-se o modelo:

$$EM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} \quad (1)$$

Os resultados desta regressão, retratados na tabela 5, denotam com significância estatística (ao nível de 0.01), uma relação positiva entre o nível de EM e o nível de endividamento. Constatase que esta relação exhibe o mesmo nível de significância, nos quatro modelos de estimação, isto é, para as quatro variantes da variável EM (EM-OJ, EM-MJ, EM-CFJ, EM-PMJ). Podemos então deduzir que, em termos médios, níveis superiores de alavancagem financeira estarão positivamente relacionados com maiores níveis de gestão de resultados.

Tabela 5- Relação entre o endividamento e *Earnings Management*

	<i>EM-OJ</i>	<i>EM-MJ</i>	<i>EM-CFJ</i>	<i>EM-PMJ</i>
LEV	0,02444*** (13,13437)	0,02481*** (13,07295)	0,02207*** (11,93823)	0,02258*** (12,11603)
SIZE	-0,00885*** (-10,36431)	-0,00871*** (-9,99617)	-0,00889*** (-10,47963)	-0,00833*** (-9,74165)
TANG	-0,0674*** (-12,92078)	-0,06716*** -12,62591	-0,07211*** -13,91286	-0,06777*** -12,97185
GROW	0,05724*** (8,90316)	0,05952*** (9,07844)	0,05033*** (7,87819)	0,06411*** (9,95661)
PROF	-0,06668*** (-6,34222)	-0,06861*** (-6,39922)	-0,04868*** (-4,66015)	-0,02783*** (-2,64324)
Adjust R²	0,077	0,076	0,071	0,065
N	8730	8730	8730	8730

*, **, *** Estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,10; 0,05 e 0,01 respetivamente
Valores de t entre parêntesis

<i>EM-OJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Original Jones Model</i>
<i>EM-MJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Modified Jones Model</i>
<i>EM-CFJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Cash-flow Jones Model</i>
<i>EM-PMJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Performance Matched Jones Model</i>
<i>LEV</i>	Rácio entre total do passivo e total do ativo
<i>PROF</i>	Rácio entre <i>EBITDA</i> e total do ativo
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do total do ativo
<i>TANG</i>	Rácio entre ativos fixos tangíveis e total do ativo
<i>GROW</i>	Variação percentual anual do total do ativo

Estas conclusões suportam e confirmam a primeira hipótese de investigação (H1) que formulamos e são consistentes com investigações anteriores (e.g., Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005).

Um olhar mais detalhado aos resultados transpostos para a tabela anterior revela um comportamento semelhante, em sede de significância estatística, das restantes variáveis de controlo que compõem o nosso modelo.

Qualquer que fosse, no entanto, o sentido da relação destas variáveis com o EM, estaria obviamente em linha com alguma parte de estudos anteriores, atendendo que a literatura tem mostrado relações ora com sentido positivo ora negativo. No nosso caso, a variável dimensão (*SIZE*) está negativamente associada à gestão de resultados, o que indicia que as empresas de menor dimensão tenderão a recorrer mais ao EM face às de maior dimensão. O mesmo se constata no que diz respeito à variável rentabilidade (*PROF*), induzindo que as empresas menos rentáveis recorrerão mais à manipulação de resultados do que as contrapartes mais rentáveis. Estas conclusões coincidem com as de empreitadas anteriores, nomeadamente Doyle et al. (2007). Prosseguindo, temos a variável taxa de crescimento (*GROW*) que apresenta uma relação positiva com o EM, sendo sinónimo de que as empresas com taxas de crescimento superiores são mais propensas a manipular os seus resultados, tal como avançaram McNichols (2000), Skinner & Sloan (2002) e novamente Doyle et al. (2007). Finalmente a associação negativa entre o nível de ativos fixos tangíveis (*TANG*) e EM encontrada, é consonante com Frank e Goyal (2009), Rajan & Zingales (1995), Harris & Raviv (1991) e Titman & Wessels (1988), e permite-nos concluir que, a um nível inferior de ativos fixos tangíveis (*AFT*) corresponderá um nível superior de EM.

Até aqui, analisamos a relação entre o endividamento e EM de uma forma global, na moldura temporal que definimos para este estudo (2008 a 2016). No entanto, o segundo momento de estimação pretende analisar se a relação entre o recurso à prática de gestão de resultados e o endividamento é atenuada no período correspondente aos programas de ajustamento económico, aplicados a Portugal e Irlanda pelo FMI e CE através do MEE.

Logicamente, foram necessárias algumas alterações ao modelo desenhado inicialmente, de modo a produzir as inferências pertinentes à abordagem desta segunda hipótese de investigação.

Primeiramente, foi criada uma variável dicotómica com designação de *ADJPR* (*Adjustment Programme*), que permite controlar os efeitos do referido período de resgate, e que assume valor igual a um para os anos do ajustamento e valor zero para os restantes. Antes de criarmos a variável de interação, centramos a variável *LEV* em relação à sua média (que passamos a

designar por *LEVC*), de modo a otimizar a sua interpretação e a evitar eventuais problemas de multicolinearidade, conforme explica Afshartous & Preston (2011). Relacionamos depois a mesma com a variável para o período de ajustamento (*ADJPR*), o que originou a variável *LEVCxADJPR*, que permite aferir o comportamento da relação entre EM e endividamento no período de ajustamento. Consequentemente, o modelo passa a ostentar a seguinte configuração:

$$EM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LEVC_{i,t} + \beta_2 ADJPR_{i,t} + \beta_3 LEVCxADJPR_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 PROF_{i,t} + \beta_6 TANG_{i,t} + \beta_7 GROW_{i,t} \quad (14)$$

Excluímos, ainda, os anos de transição, de modo a evitar os efeitos, potencialmente contraditórios, que daqueles possam emanar, à luz do que fizeram, por exemplo, DeFond et al. (2012). Assim, e atendendo que os anos de ajustamento não são perfeitamente coincidentes entre os países em estudo, excluímos os anos de 2011 e 2014 para as empresas portuguesas e 2010 e 2013 para as irlandesas. Esta otimização provocou uma redução no número de observações para 6790, em vez das 8730 obtidas inicialmente.

A tabela 6, exhibe os resultados desta segunda regressão, espelhando os efeitos dos programas de assistência financeira, na relação da alavancagem financeira com a gestão de resultados.

Tabela 6 – Impacto do período de ajustamento económico na relação entre Endividamento e *Earnings Management*

TANG	-0,073337*** (-12,019061)	-0,072263*** (-11,7069)	-0,07621*** (-12,652199)	-0,07161*** (-11,707204)
GROW	0,109163*** (13,420594)	0,110899*** (13,477424)	0,101429*** (12,63189)	0,103262*** (12,66389)
PROF	-0,194097*** (-13,554827)	-0,195394*** (-13,488598)	-0,177604*** (-12,564155)	-0,158753*** (-11,059275)
Adjust R²	0,095	0,093	0,089	0,081
N	6790	6790	6790	6790

*, **, *** Estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,10; 0,05 e 0,01 respetivamente

Valores de t entre parêntesis

<i>EM-OJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Original Jones Model</i>
<i>EM-MJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Modified Jones Model</i>
<i>EM-CFJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Cash-flow Jones Model</i>
<i>EM-PMJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Performance Matched Jones Model</i>
<i>LEVC</i>	Rácio entre total do passivo e total do ativo (variável centrada em relação à sua média)
<i>ADJPR</i>	Variável Dummy que assume 1 para o Período do ajustamento económico
<i>PROF</i>	Rácio entre <i>EBITDA</i> e total do ativo
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do total do ativo
<i>TANG</i>	Rácio entre ativos fixos tangíveis e total do ativo
<i>GROW</i>	Variação percentual anual do total do ativo

Observando os coeficientes associados às diferentes variáveis notamos que, quer na principal variável independente quer nas de controlo, o sentido da correlação permanece inalterado, mantendo também a sua relevância em termos de significância estatística. A interação da variável *LEVC* com *ADJPR*, incorporada para controlar os efeitos dos programas de ajustamento, é igualmente significativa do ponto de vista estatístico, mas em diferentes níveis para as quatro versões de EM. Respeitante aos EM calculados pelos modelos *CFJM* e *PMJM*, o nível de significância é de 0.01, enquanto para o *OJM* e *MJM* é de 0.05 e 0.10 respetivamente, mas ainda assim estatisticamente significativos. Em todos os casos o coeficiente é negativo, o que permite concluir que o nível de EM na sua relação com o nível de endividamento é inferior no período de ajustamento.

Validamos assim a nossa segunda hipótese de investigação, confirmando uma atenuação na relação positiva entre o endividamento e a prática de *Earnings Management*, no período de ajustamento para a amostra em estudo.

A variável *ADJPR*, de forma isolada, revela também uma descida no nível geral de EM no período de assistência financeira, em linha com o que veicularam estudos anteriores, para anos economicamente difíceis, como é o caso de Habib et al. (2013) e Kousenidis et al. (2013).

A regressão segmentada por país, do nosso modelo original, abre caminho às inferências para a terceira e última hipótese desta dissertação. Concretamente, pretende-se testar se o nível da relação entre o endividamento e a gestão de resultados é diferente entre os dois países em estudo.

Nos parágrafos que dedicamos à seleção e preparação da amostra, tivemos oportunidade de ilustrar a diferença, em termos da dimensão média, entre as empresas portuguesas e irlandesas, materializada quer no volume de negócios e do conjunto dos seus ativos, quer na magnitude dos resultados. As diferenças são tudo menos discretas, com clara vantagem para a Irlanda em todas as frentes. Na tabela 7, são notórias as diferenças em relação à variável dimensão (*SIZE*), com destaque novamente para a Irlanda.

Tabela 7- Estatísticas Descritivas da variável *SIZE* (dimensão das empresas na amostra)

País	Variável <i>SIZE</i>					
	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo	N
Irlanda	7,776280	1,780978	7,550300	3,878280	12,165917	612
Portugal	6,469031	1,700762	6,247068	1,798995	11,913335	8118
Total	6,560673	1,738742	6,363528	1,798995	12,165917	8730

SIZE Logaritmo natural do total do ativo

Seja pelas particularidades estruturais de cariz socioeconómico, às quais tecemos alguns comentários aquando da explicação da formulação da hipótese 3, seja pela dissimilitude da variável dimensão (*SIZE*), várias vezes apontada pela literatura como mediadora do fenómeno de gestão de resultados, desconfiamos de um comportamento diferente na relação entre a alavancagem financeira e *Earnings Management* entre as empresas em Portugal e as cognatas

irlandesas. O produto da terceira inferência, onde procedemos à regressão separada por país do modelo original [equação (1)], está projetado na tabela 8.

Tabela 8 -Relação entre Endividamento e *Earnings Management* em Portugal e Irlanda:
Regressão Isolada por país

	<i>EM-OJ</i>	<i>EM-MJ</i>	<i>EM-CFJ</i>	<i>EM-PMJ</i>	
IRLANDA	<i>LEV</i>	0,045086*** (5,181612)	0,052905*** (5,170574)	0,049828*** (4,967325)	0,045831*** (4,222436)
	<i>SIZE</i>	-0,004948*** (-3,283766)	-0,001642 (-0,926796)	-0,002919* (-1,680318)	-0,004582** (-2,437753)
	<i>TANG</i>	-0,04485*** (-6,162998)	-0,033932*** (-3,965163)	-0,049472*** (-5,896825)	-0,062914*** (-6,930426)
	<i>GROW</i>	0,021341 (1,410081)	0,006155 (0,345859)	-0,011737 (-0,672685)	-0,054757*** (-2,900253)
	<i>PROF</i>	-0,003253 (-0,182197)	0,009634 (0,458822)	0,045586** (2,214525)	0,027174 (1,219999)
	<i>Adjust</i>	0,090	0,063	0,089	0,100
	<i>N</i>	612	612	612	612
PORTUGAL	<i>LEV</i>	0,023359*** (11,928149)	0,023473*** (11,783867)	0,020753*** (10,692406)	0,022378*** (11,452737)
	<i>SIZE</i>	-0,00874*** (-9,354736)	-0,008854*** (-9,316598)	-0,009107*** (-9,834987)	-0,008502*** (-9,121128)
	<i>TANG</i>	-0,065081*** (-11,052324)	-0,06546*** (-10,928934)	-0,069913*** (-11,97934)	-0,06561*** (-11,16703)
	<i>GROW</i>	0,057619*** (8,531545)	0,060511*** (8,808479)	0,051596*** (7,708269)	0,068748*** (10,202043)
	<i>PROF</i>	-0,074436 (-6,522608)	-0,077463*** (-6,673183)	-0,058323*** (-5,156478)	-0,027859*** (-2,446616)
	<i>Adjust R²</i>	0,071	0,070	0,065	0,060
	<i>N</i>	8118	8118	8118	8118

*, **, *** Estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,10; 0,05; e 0,01 respetivamente

Valores de t entre parêntesis

<i>EM-OJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Original Jones Model</i>
<i>EM-MJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Modified Jones Model</i>
<i>EM-CFJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Cash-flow Jones Model</i>
<i>EM-PMJ</i>	Valor absoluto dos <i>accruals</i> discricionários calculados pelo <i>Performance Matched Jones Model</i>
<i>LEV</i>	Rácio entre total do passivo e total do ativo
<i>PROF</i>	Rácio entre <i>EBITDA</i> e total do ativo
<i>SIZE</i>	Logaritmo natural do total do ativo
<i>TANG</i>	Rácio entre ativos fixos tangíveis e total do ativo
<i>GROW</i>	Varição percentual anual do total do ativo

As grandezas estatísticas são elucidativas, onde ressalta a imparidade dos coeficientes da medida de alavancagem financeira (LEV), na sua relação com EM, entre os dois países. Na Irlanda, a relação entre o nível de endividamento e o de *Earnings Management* é superior àquela que se regista em Portugal, com coeficientes aproximados de 0.045 e 0.023, respetivamente, um resultado que prima pelo alto nível de significância estatística, mais concretamente a 0.01.

Daqui sai a confirmação para a nossa hipótese 3, validando que a relação entre o nível de endividamento e o nível de *Earnings Management* não é igual entre Portugal e Irlanda, para as empresas que alinham na nossa amostra.

Novamente, estas conclusões são aplicáveis às quatro variantes de cálculo da variável dependente EM (EM-OJ, EM-MJ, EM-CFJ e EM-PMJ), independentemente de, num ou outro caso, algumas variáveis de controlo terem perdido parcialmente, ou até totalmente, a sua significância estatística.

4. CONCLUSÕES E LIMITAÇÕES

A proposta de partida para esta dissertação centrou-se na relação entre as decisões de estrutura de capitais (com o nível de endividamento em sua representação) e o nível de gestão de resultados, praticados por empresas portuguesas e irlandesas. A escolha destas duas geografias teve raiz no facto de coincidirem na aplicação de duros programas de assistência financeira, interessando avaliar os fenómenos de endividamento e EM neste contexto economicamente difícil. Daqui derivamos as nossas hipóteses de estudo que procuram, em primeiro lugar, confirmar a relação positiva entre os dois fenómenos, para logo de seguida medir o impacto do período em que decorreram os programas de ajustamento económico nessa relação, avançando em sede de hipótese que esta seria atenuada nesse tempo. Cientes das potenciais diferenças entre os dois países, terminamos com a conjectura de que a relação entre a alavancagem financeira e EM seria eventualmente diferente entre Portugal e a Irlanda.

A estimação do nível de gestão de resultados utilizado nas nossas inferências teve por base o método dos *accruals*, cujos níveis foram determinados, de forma paralela, por quatro modelos: o *Original Jones Model* (Jones, 1991), o *Modified Jones Model* (Dechow et al., 1995), o *Cash-flow Jones Model* (Kasznik, 1999) e por fim o *Performance Matched Jones Model* (Kothari et al., 2005). Todas as hipóteses foram testadas com estas quatro variantes do nível de EM,

desempenhando o papel de variável dependente num modelo empírico que, para além do nível de alavancagem financeira (LEV) como principal variável independente, combinaram as variáveis dimensão (*SIZE*), nível de AFT (*TANG*), crescimento (*GROW*) e rentabilidade (*PROF*).

Gorado o trabalho de investigação, o cômputo da produção estatística dele resultante acabaria, por dar razão às três hipóteses formuladas confirmando, no âmbito da nossa amostra, que: (i) a relação entre o endividamento e *Earnings Management*, é positiva (hipótese 1), coerente com estudos anteriores (e.g., Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005); (ii) esta relação é atenuada no período de ajustamento económico (hipótese 2), realidade semelhante encontrada por Habib et al. (2013) e Kousenidis et al. (2013), para períodos de retração económica; (iii) a referida relação é diferente entre Portugal e Irlanda (hipótese 3). As conclusões foram transversalmente consistentes com as quatro versões do nível de EM.

Limitações e sugestões para investigações futuras.

Os resultados extraídos deste trabalho devem ser interpretados com os necessários cuidados, por razões que radicam nas diversas limitações encontradas e que se tornaram impossíveis de colmatar.

A primeira, consubstancia-se na fraca expressão das empresas irlandesas no conjunto das firmas estudadas, fruto da inexistência de toda a informação pertinente aos necessários cálculos.

Em segundo lugar, a baixa representatividade geográfica da amostra, que ficou a dever-se ao facto de mais nenhum país ser elegível no contexto deste estudo. A Grécia seria um natural candidato, mas por não ter conseguido concluir o seu programa de ajustamento não a pudemos considerar. A Espanha, por ter aplicado um programa diferente, centrado essencialmente na resolução do problema das instituições financeiras e assumindo por isso contornos diferentes, não seria tão pouco uma alternativa comparável.

Por último, os poucos anos decorridos após os programas de ajustamento são ainda nitidamente insuficientes para permitir uma análise pós-ajustamento, o que seria importante para perceber se as conclusões aduzidas se mantinham.

Estudos vindouros poderão considerar, por conseguinte, uma ampliação, quer da base geográfica com a inclusão de outros países, quer do espectro temporal, contemplando mais anos após os programas de ajustamento.

Uma análise centrada nas dinâmicas em torno das rubricas de capital próprio, também importantes nas decisões de estrutura de capitais, poderá ser um caminho de investigação a acrescentar.

Finalmente, poderá ser interessante encetar um estudo à evolução das taxas de juro, disponibilizadas às empresas nos diferentes períodos, em confronto com os comportamentos face ao financiamento daí decorrentes, estabelecendo um paralelo com a gestão de resultados.

5. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Afshartous, D., & Preston, R. (2011). Key result of interaction models with centering. *Journal of Statistics Education*, 19(3), 1–24.
- Alcidi, C., Belke, A., Giovannini, A., & Gros, D. (2016). Macroeconomic adjustment programmes in the euro area: an overall assessment. *International Economics and Economic Policy*, 13(3), 345–358.
- Allayannis, G., & Weston, J. P. (2006). *Earnings volatility , cash Flow volatility , and Firm value*.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1–32.
- Baralexis, S. (2004). Creative accounting in small advancing countries. The Greek case. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 440–461.
- Barth, M. R., Beaver, W. H., Hand, J. M., & Landsman, W. R. (1999). Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting Studies*, 4(3), 205–229.
- Beatty, A., & Weber, J. (2003). The effects of debt contracting on voluntary accounting method changes. *Accounting Review*, 78(1), 119–142.
- Belke, A., & Schnabl, G. (2013). Four Generations of Global Imbalances. *Review of International Economics*, 21(1), 1–5.
- Beneish, M. D. (1999). Incentives Earnings and Penalties Related to Overstatements that Violate. *The Accounting Review*, 74(4), 425–457.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management : A perspective. *Managerial Finance*, 27, 3–17.
- Bowen, R. M., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting Discretion, Corporate Governance, and Firm Performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 351–405.
- Bradley, M., Jarrell, G. a, & Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance*, 39(3), 857.
- Brennan, M. J., & Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation, and the Problem of Optimal Capital Structure. *The Journal of Business*, 51(1), 103–114.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives:

- Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Burgstahler, D., & Eames, M. J. (2003). Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 253–294.
- Cahan, S. F. (1992). The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review*, 67(1), 77–95.
- Callao, S., & Jarne, J. I. (2010). Have IFRS Affected Earnings Management in the European Union? *Accounting in Europe*, 7(2), 159–189.
- Christie, A. A. (1990). Aggregation of test statistics. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1–3), 15–36.
- Christie, A. a, & Zimmerman, J. L. (1994). Efficient and Opportunistic Choices of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 69(4), 539–566.
- Cohen, D. A. (2011). *Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences*.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2008). *Economic Consequences of Real and Accrual-Based Earnings Management Activities*. Working Paper, New York University.
- Coppens, L., & Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 1–17.
- Dai, R. (2012). *International Accounting Databases on WRDS: Comparative Analysis*. Wharton Research Data Services, University of Pennsylvania.
- Dechow, P., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accruals Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(supplement), 35–59.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3–42.
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17–82.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: An

- empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51–89.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 37–47.
- DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2012). Has the widespread adoption of IFRS reduced US firms' attractiveness to foreign investors? *Journal of International Accounting Research*, 11(2), 27–55.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 145–176.
- Dhaliwal, D. S. (1980). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Choice of Accounting Methods. *The Accounting Review*, 55(1), 78–84.
- Dias, P. (2015). *As diferenças entre o resultado contabilístico e o fiscal e a gestão dos resultados Evidência empírica de empresas privadas portuguesas.*
- Dichev, I. D., & Skinner, D. J. (2002). Large-sample evidence on the debt covenant hypothesis. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 1091–1123.
- Doyle, J., Ge, W., & McVay, S. (2007). Accruals and internal control over financial reporting. *The Accounting Review*, 82(5), 1141–1170.
- DuCharme, L. L., Malatesta, P. H., & Sefcik, S. E. (2001). Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 16(4), 369–396.
- Easley, D., & O'Hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553–1583.
- Easterwood, C. M. (1997). Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis. *Journal of Applied Business Research*, 14(1), 29–48.
- Elliot, J. a, & Hanna, J. D. (1996). Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), 135–155.
- European Stability Mechanism. (2014). *European Stability Mechanism Annual Report -2014.*
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice : Theory

- and Tests. *Journal of Finance*, 44(1), 19–40.
- Francis, J., Hanna, J. D., & Vincent, L. (1996). Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs. *Journal of Accounting Research*, 34, 117–134.
- Frank, M. Z., e Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Froot, K., Scharfstein, D., & Stein, J. (1993). Risk management Coordinating corporate investment and Financing Policies. *Journal of Finance*, 48, 1624–1658.
- Ge, V., & McVay, S. (2005). The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes -Oxley Act. *Accounting Horizons*, 19(3), 137–158.
- Giavazzi, F., & Spaventa, L. (2010). *Why the current account matters in a monetary union Lessons from the financial crisis in the Euro area.*
- Gorgan, C., Gorgan, V., Dumitru, V. F., & Pitulice, I. C. (2012). the Evolution of the Accounting Practices During the Recent Economic Crisis : Empirical Survey Regarding the Earning Management. *The Amfiteatru Economics Journal*, 14(32), 550–563.
- Gu, Z., Lee, C. W. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24(3), 313–334.
- Guidry, F., Leone, A. J., Rock, S., Simon, W. E., Beneish, D., Billings, B., ... Stuart, N. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113–142.
- Habib, A., Uddin, B. B., & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155–180.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.
- 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.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). *Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. Journal of Accounting and Economics* (Vol. 19).

- Jelinek, K. (2007). The effect of leverage increases on real earnings management. *The Journal of Business and Economic Studies*, 13(Fall), 24–46.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Jones, M. J. (2011). *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*. John Wiley & Sons.
- Kaszniak, R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57–82.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2013). The effects of the European debt crisis on earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 30, 351–362.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(1), 911–922.
- Lee, H. Y., & Mande, V. (2002). The Effect of the Private Securities Litigation Reform Act of 1995 on Accounting Discretion of Client Managers of Big 6 and Non-Big 6 Auditors. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(1), 93–108.
- Leland, H. E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 49(4), 1213–1252.
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371–387.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4–5), 313–345.
- Mendes, C. A., & Rodrigues, L. L. (2007). Determinantes da Manipulação Contabilística. *Revista de Estudos Politécnicos*, IV(7), 189–210.
- Minton, B. A., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary

- investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, 54(3), 423–460.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, 48(3), 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443.
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2011). *The Financial Numbers Game : Detecting Creative Accounting Practices*. John Wiley & Sons.
- Myers, S. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81–102.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77–100.
- Othman, H. Ben, & Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406–435.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 101–122.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3, 91–102.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 85, 97–110.
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 339–371.
- Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings Surprises, Growth Expectations, and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2/3), 289–312.

- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1–3), 249–281.
- 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.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, 50(1), 63–99.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251–270.
- Watrin, C., Ebert, N., & Thomsen, M. (2014). Book-Tax Conformity and Earnings Management: Insights from European One-and Two-Book Systems., 36(2 OP-Journal of the American Taxation Association. Fall2014, Vol. 36 Issue 2, p55-89. 35p.), 55.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, New Jersey.: Prentice-Hall Inc.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Welch, I. (2011). Two common problems in capital structure research: The financial-debt-to-asset ratio and issuing activity versus leverage changes. *International Review of Finance*, 11(1), 1–17.
- White, H. (1980). A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity. *Econometrica*.
- Zimmerman, J. L. (1983). Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, 5(C), 119–149.