

Repositório ISCTE-IUL

Deposited in *Repositório ISCTE-IUL*:

2018-12-06

Deposited version:

Publisher Version

Peer-review status of attached file:

Peer-reviewed

Citation for published item:

Pinto, N., Dias, P. & Paiva, I. (2018). Gestão de resultados e endividamento em empresas privadas earnings management and debt in private companies . In XXVIII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica. Guarda: Instituto Politécnico da Guarda.

Further information on publisher's website:

--

Publisher's copyright statement:

This is the peer reviewed version of the following article: Pinto, N., Dias, P. & Paiva, I. (2018). Gestão de resultados e endividamento em empresas privadas earnings management and debt in private companies . In XXVIII Jornadas Luso-Espanholas de Gestão Científica. Guarda: Instituto Politécnico da Guarda.. This article may be used for non-commercial purposes in accordance with the Publisher's Terms and Conditions for self-archiving.

Use policy

Creative Commons CC BY 4.0

The full-text may be used and/or reproduced, and given to third parties in any format or medium, without prior permission or charge, for personal research or study, educational, or not-for-profit purposes provided that:

- a full bibliographic reference is made to the original source
- a link is made to the metadata record in the Repository
- the full-text is not changed in any way

The full-text must not be sold in any format or medium without the formal permission of the copyright holders.

GESTÃO DE RESULTADOS E ENDIVIDAMENTO EM EMPRESAS PRIVADAS EARNINGS MANAGEMENT AND DEBT IN PRIVATE COMPANIES

Nelson Pinto
pintnelson@gmail.com
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)
Lisboa, Portugal

Paulo Dias
paulo.dias@iscte-iul.pt
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)
Lisboa, Portugal

Inna Sousa Paiva
inna_Paiva@iscte.pt
Instituto Universitário de Lisboa (ISCTE-IUL)
Lisboa, Portugal

RESUMO

O nosso estudo analisa a relação entre o nível de gestão de resultados e endividamento das empresas não cotadas em dois países sujeitos aos programas de ajustamento económico, Portugal e Irlanda, entre 2008 e 2016. Também analisamos se existem diferenças entre os países ao nível de gestão de resultados. Numa amostra composta por 970 empresas não cotadas, e com base no nível de *accruals* discricionários, encontramos evidências de uma relação positiva entre o nível de endividamento e o nível de gestão de resultados, concluindo que o nível desta relação é diferente entre os dois países. Demonstramos ainda que no período em que decorreram os programas de assistência financeira houve uma atenuação na relação entre o nível de gestão de resultados e o endividamento.

PALAVRAS-CHAVE: Gestão de resultados, endividamento, empresas privadas, *accruals*.

ABSTRACT

Our study analyses the relationship between the level of earnings management and the debt of unlisted companies in two countries liable to economic adjustment programmes – Portugal and Ireland – between 2008 and 2016. We also analyse whether there are differences between both countries in what results are concerned. In a sample of 970 unlisted companies, and according the discretionary accruals, we find evidence of a positive relationship between the level of debt and the level of earnings management, thus concluding that the level of this relationship is different in each country. We also demonstrate that during the period of time in which the financial support occurred, there was mitigation in the relationship between the level of earnings management and indebtedness.

KEYWORDS: Earnings management, debt, private companies, *accruals*.

1. INTRODUÇÃO

A qualidade das informações financeiras divulgadas publicamente pelas empresas é relevante na economia mundial, pois os utilizadores externos tomam decisões com base nessas informações e dependem dessa exatidão. Uma parcela importante dos estudos sobre qualidade da informação financeira tem defendido que nível de gestão de resultados está associado a maior alavancagem financeira (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).

Embora a qualidade da informação financeira e a contratação de dívidas tenha sido estudada em empresas cotadas, menos atenção, têm merecido as empresas de pequena e média dimensão oriundas de outros países na Europa, pelo que este estudo pretende abordar a problemática com o olhar noutras geografias, concretamente Portugal e Irlanda, onde, tal como na maioria dos restantes países da União Europeia, o tecido empresarial é constituído maioritariamente por empresas de menor envergadura. Acresce ainda que a economia mundial enfrentou uma profunda crise económica e financeira. As empresas privadas 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.

O objetivo deste estudo é analisar a relação entre o nível de gestão de resultados e endividamento nas empresas não cotadas em Portugal e Irlanda, dois países sujeitos aos programas de ajustamento económico, entre 2008 e 2016. 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).

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), 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 o nível de gestão de resultados e o endividamento.

A literatura anterior produziu conclusões divergentes quanto à relação entre o nível de gestão de resultados e o endividamento. A presente investigação contribui para literatura prévia 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, 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 pelos mercados financeiros e a consequente evolução dos contratos de financiamento. Este trabalho contribui também para as 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 e também aos organismos reguladores, que perseguem uma moldura de regulação mais rigorosa e robusta.

Este estudo é estruturado da seguinte forma: após a introdução, o segundo capítulo apresenta a revisão da literatura e o desenvolvimento das hipóteses. O terceiro capítulo apresenta o desenho da investigação e o quarto, os resultados obtidos. Este estudo finaliza-se com apresentação das conclusões.

2. REVISÃO DA LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

2.1. GESTÃO DE RESULTADOS E A IMPORTÂNCIA DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA

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 demonstraram que esta assimetria tende a crescer quando a qualidade da informação financeira a 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 e Vincent (2003) e Dechow et al. (1996).

Esforço tem sido impresso no sentido da qualidade da informação contabilística 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 (FASB), a nível internacional, quer a Comissão de Normalização Contabilística (CNC) 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 um 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.

Estudos prévios relatam que a qualidade do relato financeiro é, negativamente afetada por práticas de formação 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, 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 e 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.

2.2. GESTÃO DE RESULTADOS NO CONTEXTO DE CRISE

Numa ótica contextual, e porque o período em análise neste trabalho engloba anos de assinalável dificuldade económica, é importante analisar 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 as 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 de práticas de manipulação de resultados.

2.3. GESTÃO DE RESULTADOS 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 gestão de resultados: o conflito entre acionistas e investidores.

Como financiar os investimentos no contexto empresarial é uma decisão premente com a qual todas empresas têm de lidar, de forma contínua, pois não é, de todo, indiferente a opção por uma determinada fonte de

financiamento em detrimento de outra, 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 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.

Por um lado, as empresas perseguem uma estrutura de capital ótima que permita maximizar o seu valor. Por outro lado, alguns estudos demonstraram 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.

Existe, uma bipolarização nas posições concernentes à relação entre endividamento e a gestão de resultados, não tendo os resultados conclusivos. De um lado, os estudos prévios defendem que as empresas mais endividadas manipulam mais os resultados, i.e., relação positiva (Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005). Outros estudos demonstraram que maior manipulação de resultados está associada a menor endividamento, 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, a propor que maior nível de endividamento está relacionado com maior nível de gestão de resultados:

H1: Existe uma relação positiva entre o nível de endividamento e gestão de resultados.

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).

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 gestão de resultados 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 e Zimmerman (1978), Zimmerman (1983) e Watts e Zimmerman (1990). As evidências aduzidas por Rajan e Zingales (1995) vão no sentido de que as empresas de maior

dimensão ostentam comportamentos distintos em relação ao financiamento, posição subscrita por Frank e Goyal (2009). Por outro lado, a dimensão acrescida é apontada por muitos (e.g., Doyle et al. 2007 ; Ge & McVay, 2005) como desincentivo ao EM, derivado ao maior grau de exposição e escrutínio a que as empresas nessa condição estão sujeitas.

A teoria da contingência fornece um modelo alternativo de desempenho organizacional, que apóia a idéia de que decisões e ações de gestão apropriadas dependem das características distintivas de cada situação (Bartol et al., 1995). Esta teoria é particularmente importante para estudos na área de contabilidade que cobrem vários países, porque ultrapassa as características da empresa e leva em consideração o impacto desses ambientes culturais e institucionais sobre as práticas contábeis (Lopes & Rodrigues, 2007). A literatura prévia fornece evidências empíricas de que um ambiente institucional do país influencia a qualidade da informação financeira, sendo a maior qualidade interpretada como menor gestão de resultados (por exemplo, Ball et al., 2000; Leuz et al., 2003; Francis et al., 2005; Gaio, 2010). Estas considerações levam-nos ao desenho da nossa última hipótese de investigação:

H3: A relação entre o nível de endividamento e de gestão de resultados é diferente entre Portugal e Irlanda.

3. DESENHO DA INVESTIGAÇÃO

3.1. AMOSTRA

Atendendo que o âmbito deste estudo visa análise das 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), 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, 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.

3.2 VARIÁVEL DEPENDENTE

A variável dependente do nosso estudo é o nível de *earnings management* (EM). 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. 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 cálculo dos *accruals* totais (TA) foi efetuado de acordo com a seguinte equação:

$$TA_{i,t} = \Delta AREC_{i,t} + \Delta INV_{i,t} - \Delta AP_{i,t} - DEP_{i,t} \quad (1)$$

Em que:

$$\begin{aligned} TA_{i,t} &= \text{Accruals Totais da empresa } i \text{ no tempo } t \\ \Delta AREC_{i,t} &= \text{Variação das contas a receber (Recievables), da empresa } i \text{ no tempo } t \\ \Delta INV_{i,t} &= \text{Variação dos Inventários (Inventories) da empresa } i \text{ no tempo } t \\ \Delta AP_{i,t} &= \text{Variação das contas a pagar (Payables) da empresa } i \text{ no tempo } t \\ DEP_{i,t} &= \text{Total das depreciações da empresa } i \text{ no tempo } t \end{aligned}$$

Contudo, nem todos os *accruals* são efetivamente adúlteráveis, 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:

$$TA_{i,t} = AND_{i,t} + AD_{i,t} \quad (2)$$

Reajustando em ordem a AD:

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

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:

$$AD_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (4)$$

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*.

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, *Original Jones Model (OJM)*, é corporizado na expressão seguinte:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

Posteriormente, com o objetivo de melhoria do modelo original, foram desenvolvidas várias modificações do modelo original (Dechow et al., 1995; Kasznik, 1999; Kothari et al., 2005). No presente estudo, foram utilizados três modelos adicionais ao modelo original: Modified Jones Model proposto por Dechow et al. (1995); Cash-Flow Jones Model desenvolvido por Kasznik (1999); e Performance Matched Model desenvolvido por Kothari et al. (2005). Estes modelos são utilizados para análises de robustez do modelo.

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 no modelo, *Modified Jones Model (MJM)*, ilustrada na equação que se segue:

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

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*. *Cash-Flow Jones Model (CFJM)* é expresso, de acordo com a fórmula abaixo:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Sales_{i,t} - \Delta Rec_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Kothari et al. (2005), 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, *Performance Matched Jones Model (PMJM)*:

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

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.

Para finalizar e possibilitar a estimação dos AD, na equação (3), pela correspondente expressão na equação (4) que permite a sua determinação.

Original Jones - Jones (1991)

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right] \quad (9)$$

Restante dos modelos modificados foram estimados de acordo com o mesmo método.

3.3. VARIÁVEIS INDEPENDENTES

A principal variável independente deste estudo é o nível de alavancagem financeira (*LEV*), que 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.

De acordo com os estudo prévios, o cálculo da variável endividamento (*LEV*) 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 estudos, como, por exemplo, Watrin et al. (2014), 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 presente estudo é calculada a variável endividamento de acordo com Gu et al. (2005), como a divisão do total do passivo por o total do ativo.

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*), rendibilidade (*PROF*), 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 variável *SIZE* 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 e Zimmerman (1978), Zimmerman (1983) e Watts e 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 e 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. A dimensão é vista por muitos estudos (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. O cálculo da variável *SIZE* é feita através do logaritmo natural do total do ativo.

Para o efeito de controlo, foi considerada a variável rendibilidade (*PROF*). 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 e 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. 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 e 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 estudos de Titman e Wessels (1988), Frank e Goyal (2009) e Rajan e Zingales (1995), confirmam estas deduções. O rácio Ativos Fixos Tangíveis / Ativos Totais serviu de métrica para o cálculo de *TANG*, conforme procederam Cohen e Zarowin (2008), entre outros.

Adicionamos ainda outra variável de controlo, o crescimento (*GROW*), que corresponde à taxa de crescimento das empresas na amostra, calculada através da variação percentual do total do ativo, replicando Lee e Mande (2002). Esta, para além de constituir uma motivação para a gestão de resultados em si mesma, permite ainda auxiliar no controlo dos efeitos das diferenças de desempenho entre empresas.

3.4. O MODELO

Porque o objetivo principal deste estudo é analisar a relação entre as decisões de financiamento e a prática de EM, foi desenvolvido o seguinte modelo:

$$EM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 TANG_{i,t} + \beta_5 GROW_{i,t} \quad (10)$$

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
$PROF_{i,t}$	= 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

O modelo multivariado foi estimado de acordo com o método de estimação dos mínimos quadrados ordinários (*Ordinary Least Squares – OLS*).

4. RESULTADOS

4.1. 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 1.

TABELA 1 - Estatísticas descritivas das variáveis presentes no modelo

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
EM-OJ	0.099	0.061	0.134	0.000	4.808
EM-MJ	0.098	0.060	0.142	0.000	4.733
EM-CFJ	0.099	0.063	0.138	0.000	4.593
EM-PMJ	0.096	0.060	0.139	0.000	4.864
LEV	0.764	0.691	0.875	-0.053	29.137
PROF	0.002	0.013	0.170	-5.9742	1.452
SIZE	6.561	6.364	1.739	1.799	12.166
TANG	0.347	0.287	0.277	0.000	0.999
GROW	-0.003	-0.001	0.237	-6.714	0.942

EM-OJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Original Jones Model; EM-MJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Modified Jones Model; EM-CFJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Cash-Flow Jones Model; EM-PMJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Performance Jones Model; LEV é o rácio entre total do passivo e total do ativo; PROF é o rácio entre EBITDA e total do ativo; SIZE é o logaritmo natural do total do ativo; GROW é a variação percentual do total do ativo; Numero de observações é de 8730.

Fonte: Autores

Por ordem decrescente, temos a variável dependente nas suas quatro variantes de cálculo, seguida das variáveis independentes. 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 rentabilidade 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. Os resultados não reportados da matriz da correlação entre variáveis demonstra a ausência de uma forte correlação entre as variáveis independentes, que integram de forma simultânea o modelo.

4.2. RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA

A Tabela 2 demonstra os resultados obtidos da estimação do modelo (10) para amostra total. A presente estimação visa testar a primeira hipótese (H1) desenvolvida no presente estudo. Os resultados denotam, com significância estatística (ao nível de 0.01), uma relação positiva entre o nível de EM e o nível de endividamento. Constata-se que esta relação exibe o mesmo nível de significância, nos restantes 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 2 - Relação entre o endividamento e gestão de resultados

	EM-OJ	EM-MJ	EM-CFJ	EM-PMJ
LEV	0.024*** (13.134)	0.025*** (13.073)	0.0220*** (11.938)	0.0223*** (12.116)
SIZE	-0.009*** (-10.364)	-0.009*** (-9.996)	-0.009*** (-10.480)	-0.008*** (-9.742)
TANG	-0.067*** (-12.920)	-0.067*** (-12.625)	-0.072*** (-13.912)	-0.067*** (-12.971)
GROW	0.057*** (8.903)	0.060*** (9.078)	0.050*** (7.878)	0.064*** (9.957)
PROF	-0.067*** (-6.342)	-0.069*** (-6.400)	-0.0449*** (-4.665)	-0.038*** (-2.643)

Adj R ²	0.077	0.076	0.071	0.065
N	8730	8730	8730	8730
*, **, e *** estatisticamente significativo para o nível de significância de 0.1, 0.05 e 0.01 respetivamente; EM-OJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Original Jones Model; EM-MJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Modified Jones Model; EM-CFJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Cash-Flow Jones Model; EM-PMJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Performance Jones Model; LEV é o rácio entre total do passivo e total do ativo; PROF é o rácio entre EBITDA e total do ativo; SIZE é o logaritmo natural do total do ativo; GROW é a variação percentual do total do ativo.				

Fonte: Autores

As 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).

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 e 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 e Zingales (1995), Harris e Raviv (1991) e Titman e Wessels (1988), e permite concluir que, a um nível inferior de ativos fixos tangíveis (*AFT*) corresponderá um nível superior de EM.

A segunda hipótese do estudo (H2) 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. Para o efeito, foram efetuados ajustamentos ao modelo desenhado inicialmente (10), de modo a produzir as inferências pertinentes à abordagem desta segunda hipótese de investigação.

Para o efeito, 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 e 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.

Foram excluídos do modelo 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 3 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 3 – Impacto do período de ajustamento económico na relação entre endividamento e gestão de resultados

	EM-OJ	EM-MJ	EM-CFJ	EM-PMJ
LEVC	0.015*** (6.167)	0.014*** (5.832)	0.014*** (6.4142)	0.015*** (6.469)
ADJPR	-0.015*** (-4.086)	-0.014*** (-3.628)	-0.014*** (-3.703)	-0.014*** (-3.819)
LEVC*ADJPR	-0.013** (-2.478)	-0.010* (-1.926)	-0.022*** (-4.4275)	-0.017*** (-3.165)
SIZE	-0.009***	-0.008***	-0.009***	-0.008***

	(-8.545)	(-8.239)	(-8.807)	(-8.101)
TANG	-0.073*** (-12.019)	-0.072*** (-11.701)	-0.076*** (-12.631)	-0.072*** (-11.707)
GROW	0.109*** (13.420)	0.111*** (13.478)	0.101*** (12.631)	0.103*** (12.664)
PROF	-0.194*** (-13.554)	-0.195*** (-13.488)	-0.177*** (-12.564)	-0.158*** (-11.059)
Adj R ²	0.095	0.093	0.089	0.081
N	6790	6790	6790	6790

*, **, e *** estatisticamente significativo para o nível de significância de 0.1, 0.05 e 0.01 respetivamente; EM-OJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Original Jones Model; EM-MJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Modified Jones Model; EM-CFJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Cash-Flow Jones Model; EM-PMJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Performance Jones Model; LEVC é o rácio entre total do passivo e total do ativo (variável centrada em relação à sua média); ADJPR é variável dummy que assume 1 para o período de ajustamento económico; PROF é o rácio entre EBITDA e total do ativo; SIZE é o logaritmo natural do total do ativo; GROW é a variação percentual do total do ativo.

Fonte: Autores

Os resultados demonstram 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. Foi validada a segunda hipótese (H2) de investigação, confirmando uma atenuação na relação positiva entre o endividamento e a prática de gestão de resultados, no período de ajustamento para a amostra em estudo.

A Tabela 4 demonstra os resultados obtidos da estimação do modelo (10) separado por cada país para testar a terceira hipótese (H3) do nosso estudo.

TABELA 4 -Relação entre endividamento e gestão de resultados em Portugal e Irlanda.

	EM-OJ	EM-MJ	EM-CFJ	EM-PMJ
Panel A: Estimação para Irlanda				
LEV	0.045*** (5.182)	0.053*** (5.170)	0.050*** (4.969)	0.056*** (4.222)
SIZE	-0.005*** (-3.284)	-0.002 (0.926)	-0.002* (-1.680)	-0.005** (-2.438)
TANG	-0.045*** (-6.163)	-0.033*** (-3.965)	-0.050*** (-5.897)	-0.063*** (-6.930)
GROW	0.021 (1.410)	0.006 (0.346)	-0.012 (-0.672)	-0.055*** (2.900)
PROF	-0.003 (-0.182)	0.009 (0.465)	0.046** (2.214)	0.027 (1.220)
Adj R ²	0.090	0.063	0.089	0.10
N	612	612	612	612
Panel B: Estimação para Portugal				
LEV	0.023*** (11.928)	0.023*** (11.783)	0.020*** (10.682)	0.022*** (11.452)
SIZE	-0.008*** (-9.354)	-0.008*** (9.317)	-0.009*** (-9.834)	-0.008*** (-9.121)
TANG	-0.065*** (-11.052)	-0.065*** (-10.929)	-0.070*** (-11.979)	-0.065*** (-11.167)
GROW	0.057*** (8.531)	0.060*** (8.808)	-0.052*** (-7.708)	-0.068*** (10.202)
PROF	-0.074***	-0.077***	-0.058***	-0.027***

	(-6.523)	(-6.673)	(-5.156)	(-2.446)
Adj R ²	0.071	0.070	0.065	0.60
N	8118	8118	8118	8118

*, **, e *** estatisticamente significativo para o nível de significância de 0.1, 0.05 e 0.01 respetivamente; EM-OJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Original Jones Model; EM-MJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Modified Jones Model; EM-CFJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Cash-Flow Jones Model; EM-PMJ é o valor absoluto dos accruals discricionários calculados pelo Performance Jones Model; LEV é o rácio entre total do passivo e total do ativo; PROF é o rácio entre EBITDA e total do ativo; SIZE é o logaritmo natural do total do ativo; GROW é a variação percentual do total do ativo.

Fonte: Autores

Os resultados demonstram que na Irlanda, a relação entre o nível de endividamento e o de EM 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 EM não é igual entre Portugal e Irlanda, para as empresas que alinham na nossa amostra. As 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.

5. CONCLUSÕES

O presente estudo analisa a 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 privadas portuguesas e irlandesas, entre 2008 e 2016. 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 gestão de resultados neste contexto economicamente difícil.

Os resultados principais do estudo demonstram que a quando maior o endividamento nas empresas, maior é o nível de gestão de resultados, coerente com estudos anteriores (e.g., Beatty & Weber, 2003; Christie & Zimmerman, 1994; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Easterwood, 1997; Gu et al., 2005). Adicionalmente, os resultados revelam que a gestão de resultados é atenuada no período de ajustamento económico, realidade semelhante encontrada por Habib et al. (2013) e Kousenidis et al. (2013), para períodos de retração económica. Finalmente, este estudo concluiu que existe a diferença de níveis de gestão de resultados entre os países Portugal e Irlanda.

Para os estudos futuros considera-se interessante incluir na amostra dos países existentes outros países sujeitos a programa de ajustamento. A Grécia e a Espanha seriam eventualmente os candidatos para o efeito. Adicionalmente, 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. Os estudos futuros podem investigar esses efeitos.

6. BIBLIOGRAFIA

- 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.
- Ball, R., S.P. Kothari and A. Robin. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting & Economics* 29, 1–52.
- 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.
- Francis, J.R., I.K. Khurana & Pereira, R. (2005), Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world, *The Accounting Review* 80(4), 1125-1162.
- 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.
- Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world, *European Accounting Review* 19(4), 693-738.
- 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 Anfiteatru 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.
- Kasznik, 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.