

Efeitos da liquidez na gestão dos resultados

Estudo empírico das empresas cotadas em Portugal

Kostyantyn Stefanyshyn

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Gestão

Orientador: Paulo Jorge Varela Lopes Dias, Professor Auxiliar, ISCTE-IUL
Business School, Departamento de Contabilidade

Setembro 2018

Resumo

Apesar de não ser um dos indicadores mais aplicados no estudo da qualidade da informação financeira, a liquidez tem grande importância para a gestão na medida em que demonstra a saúde financeira das empresas e sendo aplicada em vários contextos pode ter diferentes finalidades desde decisões de investimento até avaliação da capacidade da empresa em pagar dividendos.

Com o objetivo de entender as implicações da liquidez na qualidade da informação financeira, no presente estudo, a liquidez será empiricamente testada com a gestão dos resultados (*Earnings Management*).

Sabendo que a fonte primária de toda e qualquer informação financeira das empresas é a contabilidade que visa o reporte dos resultados, *Earnings Management* é o indicador que avalia a qualidade dos mesmos calculando o nível dos acréscimos não resultantes da atividade normal da empresa, designados por discricionários.

Recorrendo a uma amostra das empresas cotadas nacionais com observações desde 2013 até 2017 e com dados da contabilidade retirados da base de dados *Thomson Reuters Datastream*, o presente estudo permite concluir que existe uma correlação negativa entre a liquidez e a qualidade da informação providenciada pelas empresas, ou seja, baixa liquidez aumenta o nível de *Earnings Management*.

Palavras-chave: Gestão, Liquidez, Gestão dos Resultados, Empresas cotadas, Contabilidade.

JEL Classification System: G30, M10, M41.

Abstract

Although it is not one of the most applied indicators for the study of the quality of financial information, the liquidity ratio has a big importance in showing the financial performance of companies, while being used in a wide range of contexts and with different purposes, from investment decisions to assessing the company's ability to pay dividends.

Aiming to capture and understand the liquidity implications in the quality of financial information, in the present study, the liquidity ratio will be empirically tested within the Earnings Management.

Taking into consideration that the primary source for every type of financial information is accounting, which seeks to report the company results, Earnings Management is the metric that assesses and evaluates the quality of the disclosed results. This is done by calculating the level of accruals not resulting from the real activity of the company, described as discretionary.

According to observations made from 2013 to 2017, collected from a sample of national listed firms and with accounting data collected from Thomson Reuters Datastream, the present study allows us to conclude that there is a negative correlation between liquidity and the quality of information provided by companies, which means that low liquidity increases the level of Earnings Management.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, agradeço ao Professor Doutor Paulo Dias pela partilha de conhecimentos, pela disponibilidade demonstrada com que orientou este trabalho e pelo apoio prestado durante toda esta jornada desde a escolha do tema até a entrega final.

Agradeço, também, aos amigos e colegas pelos valiosos conselhos e opiniões que foram dados sempre que solicitados.

Por último, mas não menos importante, agradeço aos meus pais graças aos quais tornou-se possível chegar onde cheguei.

A todos, o meu muito obrigado.

Índice Geral

1.	REVISÃO DE LITERATURA	1
1.1.	INTRODUÇÃO	1
1.2.	EARNINGS MANAGEMENT	8
1.2.1.	<i>Definição</i>	8
1.2.2.	<i>Formas de distorção da informação financeira</i>	9
1.2.3.	<i>Motivações para a gestão dos resultados</i>	11
1.2.4.	<i>Mensuração de Earnings Management</i>	14
1.3.	PROBLEMÁTICA	15
1.4.	LIQUIDEZ	17
1.4.1.	<i>Definição</i>	17
1.4.2.	<i>Mensuração</i>	17
1.5.	ESTUDOS INTERNACIONAIS	19
1.5.1.	<i>Formulação das hipóteses</i>	22
2.	ESTUDO EMPÍRICO	24
2.1.	AMOSTRA	24
2.2.	METODOLOGIA	25
3.	RESULTADOS	30
3.1.	ESTATÍSTICA DESCRITIVA	30
3.2.	RESULTADOS DAS REGRESSÕES	31
3.3.	TESTES DE ROBUSTEZ	35
4.	CONCLUSÃO	39
5.	BIBLIOGRAFIA	41

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Detalhe da amostra.....	24
Tabela 2 - Estatística descritiva.....	30
Tabela 3 - Correlações de Pearson	31
Tabela 4 - Resultados da Estimação.....	32
Tabela 5 - Estatísticas de Resíduos	35
Tabela 6 - Correlações de Pearson (Robustez).....	36
Tabela 7 - Resultados da Estimação (Robustez)	37
Tabela 8 - Estatísticas de Resíduos (Robustez).....	38

Lista das siglas e abreviaturas utilizadas

AFT - Ativo fixo tangível;

AT - *Accruals* totais;

BRIC - Brasil, Rússia, Índia e China;

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

COSO - *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*;

EM - *Earnings Management*;

EPSG - *Earnings per share growth*;

GAAP - *Generally accepted accounting principles*;

IAS - *International Accounting Standards*;

IASB - *International Accounting Standards Board*;

IFRS - *International Financial Reporting Standards*;

L - Liquidez;

NYSE - *New York Stock Exchange*;

ROA - *Return on Assets*;

SNC - Sistema de Normalização Contabilística.

1. Revisão de Literatura

1.1. Introdução

De crise em crise, de escândalo em escândalo, o mundo financeiro vai ganhando um relevo cada vez maior nos *media* e na sociedade (Szeremeta *et al*, 2015).

Enron, WorldCom, BCCI, Ahold e Parmalat a nível mundial (Cooper *et al*, 2007). BCP, BPN e BES a nível nacional. Esta lista pode ser muito mais extensa em ambos os casos com aquilo que tem vindo a público nos primeiros anos do presente século.

A temática dos escândalos financeiros traz à mistura contabilidade e auditoria e é relacionada com temas como ética, contabilidade criativa, processos judiciais com auditoras e tudo o que em suma chega ao mesmo denominador comum – Qualidade de Informação Financeira.

Várias razões e motivações podem estar por de trás do reporte de informação de baixa ou alta qualidade. Iatridis (2011), recorrendo a uma amostra de quinhentas empresas cotadas do Reino Unido no período de 2005 até 2009, examinou a correlação existente entre a qualidade do reporte financeiro e várias formas de manipulação contabilística. Gestão oportunista, baixa liquidez e vivência de uma fase de crescimento são apontadas como principais características de reporte de baixa qualidade concluindo-se que no período em causa mais de 50% das empresas reportaram informação de baixa qualidade.

No Reino Unido as manipulações contabilísticas e contabilidade criativa são identificadas como práticas generalizadas que prejudicam a credibilidade das contas, mas não é um problema só inglês. Blake (1996) demonstrou através de inquéritos nas auditoras inglesas e espanholas que temas como contabilidade criativa se tornavam um problema sério no sistema contabilístico europeu.

Comportamentos oportunistas dos gerentes das áreas financeiras são de facto um problema de longa data na Europa (Callao & Jarne, 2010).

Chung *et al.*, (2001) testaram a questão da gestão oportunista causada por grandes instituições de investimento. Estas instituições, quando possuem participações substanciais numa empresa, têm todos os recursos e incentivos para controlar e influenciar decisões administrativas. Os

testes empíricos salientaram que grandes participações institucionais numa empresa inibem os gerentes de declarar os lucros acordados com a direção da própria empresa.

Neste sentido, sabendo que a gestão oportunista é uma das causas de um problema generalizado, importa perceber se de facto o modelo de gestão aplicado por cada gestor afeta as escolhas das políticas contabilísticas. O reporte financeiro só por si tem uma capacidade muito limitada para capturar as características do modelo de gestão (Lassini *et al*, 2015). Lassini *et al.*, (2015) testaram empiricamente a questão em causa com uma base de dados de cento e três empresas cotadas europeias. O estudo referido tem em consideração diversas variáveis para distinguir modelos de negócios, tais como indústria, estratégia e governo da sociedade. Para distinguir escolhas contabilísticas foram consideradas três variáveis que tinham em conta a mensuração contabilística, tratamento contabilístico e o nível de divulgação. Os resultados empíricos não demonstraram relação significativa entre as variáveis enumeradas, o que confirma a ineficácia do reporte financeiro em representar o modelo de negócio da empresa.

Adicionalmente, os autores afirmam que para as demonstrações financeiras ganharem maior precisão em demonstrar como uma empresa capta, cria e entrega valor, um novo conjunto de normas contabilísticas tem que entrar em vigor (Lassini *et al*, 2015).

Ao entrar no campo dos normativos, é importante referir que o normativo contabilístico internacional vigente hoje em dia é IFRS - *International Financial Reporting Standards*.

De acordo com IASB - *International Accounting Standards Board*, a informação financeira deve possuir várias características qualitativas. A informação deve ser relevante para as necessidades de tomada de decisões dos utentes. Deverá igualmente ser fiável (isenta de erros materiais ou preconceitos), o que implica que seja uma representação fidedigna das transações e outros acontecimentos (que devem estar contabilizados e apresentados de acordo com a sua substância e realidade económica e não meramente com a sua forma legal), neutra e completa, dentro dos limites de materialidade e custo. Por fim, deverá ser preparada com prudência e permitir retirar tendências para o futuro e comparar no tempo e no espaço com empresas concorrentes (Iatridis, 2011).

Com a globalização dos mercados financeiros, a ideia de adotar uma linguagem comum para *reporting* financeiro, com vista a desenvolver maior comparabilidade internacional, tornou-se generalizada (Jeanjean & Stolowy, 2008). No entanto, a implementação das IFRS e todas a suas

exigências não trouxeram clarezas ao assunto de qualidade da informação financeira sendo que diversos estudos internacionais chegaram a conclusões diferentes.

Callao & Jarne (2010) estudaram os efeitos da adoção das IFRS na União Europeia. A adoção obrigatória das IFRS para empresas cotadas na União Europeia é uma importante marca na história da contabilidade. Esta mudança regulatória gerou novas expectativas para os agentes envolvidos na produção da informação financeira e esperava-se que melhorasse a comparabilidade, a transparência corporativa e que fosse aumentar a qualidade da informação financeira (Regulamento (CE) N° 1606/2002).

Esta hipótese foi testada recorrendo a uma amostra de um total de 1.408 empresas não financeiras cotadas nas bolsas de 11 países europeus (Bélgica, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Itália, Países Baixos, Portugal, Espanha, Suécia e Reino Unido). A análise cobriu um intervalo temporal de quatro anos entre 2003 a 2006 separando-se em dois intervalos, um de 2003 a 2004 e outro de 2005 a 2006 com vista a refletir situações antes e pós-reforma. Os resultados obtidos neste estudo demonstram que as manipulações contabilísticas intensificaram-se. Adicionalmente, os resultados indicam que as IFRS efetivamente encorajaram comportamentos oportunistas com consequente impacto na qualidade da informação financeira.

Jeanjean & Stolowy (2008) estudaram a mesma correlação numa escala menor, neste caso os países escolhidos foram França, Reino Unido e Austrália. Segundo os autores, a escolha recaiu sobre estes três países dado o facto de os mesmos serem os primeiros a adotar normas internacionais de contabilidade (IFRS). A conclusão desta análise empírica é que de facto a qualidade de informação financeira não aumentou, sendo que em França foi registada uma descida. Por último, os autores afirmam que ter normas partilhadas não é suficiente para ter uma linguagem de negócios comum em todos os países.

Falando numa escala global, existem evidências de que a adoção das IFRS também não trouxe alterações positivas. Houque *et al*, (2012), tendo uma base de empresas de 46 países com dados considerados de 1998 até 2007, testaram os efeitos da implementação das IFRS. Da amostra foram excluídas empresas de serviços financeiros tais como bancos e seguradoras. Na conclusão os autores afirmam que a adoção das IFRS não foi suficiente para melhorar a qualidade da informação financeira.

Por outro lado, vários autores e estudos internacionais fornecem evidências que de facto a implementação das normas internacionais teve impactos positivos.

Barth *et al*, (2008) estudaram os efeitos dos normativos internacionais ainda antes da imposição obrigatória das IFRS. Este estudo compreende um total de 319 empresas de diferentes partes do globo e ramos de negócio que aplicaram as normas IAS (*International Accounting Standards*, denominação atribuída às normas internacionais antes da adoção das IFRS) no período entre 1994 e 2003. O intervalo de tempo foi restringido de 1990 até 2003, compreendendo assim um espaço de tempo de quatro anos de não aplicação das normas pelas respetivas empresas.

Para proceder à comparação, uma amostra semelhante de firmas que não aplicavam as IAS foi utilizada. Resumindo as conclusões, os autores chegaram ao resultado que as firmas com contabilidade feita de acordo com IAS representavam maior qualidade de informação financeira, um reconhecimento de perdas mais adequado e ainda um custo de capital mais baixo.

Peña & Franco (2017) examinaram a correlação entre adoção das IFRS e qualidade da informação financeira limitando-se a duas das maiores referências na economia europeia, Reino Unido e França. A novidade que estes autores introduziram neste assunto consiste no facto de a dimensão da empresa ser considerada. O período de tempo cobriu os anos de 1991 até 2014 sendo que foram feitas 10.269 observações empresa-ano para o Reino Unido e 5.915 observações para a França.

No caso do Reino Unido, os resultados apresentam-se positivos essencialmente para as empresas com grande capitalização no mercado, sendo que se a dimensão não for considerada, os autores afirmam que a correlação, *a priori*, é impossível de ser observada, afirmando que o seu estudo estende as conclusões de Barth *et al*, (2008) e Jeanjean & Stolowy (2008) sobre este país. Relativamente à França, não foi encontrada qualquer evidência na melhoria do reporte financeiro.

Haapamäki (2018) estudou o impacto das IFRS nas empresas não cotadas que optaram por publicar as suas contas segundo este normativo. A base usada resumiu-se à utilização de dados de três países, sendo eles Reino Unido, Irlanda e Polónia, num período de tempo desde 2008 até 2012. A escolha destes países é explicada pela maior disponibilidade de dados e o número de empresas totalizou 1.385. De forma a proceder à comparação, dados de 25.014 empresas que

têm o seu relato financeiro de acordo com normas locais foram utilizados. Bancos, seguradoras e empresas de investimento foram excluídas da amostra, dado que a sua estrutura específica de contas impediria o processamento estatístico homogêneo.

Como resultado, a autora indica que no caso dos três países foram registadas melhorias na qualidade do relato financeiro e, contrariando Jeanjean & Stolowy (2008), afirma que a aplicação de legislação idêntica é suficiente para criar uma linguagem de negócios comum, pelo menos no caso de empresas não cotadas.

No caso nacional, a variedade de estudos que investigam a correlação existente entre a adoção das normas IFRS e respetivos impactos na qualidade da informação financeira já não é tão extensa.

Silva & Fonseca (2015) testaram empiricamente o efeito da adoção das IFRS nas firmas brasileiras e portuguesas. Concentrando-se precisamente no caso português, o teste contou com uma amostra de 60 empresas nacionais das quais foram retiradas 6 instituições financeiras devido à especificidade das suas contas, 24 empresas com dados incompletos, restando um total de 30. Deste modo e dado que foi considerado um intervalo de quatro anos, 120 observações foram feitas, divididas em dois períodos de análise, pré-convergência (2002 e 2004) e pós-convergência (2006 e 2008).

Como conclusão, os autores indicam que o modelo utilizado não obteve resultados estatísticos significativos a fim de conferir impactos na qualidade do relato financeiro. Por último, importa referir que, para o Brasil, foi identificado um aumento de manipulações contabilísticas o que implica uma conseqüente descida na qualidade do reporte financeiro.

Fernandes (2007) obtém resultados semelhantes aos do estudo supramencionado. O seu estudo incide sobre as empresas portuguesas cotadas em bolsa de valores no intervalo temporal de 2002 a 2006. Foram considerados dois períodos distintos. O primeiro vai do ano 2002 ao ano 2004 e corresponde à fase pré-IFRS, durante o qual as empresas apresentaram as suas demonstrações financeiras de acordo com os planos oficiais de contabilidade nacionais. O segundo período diz respeito aos anos 2005 e 2006 (pós-IFRS).

No mercado acionista da *Euronext* Lisboa havia, à data da realização do estudo referido, 53 empresas em negociação. Destas, excluíram-se as 9 empresas que eram do sector financeiro pelas mesmas razões que nos estudos internacionais. Além disso, três sociedades anónimas

desportivas foram excluídas dado que o seu ano contabilístico não coincide com o ano civil. Adicionalmente, mais nove empresas foram excluídas pela falta de dados. Assim o estudo incidiu sobre uma amostra de 34 empresas. A conclusão obtida é a de que, a nível global, não são notórias alterações significativas nos níveis de manipulação apresentados pelas empresas nos anos antecedentes e posteriores à entrada em vigor das novas normas contabilísticas.

Com todas as análises referidas até agora, é possível classificar em três grupos as evidências empíricas mundiais. O primeiro grupo defende o argumento de que não existe diferença significativa entre a qualidade de informações contabilísticas publicadas nas demonstrações financeiras de acordo com IAS/IFRS ou normas locais (Fernandes, 2007; Silva & Fonseca, 2015; Peña & Franco, 2017).

O segundo grupo aponta para um aumento nos níveis de manipulação após a adoção das normas do IASB (Callao *et al.*, 2010; Houqe *et al.*, 2012).

Por fim, o terceiro grupo, defende a melhoria da qualidade de informação contabilística evidenciada nas demonstrações financeiras após a adoção das IAS/IFRS (Barth *et al.*, 2008; Haapamäki, 2018).

É precisamente com esta evidência mista dos resultados que nos deparam Capkun *et al.*, (2016). Segundo os autores, a explicação dominante para este conflito dos resultados é a autosseleção (Ahmed *et al.*, 2013). Os primeiros adotantes voluntários das IFRS tinham incentivos para aumentar a transparência dos seus relatórios a fim de atrair capital externo, enquanto as empresas que esperaram até a imposição da adoção já tinham falta de incentivos para a transparência o que fez com que a adoção das IFRS só aumentasse a manipulação nas contas.

Para além desta explicação, Capkun *et al.*, (2016) levantam uma nova hipótese do porquê não haver evidências claras do impacto das IFRS. A sua teoria procura o problema não nos modelos de gestão das empresas, mas sim nos normativos propriamente ditos.

Os autores demonstram que as normas mudaram substancialmente desde o pré 2005 até ao pós 2005. De facto, as normas utilizadas para testar as consequências das manipulações na adoção voluntária são bastante diferentes das que foram utilizadas na adoção imposta. Na sequência da decisão da UE de tornar obrigatória a apresentação das demonstrações financeiras de acordo com as IFRS, mais de um terço das normas existentes nessa altura (14 de 34 normas IAS) foram revistas e seis novas normas (IFRS) foram introduzidas, todas elas entraram em vigor em 2005.

Com vista a ultrapassar as limitações dos estudos anteriores, Capkun *et al.*, (2016) separaram a sua amostra em vários grupos distintos, os mesmos pressupõem agrupar os adotantes voluntários precoces (adotaram IAS entre 1993 e 2004), os adotantes voluntários tardios (adotaram IFRS entre 2005 e 2009) e as empresas nas quais a adoção foi imposta. Posteriormente, em cada um destes grupos foi feita a comparação com os normativos entre os quais a empresa procedeu à transição.

Adicionalmente, o ano de transição de cada empresa foi excluído da análise dado que a transição de normativo contabilístico é vista por muitas empresas como forma de manipular resultados.

No caso dos adotantes voluntários precoces, os resultados obtidos estão em linha com as conclusões de Barth *et al.*, (2008), a qualidade da informação aumentou claramente nas empresas que adotaram voluntariamente o IAS. Para além disso, os autores chegaram à conclusão que a qualidade de informação diminuiu nas empresas que transitaram das normas IAS para IFRS, que passaram voluntariamente dos normativos locais para IFRS e as que transitaram por imposição dos normativos locais para IFRS.

Em todos os três casos os autores afirmam que tal acontecimento deve-se ao novo normativo de 2005 que era mais flexível e que concedia oportunidade das escolhas contabilísticas para os gerentes.

Os estudos que foram feitos sobre impactos da implementação das IFRS confirmam a teoria de Lassini *et al.*, (2015), as normas atuais não são capazes de resolver o problema da qualidade de informação.

O processo de convergência às normas internacionais comuns não depende simplesmente da mudança do padrão contabilístico. É necessária, também, a construção das bases fiscais, sociais, legais, económicas e jurídicas (Silva & Fonseca, 2015).

Com os mais variados estudos internacionais analisados até agora, pode-se concluir que o tema da qualidade da informação financeira foi largamente estudado. Podemos ainda afirmar que o tema da qualidade foi empiricamente correlacionado com grande número de variáveis, desde o tamanho da empresa até ao normativo contabilístico que a empresa usa e quando foi implementado. Contudo, há uma constante em todos estes estudos que se mantém inalterável que é o indicador da qualidade de informação. É neste indicador que se irá concentrar grande parte do presente estudo – *Earnings Management*.

1.2. Earnings Management

1.2.1. Definição

Earnings Management ou a gestão dos resultados. Schipper (1989) foi uma das pioneiras a pronunciar-se sobre este fenómeno. A própria afirma que por gestão dos resultados entende-se gestão da divulgação que pressupõe uma intervenção intencional nas contas com vista a obter ganhos para os gestores ou acionistas (Schipper, 1989). É, também, importante referir que a descrição dada limita a discussão na medida em que se refere apenas aos relatórios de contas externos e não, por exemplo, aos relatórios de contabilidade interna/de gestão.

Estando este tema a emergir nos finais do século passado, foram vários os autores de relevo que se dedicaram ao estudo desta problemática. Davidson *et al.*, (1987) definem *Earnings Management* como um processo de procura de lacunas nos princípios contabilísticos geralmente aceites (*GAAP - generally accepted accounting principles*) por forma a serem reportados resultados desejados.

Healy & Wahlen (1999), alargam a definição deste conceito afirmando que para além de atuar sobre o reporte financeiro, os gestores recorrem ao conhecimento que têm acerca das demonstrações financeiras e das operações estruturantes da empresa com o intuito de modificar a verdadeira imagem sobre a performance financeira da empresa com o objetivo de influenciar determinados *stakeholders*¹.

Fazendo um pequeno apanhado das definições até agora enumeradas, podemos afirmar que por gestão dos resultados entende-se toda e qualquer prática de manipulação pelos detentores de informação privilegiada na posição financeira da empresa transmitida, tal como afirma Schipper (1989), só para o exterior.

Independentemente do facto de as definições de gestão dos resultados fornecidas pelos vários autores não serem idênticas, estas não são diferentes na essência da mensagem que transmitem:

- A qualidade do relato financeiro está inversamente correlacionada com a gestão dos resultados.

¹ Por *stakeholders* designam-se os indivíduos ou grupos que dependem da organização para atingirem os seus objetivos, bem como os indivíduos ou grupos dos quais a empresa depende para obtenção dos seus fins. (McGrath & Whitty, 2017).

Tendo por base esta sucinta noção do que é a gestão dos resultados, o próximo foco desta pesquisa literária será explorar a mensuração deste indicador, condições que fomentam o seu uso e de que formas é praticado.

1.2.2. Formas de distorção da informação financeira

Jones (2011), no seu livro, define muito claramente os termos-chave das formas de distorção e distingue entre conceitos como contabilidade criativa, fraude, manipulação dos resultados e alisamento dos resultados.

Baseando-se no estudo anteriormente referido, iremos de seguida resumir cada uma das práticas identificadas.

➤ Contabilidade Criativa

Quanto a contabilidade criativa, Jones (2011) define a mesma como forma não fraudulenta de aproveitamento das normas contabilísticas, procurando flexibilidade e lacunas para gerir a mensuração e apresentação das contas.

Apesar de surgir como matéria de investigação nos meados dos anos oitenta do século passado, a contabilidade criativa conta com muitos anos de história, pois o ser humano sempre procurou refletir nas suas demonstrações financeiras a melhor imagem possível da entidade que gere (Niyama *et al.*, 2015).

Adicionalmente, é importante dar especial atenção a este tema dado que afeta todas as rúbricas das demonstrações financeiras.

➤ Fraude

A fraude só por si é um termo de vasta utilização na sociedade e nos *media* que vem muitas vezes associado à temática dos escândalos e crises, tal como referido no início do presente estudo e é algo encarado como uma “mentira” ou “roubo”.

Adotando uma linguagem mais científica, Fielstein (1998) define a fraude como ato intencional de enganar alguém com vista a causar-lhe perdas financeiras. Fraude contabilística é preparada pela administração e é uma fraude que prejudica investidores e credores através de informação

enganosa. Este tipo de fraude ocorre quase sempre com o conhecimento ou consentimento da gerência.

A *Treadway Commission*, atual *COSO*², define a fraude como conduta intencional ou imprudente de ato de omissão que resulta em declarações financeiras materialmente falsas e enganosas.

Na sua generalidade, os autores são consistentes nas suas definições de fraude. Jones (2011) e Dechow & Skinner (2000) dão uma noção semelhante à da *Treadway Commission* criando ênfase no facto de que a única distinção é que a fraude viola a legislação enquanto a contabilidade criativa, por exemplo, não.

➤ Manipulação dos resultados

A manipulação dos resultados em certo ponto vem muito de encontro com o que já foi referido sobre a gestão dos resultados. No entanto existe um grau de diferença acentuado entre os dois termos. Dechow & Skinner (2000) exemplificam isso muito claramente, afirmando que a mera gestão dos resultados é a exploração da flexibilidade dos normativos contabilísticos enquanto que a manipulação é uma prática que os viola.

Shahzad (2016) no seu estudo onde deteta a gestão e manipulação dos rendimentos nos países da zona BRIC³ faz referência a vários autores com vista a diferenciar estes dois termos, afirmando que manipulação dos resultados é contabilidade fraudulenta causada por uso agressivo e de acréscimos discricionários (Athanasakou *et al.*, 2009; Wahlen, 1994; Rosner, 2003)

➤ Alisamento dos resultados

Pensar que estabilidade é inversamente correlacionada com risco é uma ideia generalista e a definição da prática de alisamento dos resultados vai de encontro com essa afirmação.

A prática de alisamento dos resultados tem uma longa tradição e Acharya & Lambrecht (2015) afirmam que a mesma é praticada pela gerência com vista a atingir as expectativas do mercado.

² A COSO (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*) é uma organização privada criada nos EUA em 1985 para prevenir e evitar fraudes nos procedimentos e processos internos das empresas. (www.coso.org)

³ De acordo com Investopedia, BRIC é sigla que se refere a Brasil, Rússia, Índia e China.

Alisamento dos resultados é assim uma forma muito recorrente para obter lucros estimados. Graham *et al.*, (2005) no seu inquérito realizado aos profissionais de cargos executivos, chegaram à conclusão que 80% da amostra (mais de 400 executivos) baixaria os gastos de Inovação & Desenvolvimento, publicidade e manutenção para atingir a meta dos resultados estabelecidos.

Neste sentido podemos concluir que o alisamento dos resultados é uma prática não fraudulenta que visa associar a empresa no mercado com menor volatilidade e risco.

1.2.3. Motivações para a gestão dos resultados

A motivação para a gestão dos resultados pode ser causada por vários fatores internos e externos à empresa.

Quando falamos nos resultados empresariais, o tema da fiscalidade surge diretamente relacionado com este assunto. Pois, segundo perceção comum, maiores lucros originam impostos maiores. E é precisamente pela temática fiscal que vamos começar.

A ideia de que teríamos de pagar mais impostos com maiores lucros é muito clara. Então, será que as empresas fazem gestão dos resultados para pagar menos impostos? Erickson *et al.*, (2013) examinaram as implicações dos incentivos de reembolso de prejuízos fiscais nas decisões tomadas pelos gerentes. Durante o período de amostragem de 1981 a 2010 com empresas dos Estados Unidos, os autores descobriram que houve um aumento das perdas a fim de reivindicar um reembolso em dinheiro dos pagamentos de impostos recentes.

Falando com mais precisão e demonstrando a verdadeira dimensão do problema, os autores estimaram que os incentivos fiscais causaram cerca de 65 mil milhões de dólares em perdas no período descrito.

No caso nacional, esta questão tem contornos semelhantes. Dias (2015), ao estudar a correlação existente entre *Earnings Management* e *Book-Tax Differences*⁴, conclui que grandes diferenças entre o resultado contabilístico e o fiscal estão associadas a um maior nível de gestão dos

⁴ De acordo com a Tax Foundation, a expressão *Book-Tax Differences* corresponde à diferença entre o resultado contabilístico e o resultado fiscal.

resultados o que confirma que uma das motivações de *Earnings Management* é a obtenção de benefícios fiscais.

Tal como já foi anteriormente referido, um dos interesses da gestão dos resultados são os seus efeitos no mercado de capitais. O alisamento dos resultados, sendo uma forma de distorção da informação financeira, visa apenas uma transmissão de imagem de estabilidade para o mercado. Já a gestão dos resultados tem como motivação influenciar os preços das ações.

Posto este paradigma, Erickson *et al.*, (2013), para além dos efeitos fiscais, estudaram adicionalmente os efeitos nos mercados de capitais.

O mercado de capitais reage sempre de forma positiva a uma comunicação de aumento dos resultados líquidos por parte de alguma empresa (Erickson *at al.*, 2013), desta forma o desejo de influenciar cotações, por sua vez, deriva do objetivo de alcançar sucesso em determinada operação financeira.

Acharya & Lambrecht (2015) afirmam que os gerentes têm que ir de acordo às expectativas de mercado. Neste sentido surge o estudo de Skinner & Sloan (2002) que analisaram mais de cem mil *forecasts*⁵ trimestrais de empresas americanas comparando-os com dados de mercado entre 1984 e 1996.

Os resultados indicam que as empresas que não atingiram os seus *forecasts* veem a sua cotação cair, em média, 5%. Pelo contrário, caso os resultados correspondam ou superem os resultados esperados pelos analistas, a cotação aumenta. Assim, os gestores são fortemente incentivados a cumprirem com as previsões.

Para além destes dois tipos de fatores externos, outros fatores internos podem motivar *Earnings Management*.

Ao falar das motivações para *Earnings Management*, já por várias vezes foi referenciado que os gestores são forçados a atingir certo tipo de objetivos. Desta maneira surge a questão de indexação da remuneração ao desempenho.

⁵ De acordo com Investopedia, *forecast* é utilização dos dados históricos com vista a determinar tendências futuras.

Quando falamos da remuneração indexada ao desempenho, o senso comum de cada um dirá que quanto melhor resultado reportarmos, maior será, claro, a remuneração a auferir, e é assim que nos deparamos com a tentação dos gerentes de reportar melhores resultados em prol do seu benefício próprio.

Healy (1985), confirmou, efetivamente, com o exemplo das empresas americanas, que a indexação da remuneração ao desempenho poderá resultar em problema, demonstrando que as decisões dos intervenientes em contabilidade poderiam ser motivadas pelo objetivo da obtenção dos benefícios próprios.

Para além das motivações já mencionadas, surge o facto de os mercados onde as empresas operam serem frequentemente sujeitos a legislação específica, regulamentação ou supervisão especial que visa evitar que algumas empresas abusem do seu poder de mercado praticando preços acima do seu custo marginal, de forma a assegurar níveis mínimos de concorrência que impeçam que as mesmas tenham demasiado poder (Scholes *et al.*, 1990). De exemplo podem servir a ANACOM no mercado de comunicações nacional e a CMVM no mercado de valores mobiliários.

Por exemplo, quando o rácio de solvência de um banco se encontra perto do valor mínimo imposto por lei, existe uma forte tendência de gerir os resultados para “maquilhar” tal facto, de forma evitar a repreensão das autoridades competentes, convencendo as mesmas de que cumprem todas as condições de elegibilidade relacionadas com o desempenho financeiro. Esta afirmação remete-nos para conclusões dos estudos de Scholes *et al.*, (1990) e Collins *et al.*, (1995).

A regulação do sector financeiro, como podemos constatar, é fundamental para assegurar a solvabilidade das instituições de modo a preservar a confiança dos investidores, sendo assim necessário adotar procedimentos contabilísticos dirigidos ao cumprimento das normas exigidas pelas entidades reguladoras.

É neste sentido que Healy & Wahlen (1999) afirmam que o cumprimento formal das normas e a influência que a informação financeira tem nas decisões das autoridades reguladoras, constituem incentivos à gestão dos resultados, uma vez que serão alvos de supervisão, completa Beneish (2001).

1.2.4. Mensuração de Earnings Management

Depois de perceber o que efetivamente é *Earnings Management*, de que forma é praticado e qual é a motivação que está por de trás, resta apenas perceber como este indicador se calcula.

A literatura tem-se debruçado muito sobre este tema e há vários estudos que compõem modelos de mensuração de *Earnings Management*. Próprios autores que definem o conceito representam os respectivos mecanismos de cálculo.

Ao tratar das práticas de distorção da informação financeira, já foi mencionado que diversos autores ligam a prática de gestão dos resultados aos acréscimos discricionários (Athanasakou et al., 2009; Wahlen, 1994; Rosner, 2003). Deste modo, o presente estudo vai focar-se nos métodos baseados precisamente em *accruals*.

Antes de partir para o conceito de acréscimo discricionário, vamos definir o próprio conceito de acréscimo.

De acordo com os parágrafos 22 e 23 da Estrutura Conceptual, as demonstrações financeiras têm que ser preparadas segundo o regime de acréscimo, ou seja, devem refletir as várias transações nos períodos a que se referem, independentemente de ter ocorrido ou não o seu pagamento ou recebimento. Desta forma, um acréscimo não é nada mais do que um movimento contabilístico que representa uma variação de fundo de manei.

Simplificando, imaginemos uma empresa que não recebeu uma determinada fatura no mês n mas sabe que a mesma fatura existe e terá que ser liquidada, neste caso deve proceder-se à contabilização de um acréscimo de custo. Posto isto, vamos então ao conceito de acréscimo discricionário.

Segundo Moreira (2006) os acréscimos de uma empresa correspondem à variação de fundo de manei, incluindo as amortizações do período e podem ser subdivididos em:

- Acréscimos não discricionários, que correspondem à componente explicada pela performance real da empresa;
- Acréscimos discricionários, que correspondem à componente que não resulta da atividade real da empresa.

Com isto, acréscimos discricionários são assim considerados como manifestações de atos de gestão dos resultados.

Como se pode imaginar, a diferenciação entre estes dois tipos de acréscimos não é diretamente observável quando olhamos para os elementos das demonstrações financeiras. Neste sentido vários autores criaram mecanismos de estimar a componente discricionária.

Pioneiros neste assunto foram Healy (1985) e DeAngelo (1986). No entanto, e como veremos adiante, o modelo mais utilizado tem sido o modelo de Jones (1991) que introduziu a utilização de regressões para estimar os acréscimos não discricionários e, a partir daí, estimar o valor dos acréscimos discricionários.

De uma forma muito simplificada, Jones (1991) determina ambas as componentes dos acréscimos em função da variação do volume de negócios e do seu ativo fixo tangível.

Como já referimos, os acréscimos são variações no fundo de maneo. As variações nas contas de fundo de maneo dependem de variações nas vendas, daí a utilização do volume de negócios por Jones (1991). Novamente segundo Moreira (2006), os acréscimos de uma empresa incluem as amortizações, e assim, o ativo fixo tangível é incluído por Jones (1991) para captar a parte das depreciações não discricionárias.

Estas variáveis são divididas pelo ativo total do ano anterior para que o modelo seja aplicável em empresas de dimensões diferentes.

Ao longo do tempo, foram vários os autores que introduziram melhorias no modelo de Jones (1991). No entanto, independentemente das várias críticas que este modelo sofreu, o mesmo continua a ser suficientemente flexível para permitir adicionar outras variáveis que conduzam o modelo a conclusões mais precisas e exatas.

1.3. Problemática

Hoje em dia, como já vimos, o tema da qualidade da informação financeira não perdeu a sua atualidade, havendo vários autores que demonstram com estudos recentes que o assunto da qualidade da informação contida nas demonstrações financeiras tem estado patente na literatura nacional e internacional (Dias 2015; Capkun *et al.*, 2016; Haapamäki 2018).

Sabendo que a fonte primária de toda e qualquer informação financeira das empresas é a contabilidade, cabe-nos recuar um pouco nas pesquisas e analisar aquele que é o normativo que pretende formular e regular todas as normas de contabilidade aceites em Portugal. Trata-se, neste caso, de Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

Aprofundando o normativo em causa e sendo mais precisos, podemos denotar que o parágrafo 12 da Estrutura Conceptual transcreve informação que indica que “*o objetivo das demonstrações financeiras é o de proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas*”.

Tal como foi já denotado por Iatridis (2011) nas características da informação financeira segundo IASB, também a Estrutura Conceptual de SNC faz relevo na utilidade de informação.

Assim sendo, surge uma conclusão clara que uma das principais características das demonstrações financeiras é a sua utilidade. Utilidade essa, que é diferente para cada um dos utentes intervenientes no ciclo económico de uma empresa e, neste estudo específico, iremos centrar-nos essencialmente nos investidores.

Os investidores procuram determinar o momento certo para comprar, manter ou vender as suas participações, bem como conhecer a capacidade da entidade para proceder ao eventual pagamento de dividendos com vista a rentabilizarem as suas participações (Dias, 2015).

Lie (2005) ao estudar os determinantes da política de dividendos nas empresas americanas, testou indicadores financeiros nas empresas não financeiras cotadas no período temporal desde 1980 até 1997. Com esta amostra, o autor chegou à conclusão que as empresas só quando apresentam elevados níveis de liquidez, baixo endividamento e falta de projetos de investimento, é que distribuem dividendos.

Jiang *et al.*, (2017) testaram a mesma correlação nas empresas chinesas cotadas no período de 2000 até 2014. A conclusão dos autores foi semelhante à de Lie (2005), empresas com alta liquidez de mercado têm pagamentos de dividendos mais altos e maior propensão para pagar os mesmos do que as empresas com liquidez baixa. Adicionalmente os autores afirmam que os seus resultados são robustos para uso de diferentes tipos de liquidez.

É notável que ambos os estudos mencionados relacionam pagamentos de dividendos com alta liquidez, assim, fará sentido dizer que os investidores têm maior interesse de investir nas empresas que apresentam maior liquidez.

Recorrendo novamente ao estudo de Iatridis (2011), o autor identifica baixa liquidez como um dos fatores de aumento de *Earnings Management* nas contas de uma empresa.

Desta maneira chegamos à problemática do presente estudo: “Será que a qualidade da informação é afetada pelo nível de liquidez?”

1.4. Liquidez

1.4.1. Definição

Lippman & McCall (1986) fizeram um vasto levantamento literário para dar uma noção exata da definição de liquidez.

Os mesmos começam a afirmar que os economistas académicos não possuem uma definição exata de liquidez como um conceito mensurável, outros trabalhadores da área respondem que a liquidez é o tempo que se demora para vender um ativo. O problema dessa visão de liquidez é a falta de precisão e referência casual ao tempo que se leva para converter um ativo em meios financeiros, afirmam os autores mencionados.

A abordagem sugerida por Lippman & McCall (1986) consiste em incorporar a venda do ativo num ambiente de pesquisa ativa, com uma boa política de vendas e que maximize o valor esperado dos recursos líquidos associados à venda. Assim, os autores definem a liquidez de um ativo como tempo ideal estimado da conversão do mesmo em meios financeiros.

Uma outra definição com alguma referência é a de Hirshleifer (1968) que definiu a liquidez como a capacidade dos ativos de se transformarem em fundos imediatamente disponíveis para consumo ou investimento.

1.4.2. Mensuração

Falando numa escala mais ampla, a liquidez pode ser calculada recorrendo a dois tipos de dados, por um lado os dados do mercado de capitais (Amihud, 2002), por outro os dados contabilísticos (Gallinger, 1997).

No presente estudo o cálculo da liquidez será baseado nos dados das demonstrações financeiras dado ser o tipo de cálculo mais comum (Gallinger, 1997), no entanto, não obstante isso, os dados de mercado de valores serão utilizados como variável de controlo o que será descrito em diante.

Os dois rácios mais populares que geralmente são utilizados para medir a liquidez de uma empresa são a liquidez corrente e a liquidez reduzida (Gallinger, 1997). O principal objetivo destes indicadores é demonstrar a margem de segurança que uma empresa tem para cumprir com os seus compromissos. Como estes indicadores são fáceis de calcular, muitos analistas confiam neles.

Para obter a liquidez corrente, basta dividir o ativo corrente pelo passivo corrente. O índice de liquidez reduzida tem o mesmo tipo de cálculo, eliminando apenas os inventários dessa equação. Desta forma temos:

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (1)$$

Liquidez corrente mostra a relação direta entre ativo e passivo correntes. Este indicador representa quanto foi aplicado em bens e direitos e quanto a entidade deve a curto prazo. Quanto maior for este indicador, melhor.

$$\text{Liquidez Reduzida} = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Inventários}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (2)$$

Liquidez reduzida tem como objetivo apresentar a capacidade de pagamento da entidade no curto prazo sem levar em conta os inventários, que são considerados como elementos menos líquidos do ativo corrente. Este indicador é a relação entre clientes e disponibilidades com o passivo a curto prazo.

Tal como a liquidez corrente, quanto maior for a liquidez reduzida, melhor. No entanto, deve levar-se sempre em conta o sector, pois há sectores que permitem maior índice de liquidez enquanto outros exigem menor índice.

Para além destes dois rácios, Michalski (2014) indica um terceiro rácio de liquidez, a Liquidez Imediata. Este rácio calcula a liquidez de forma algo “agressiva”, pois considera apenas o que a empresa tem em *cash*. Esquemáticamente temos:

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (3)$$

Este rácio mede a capacidade financeira da entidade em pagar as suas dívidas imediatamente usando as disponibilidades sem ter em consideração os outros elementos do ativo corrente.

Ainda Michalski (2014), por forma a definir valores “ideais” para cada um dos indicadores, afirma que normalmente acredita-se que o rácio de liquidez corrente deve ser igual a 1,5, o de Liquidez Reduzida ser superior a 1 e o de Imediata não inferior a 0,7.

Com três métodos de cálculo enumerados, surge naturalmente a questão: Qual o método que deveria ser escolhido?

Respondendo a esta pergunta, importa referir que todos estes rácios apresentam limitações e como diz Gallinger (1997) podem ser facilmente “maquilhados”.

Ainda Gallinger (1997) afirma que muitos analistas consideram a liquidez reduzida como um teste mais rigoroso à análise da liquidez da empresa, pois este indicador relaciona com o passivo corrente apenas aqueles ativos sobre os quais há certo tipo de certeza que os mesmos vão converter em meios financeiros.

1.5. Estudos Internacionais

Quanto à correlação existente entre o *Earnings Management* e o nível de liquidez, são escassos os estudos publicados a nível nacional que demonstrem essa mesma dependência. No entanto, fora de Portugal podemos encontrar artigos científicos onde os autores se dedicaram a estudar essa correlação.

Deste modo Ascioğlu *et al.*, (2011) argumentaram que a gestão dos resultados reduz a qualidade da informação financeira. Usando uma grande amostra de empresas da NYSE⁶ de 1996 a 2001, os mesmos autores, encontraram evidências que as empresas com maior grau de gestão dos resultados estão associadas a uma menor liquidez.

A teoria contabilística existente sublinha uma relação firme entre a informação financeira e a liquidez do mercado (Lambert *et al.*, 2007) e na medida em que podemos medir a liquidez do

⁶ Segundo Investopedia, NYSE (*The New York Stock Exchange*) é a Bolsa de valores de Nova Iorque que é considerada uma das maiores do mundo.

mercado e o grau em que as empresas manipulam os seus resultados dentro dos normativos contabilísticos, temos a oportunidade de explorar esta correlação empiricamente (Ascioglu *et al.*, 2011).

Autores anteriormente mencionados previam que as empresas com maior nível de *Earnings Management* terão menor liquidez no mercado. Tal como já foi referido, recorrendo ao uso de uma grande amostra de empresas cotadas na NYSE, foi estabelecido que as empresas com maior erro de estimativa de *accruals* têm menor liquidez do mercado. Esta conclusão é consistente ao longo de toda a análise feita.

A demonstração dos resultados é das informações mais analisadas pelos investidores. A empresa através da sua base de contabilidade (por exemplo acréscimos ou diferimentos) e através das atividades reais possui certa capacidade de gerir os seus resultados. Na medida em que as atividades de gestão dos resultados da empresa diminuem a qualidade da informação, a mesma está a influenciar a liquidez (Ascioglu *et al.*, 2011).

Para o estudo em causa, a definição da liquidez utilizada é a de Amihud (2002). O mesmo definiu a liquidez como um rácio entre a rendibilidade diária absoluta de um título e o seu volume diário em euros. Esta média é calculada para um determinado período e pode ser interpretada como a reação do preço diário de um título ao volume negociado.

Quanto ao modelo de medida do *Earnings Management*, no estudo de Ascioglu *et al.*, (2011), foram utilizadas várias métricas diferentes.

A gestão dos resultados é multifacetada e difícil de medir. Portanto, múltiplas medidas para capturar esse efeito são vantajosas e ao todo foram utilizadas quatro métricas diferentes.

O primeiro dos modelos é o de Dechow & Dichev (2002) que mantém a ideia de que os *accruals* discricionários são obtidos pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários estimados.

Segunda métrica de gestão dos Resultados baseia-se na tendência dos gerentes de evitar a denúncia de perdas. Existem vários estudos que utilizam esta medida e que demonstram evidência empírica da relação entre teoria do prospecto e *Earnings Management* (Beatty *et al.*, 2002)

A terceira e quarta métrica são alimentadas pelos modelos de Roychowdhury (2006). Esses modelos consistem e resultam dos desvios das práticas operacionais normais, motivadas pelo desejo dos gestores de induzir determinadas partes interessadas a acreditar em certos objetivos dos relatórios financeiros. Estas práticas não contribuem necessariamente para o valor da empresa. São exemplos destas práticas o aumento das vendas derivadas de descontos temporários ou alargamento das condições de crédito dos clientes, a redução dos gastos de investigação e a redução da margem bruta derivado da produção ser superior às vendas (Roychowdhury, 2006).

Quanto à conclusão do estudo, os autores assumem que a análise fornece suporte para a hipótese que as atividades de gestão dos resultados, tanto de base contabilística como real, estão associadas à liquidez influenciada.

Também Huang *et al.*, (2017) examinaram correlação existente entre *Earnings Management* e liquidez chegando à conclusão que a liquidez afeta a gestão dos resultados por meio dos seus efeitos sobre a pressão de aquisição e compensação de capital. Para o estudo em causa foram utilizados dados das empresas cotadas nas bolsas de NYSE, AMEX⁷, e NASDAQ⁸ no período entre 1993 e 2003. O modelo de estimação da liquidez usado no presente teste empírico é o de Chordia *et al.*, (2001) e o de *Earnings Management* foi o modelo modificado de Jones (1991) introduzido por Kothari *et al.*, (2005).

Teruel *et al.*, (2009) estudaram empiricamente a relação existente entre *Earnings Management* e as reservas de tesouraria. Com uma amostra de empresas espanholas cotadas num período entre 1995 e 2001, os autores chegaram à conclusão que as empresas com reservas de tesouraria mais elevadas estão associadas a um nível de *Earnings Management* mais alto.

Ao mesmo tempo os autores indicam que empresas com nível das reservas de tesouraria mais baixo apresentam uma liquidez de ativos mais elevada o que torna desnecessário ter grandes montantes em caixa e seus equivalentes. O modelo de estimação da gestão dos resultados usado no presente teste empírico é o de Francis *et al.*, (2005).

⁷ Segundo Investopedia, AMEX - *American Stock Exchange* era a terceira maior bolsa de valores de EUA que em 2008 foi adquirida pela NYSE.

⁸ Segundo Investopedia, NASDAQ - *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* é um mercado de capitais norte-americano onde estão listadas mais de 2800 ações de diferentes empresas, em sua maioria de pequena e média dimensão. É o segundo maior mercado de capitais do mundo.

Shuai Ma (2017) estudou as implicações de *Earnings Management* no risco de mercado⁹ das empresas economicamente relacionadas e uma das variáveis de controlo foi precisamente a liquidez corrente. O autor associa logo uma maior liquidez corrente a um menor risco de liquidez¹⁰. Trabalhando com cinco amostras de cinco bases de dados diferentes, e cobrindo um intervalo temporal desde 1992 até 2010, o autor afirma que baixa liquidez corrente implica alto risco de mercado, o qual por sua vez está empiricamente correlacionado com baixa qualidade de informação financeira. Os modelos de estimação da gestão dos resultados usados no presente estudo foram três, o de Dichev & Tang (2009), modificado de Jones (1991) introduzido por Dechow *et al.*, (1995) e o de Francis *et al.*, (2005).

Kontorizos (2013) procurou influências dos indicadores financeiros nas decisões dos gerentes das empresas europeias. Sendo mais concretos, os indicadores em causa são a liquidez, rentabilidade, alavancagem financeira, crescimento e dimensão da empresa.

A amostra do referido estudo é composta por 618 empresas de capital aberto de onze países europeus e o período examinado é o de 2006 até 2008.

O autor indica que todas as variáveis em questão tiveram correlação estatisticamente significativa com a gestão dos resultados, exceto precisamente a liquidez e crescimento, salientando essencialmente a dimensão e alavancagem afirmando que empresas menores e alavancadas estão associadas ao maior nível de *accruals* discricionários. Segundo o autor as empresas europeias têm elevada preocupação com os seus indicadores financeiros daí as consequentes práticas de gestão dos resultados que visam a obtenção dos dados financeiros mais favoráveis.

É de salientar que a mensuração de liquidez utilizada no presente estudo é a liquidez corrente obtida através do rácio entre ativo e passivo correntes (Gallinger, 1997).

1.5.1. Formulação das hipóteses

Dos estudos empíricos apresentados, podemos retirar várias semelhanças e diferenças com aquilo que se pretende fazer.

⁹ Segundo o Banco de Portugal o risco de mercado corresponde à variação no valor dos ativos financeiros que podem causar perdas para a empresa decorrentes da variação de parâmetros de mercado.

¹⁰ Segundo o Banco de Portugal, o risco de liquidez é definido como a possibilidade da empresa não ser capaz de cumprir com as suas obrigações.

Por um lado, de facto, podemos concluir que existe uma correlação entre o nível da liquidez e a gestão dos resultados. No entanto, a métrica utilizada para mensuração da liquidez em vários estudos mencionados é calculada conforme a cotação das próprias ações ou outro método equivalente é utilizado enquanto o pretendido para o mercado português é calcular a liquidez baseada em dados contabilísticos. De qualquer forma, os estudos apresentados conduzem à formulação da seguinte hipótese de investigação:

- Qualidade da informação financeira é negativamente influenciada pela baixa liquidez da empresa.

2. Estudo Empírico

2.1. Amostra

O presente estudo incide sobre as empresas portuguesas cotadas na respetiva bolsa de valores no intervalo temporal de 2013 a 2017. O intervalo de 5 anos foi considerado suficiente baseando-se em diversos estudos apresentados, por exemplo Ascioğlu *et al.*, (2011).

Tal como nos estudos anteriormente mencionados, a escolha recaiu sobre as empresas cotadas, pela fácil acessibilidade aos dados.

Tabela 1 - Detalhe da amostra

Classificação	Nº das observações
Total Inicial	780
Setor Financeiro	542
Sociedades Desportivas	15
Sem Dados	76
Total Final	147

Recorrendo à informação da base de dados *Thomson Reuters Datastream*, foi extraída uma amostra com 780 observações empresa-ano. Destas observações foram excluídas as empresas que são do sector financeiro, uma vez que a sua contabilidade obedece a regras próprias que não se coadunam com o âmbito deste estudo. Além disso, as sociedades anónimas desportivas também foram excluídas, dado que o seu ano contabilístico não coincide com o ano civil. Após a aplicação destes critérios foi obtido um número total de 223 observações.

Por último, foram excluídas as empresas que não apresentavam dados completos para que seja possível calcular todos os indicadores necessários no modelo, deste modo foi obtido um número total de 147 observações empresa-ano.

2.2. Metodologia

O objetivo do presente estudo empírico é averiguar se a qualidade da informação disponibilizada pelas empresas é influenciada por ou depende do nível de liquidez. Deste modo, a metodologia do presente estudo será positivista e consistirá na construção e resolução de um modelo estatístico que permitirá obter conclusões quanto a hipótese enunciada.

À priori e de acordo com a análise de literatura, espera-se que baixo nível de liquidez provoque um aumento nas manipulações contabilísticas com vista a mitigar o mesmo, por forma a obter vantagens para a gestão induzindo em erro diversos utentes da informação financeira.

Perante esta constatação, procura-se verificar se existirá uma relação estatística significativa entre o nível de liquidez e a prática de gestão dos resultados. Assim, a seguinte relação foi examinada:

$$EM_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 L_{i,t} + \sum \beta_m CONTROL_{i,t}^m + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Onde:

$EM_{i,t}$: Variável dependente - *Earnings Management*;

$L_{i,t}$: Principal variável independente - Liquidez;

$CONTROL_{i,t}$: Variáveis de controlo.

Cada uma destas variáveis incluídas no modelo serão descritas de seguida.

➤ Variável dependente: *Earnings Management*.

$EM_{i,t}$ corresponderá ao nível de *Earnings Management* da empresa i no ano t obtido através da componente discricionária dos *accruals* calculados de acordo com o modelo proposto por Kothari et al., (2005).

O primeiro desafio que se coloca, reside na estimação de uma medida fiável da qualidade da informação. Tal como foi supramencionado na revisão de literatura, existem vários modelos que se dedicaram a estimar a qualidade da informação.

Como já foi referido, diversos autores ligam a prática de gestão dos resultados aos acréscimos discricionários (Athanasakou et al., 2009; Wahlen, 1994; Rosner, 2003). Deste modo o presente

estudo vai focar-se nos métodos baseados precisamente em *accruals*. Neste sentido, o primeiro passo a dar consiste na quantificação dos *accruals* discricionários. Para tal, é necessário calcular previamente os *accruals* totais e de seguida separá-los em não discricionários e discricionários.

Deste modo, e dado que os acréscimos de uma empresa correspondem à variação de fundo de maneiio, incluindo as amortizações do período (Moreira, 2006), podemos calcular os acréscimos recorrendo à seguinte fórmula utilizada também no estudo de Callao *et al.*, (2010):

$$AT_{i,t} = \Delta Contas a Receber_{i,t} + Inventário_{i,t} - \Delta Contas a Pagar_{i,t} - Depreciações_{i,t} \quad (5)$$

Onde:

$AT_{i,t}$: *Accruals* totais.

O *Delta* neste caso será calculado através da diferença entre o ano t com o ano $t-1$.

Tendo uma base de *accruals* totais, há que distinguir agora aqueles que resultam da atividade normal da empresa, denominados de não discricionários, daqueles que são efetivamente desvios à situação considerada normal e que resultam da atividade direta da gerência, denominados de discricionários.

$$AT_{i,t} = AND_{i,t} + AD_{i,t} \quad (6)$$

Onde:

$AT_{i,t}$: *Accruals* totais;

$AND_{i,t}$: *Accruals* não discricionários;

$AD_{i,t}$: *Accruals* discricionários.

Com vista a determinar esta parcela discricionária dos *accruals* e tendo em conta que a futura comparação pretendida será com a liquidez da empresa, o modelo a ser utilizado será o de *Performance Jones*, dado a liquidez ser um indicador de performance.

Este modelo é uma atualização do modelo original de Jones (1991) e foi introduzido por Kothari *et al.*, (2005). A diferença deste modelo para o original é a introdução do efeito da rendibilidade do ativo, que é a noção base da liquidez.

Por sua vez, modelo do Kothari *et al.*, (2005) foi a medida de estimação do *Earnings Management* utilizada nos estudos de Shuai Ma (2017), Teruel *et al.*, (2009) e Huang *et al.*, (2017) anteriormente mencionados.

Esquemáticamente, este modelo representa a seguinte equação:

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta Vendas_{i,t} - Contas a Receber_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Onde:

$AT_{i,t}$ - Accruals totais da empresa i no ano t ;

$\Delta Vendas_{i,t}$ - O valor das vendas corresponde à soma das vendas de mercadorias com as prestações de serviços;

$AFT_{i,t}$ - Correspondente ao ativo fixo tangível 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 da empresa i no ano $t-1$.

Partindo desta equação base, procedeu-se à estimação dos coeficientes de regressão utilizando para o efeito o método de estimação dos mínimos quadrados ordinários, assumindo que a componente não discricionária dos *accruals* corresponderá à parcela não explicada da equação acima transcrita ($\varepsilon_{i,t} = AD_{i,t}$).

Deste modo, sabendo todas as parcelas necessárias para o cálculo do *Earnings Management*, resta apenas simplificar a equação apresentada isolando a sua variável:

$$\frac{AD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{(\Delta Vendas_{i,t} - Contas a Receber_{i,t})}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 ROA_{i,t} \right] \quad (8)$$

Com isto é possível estimar os acréscimos discricionários que para cada empresa em cada um dos anos em estudo traduzirão a existência de *Earnings Management*. Ativo líquido total do ano anterior como denominador em todos os modelos tem como objetivo a resolução de eventuais problemas de heterocedasticidade da amostra.

➤ Principal variável independente: Liquidez

Para efeitos de cálculo do $L_{i,t}$ – Liquidez da empresa i no ano t , tal como anteriormente mencionado na mensuração da liquidez, será utilizado o indicador de liquidez corrente dado ser o indicador mais comum e um dos mais utilizados pelos consultores financeiros (Gallinger, 1997).

Esquemáticamente temos:

$$Liquidez\ Corrente = \frac{Ativo\ Corrente}{Passivo\ Corrente} \quad (1)$$

Liquidez corrente mostra a relação direta entre ativo e passivo correntes. Este indicador representa quanto foi aplicado em bens e direitos e quanto a entidade deve a curto prazo. Quanto maior este indicador é, melhor.

➤ Variáveis de controlo

Na sequência dos estudos apresentados na revisão da literatura, podemos retirar diversas evidências de que muitas características operacionais das empresas estão associadas à qualidade dos resultados. No presente estudo, baseando-se nos estudos anteriores, as variáveis de controlo serão dimensão da empresa, crescimento do lucro por ação, ROA (*Return on Assets*), alavancagem e endividamento. Todos estes indicadores vão ser descritos em diante.

A primeira variável de controlo utilizada no presente estudo é a dimensão da empresa (*Size*). Amplamente aplicada, a literatura existente fornece inúmeras evidências sobre a associação da dimensão das empresas com o nível de gestão dos resultados. Segundo Burgstahler *et al.*, (2006) a variável *Size* foi calculada pelo logaritmo natural do total do ativo. De acordo com diversos estudos, tais como Becker *et al.*, (1998), Doyle *et al.*, (2007), é expectável que empresas maiores tenham menores níveis de *Earnings Management*.

Adiante, a próxima e segunda variável independente incluída no modelo de regressão apresentado é o crescimento da empresa. Para este efeito foi considerado o crescimento do lucro por ação ou *EPSG (Earnings per share growth)*. Sun & Rath (2008) demonstraram que empresas com altas perspetivas de crescimento estão significativamente associadas ao aumento do nível de *accruals* discricionários. Esta conclusão reforça o resultado do estudo de Doyle *et al.*, (2007) que mostraram que empresas de crescimento rápido geralmente têm controlos

internos pouco intensivos, o que deixa um espaço “confortável” para as atividades de gestão dos resultados.

Em terceiro lugar, a rendibilidade também deve ser implícita na regressão, a fim de fornecer evidências sobre a sua associação com acréscimos discricionários. A variável de controlo rendibilidade é refletida pelo índice ROA (*Return on Assets*) das empresas. O ROA indica a lucratividade das empresas considerando a sua base de ativos e é calculado através do rácio entre lucro líquido das empresas e total de ativos. Tendo em conta a literatura existente, espera-se que este indicador esteja associado com a atividade de gerir os resultados baixando a qualidade dos mesmos. Esta ideia é fortalecida pelos resultados de Iatridis & Kadorinis (2009) que apontam para uma maior possibilidade de gestão dos resultados em casos de diminuição da lucratividade da empresa de modo a melhorar a sua imagem financeira transmitida para o exterior.

Além dos indicadores já mencionados, Kontorizos (2013) salienta com especial atenção que as empresas mais alavancadas têm um maior nível de acumulações discricionárias. Dias (2015) também recorreu à alavancagem como uma das variáveis de controlo no seu estudo e também obteve resultados semelhantes de Kontorizos (2013). Tendo estas evidências, a alavancagem será incluída no estudo como uma variável de controlo.

A última variável a integrar o modelo será o endividamento da empresa. São diversos os estudos que indicam o endividamento como uma das determinantes da liquidez, tais como Saddour (2006) e Ozkan & Ozkan (2004), que referem que as empresas que apresentam maior capacidade de endividamento tendem a diminuir o seu nível de liquidez, devido à facilidade que têm em aceder a fontes de crédito. De acordo com autores mencionados, este indicador calcula-se através do rácio entre ativo e passivo.

Resumindo, as variáveis de controlo serão:

- *Size*;
- *EPSP*;
- *ROA*;
- Alavancagem,
- Endividamento.

3. Resultados

Com vista a proceder ao teste empírico, foi estimado um modelo de regressão linear que tem *Earnings Management* como variável dependente, liquidez corrente como principal variável independente à qual foram adicionadas as variáveis de controlo.

De seguida serão detalhados todos os resultados obtidos com o modelo descrito.

3.1. Estatística Descritiva

No presente subcapítulo será resumida toda a estatística descritiva relativa às variáveis utilizadas, sendo disponibilizada a média, mediana, desvio padrão, e os respetivos valores mínimos e máximos.

Tabela 2 - Estatística descritiva

Variável	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Mediana
EM Absoluto	0,00009	0,3011	0,0410	0,0466	0,0274
Liquidez	0,32	58,00	2,14	6,54	1,06
Size	8,66	17,58	13,60	1,92	13,38
EPSG	-97,85	6463,01	121,71	682,58	10,41
ROA	0,0011	0,2224	0,0498	0,0329	0,0438
Alavancagem	0,0002	23,23	1,74	2,60	1,07
Endividamento	0,057	0,977	0,623	0,170	0,642

Onde:

- *EM Absoluto*: Valor absoluto dos acréscimos discricionários determinados pelo modelo de *Performance Jones*;
- *Liquidez*: Liquidez corrente calculada através do rácio entre ativo e passivo correntes
- *Size*: Logaritmo natural do total do ativo;
- *EPSG*: Crescimento do lucro por ação (*Earnings per share growth*) extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *ROA*: Rácio entre lucro líquido e total de ativos extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *Alavancagem*: Rácio entre o endividamento financeiro e o capital próprio (*Long term debt to common equity ratio*);
- *Endividamento*: Rácio entre passivo e ativo totais.

Das estatísticas descritivas apresentadas, podemos concluir que em média as empresas da amostra representam uma boa liquidez pois, segundo Michalski (2014), a norma operacional para este indicador é 1,5 e a média obtida é 2,14.

Quanto ao *Earnings Management*, os valores médios obtidos são bastante inferiores aos apresentados nos estudos de Dias (2015) e Haapamäki (2018). O mesmo poderá ser explicado pelo facto de os autores enumerados utilizarem dados das empresas não cotadas que, por natureza, são menores das cotadas e como já foi mencionado no presente estudo, grandes empresas estão associadas ao menor nível de *Earnings Management* (Becker *et al.*, 1998), (Doyle *et al.*, 2007).

3.2. Resultados das regressões

Antes da estimação do modelo, procedeu-se ao cálculo das correlações entre as variáveis. A Tabela 3 mostra a correlação de *Pearson* entre todas as variáveis usadas nesta análise.

Tabela 3 - Correlações de *Pearson*

Variável	EM Absoluto	Liquidez	Size	EPSG	ROA	Alavancagem	Endividamento
EM Absoluto	1						
Liquidez	-0,081	1					
Size	-0,304***	-0,141**	1				
EPSG	0,178**	-0,013	-0,172**	1			
ROA	0,137**	0,108*	-0,141**	0,038	1		
Alavancagem	-0,097	0,047	-0,115*	-0,037	-0,093	1	
Endividamento	-0,022	0,064	0,116*	-0,118*	-0,143**	0,609***	1

Onde:

- *EM Absoluto*: Valor absoluto dos acréscimos discricionários determinados pelo modelo de *Performance Jones*;
- *Liquidez*: Liquidez corrente calculada através do rácio entre ativo e passivo correntes
- *Size*: Logaritmo natural do total do ativo;
- *EPSG*: Crescimento do lucro por ação (*Earnings per share growth*) extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *ROA*: Rácio entre lucro líquido e total de ativos extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *Alavancagem*: Rácio entre o endividamento financeiro e o capital próprio (*Long term debt to common equity ratio*);
- *Endividamento*: Rácio entre passivo e ativo totais.

- * Valores significativos a 10%;
- ** Valores significativos a 5%;
- *** Valores significativos a 1%.

A Tabela 3 evidencia uma correlação negativa entre as variáveis *EM Absoluto* e liquidez. Dado ser uma relação negativa, esta afirmação pode ser interpretada como: Sempre que liquidez diminui, o *Earnings Management* aumenta. Com isto, podemos confirmar a hipótese inicial do presente estudo, pois sempre que o nível das acumulações discricionárias sobe, diminui a qualidade da informação financeira.

Dos resultados obtidos destaca-se, também, de forma saliente a correlação obtida entre *Earnings Management* e *Size* que é de 0,304 e é negativa tal como a teoria prediz, o que quer dizer que quanto maior for a empresa menores são os níveis de gestão dos resultados.

Não obstante as correlações obtidas, cabe-nos efetivamente estimar o modelo para perceber se de facto as correlações são estatisticamente significativas e se podemos dar por confirmada a hipótese do presente estudo.

Desta forma, utilizou-se para o efeito o método de estimação dos mínimos quadrados ordinários.

Tabela 4 - Resultados da Estimação

Variáveis independentes	Coefficientes não padronizados	Coefficientes padronizados	t	p-value
(Constante)	0,119		3,923	0,000
Liquidez	-0,001	-0,140	-1,782	0,077*
Size	-0,008	-0,338	-4,105	0,000***
EPST	0,000009	0,129	1,641	0,103
ROA	0,150	0,106	1,341	0,182
Alavancagem	-0,004	-0,238	-2,374	0,019**
Endividamento	0,055	0,201	1,995	0,048**
R quadrado		17%		
R quadrado Ajustado		13,5%		
N		147		

Variável Dependente: *EM Absoluto*

Onde:

- *EM Absoluto*: Valor absoluto dos acréscimos discricionários determinados pelo modelo de *Performance Jones*;

- Liquidez: Liquidez corrente calculada através do rácio entre ativo e passivo correntes;
- *Size*: Logaritmo natural do total do ativo;
- *EPSG*: Crescimento do lucro por ação (*Earnings per share growth*) extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *ROA*: Rácio entre lucro líquido e total de ativos extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- Alavancagem: Rácio entre o endividamento financeiro e o capital próprio (*Long term debt to common equity ratio*);
- Endividamento: Rácio entre passivo e ativo totais;
- * Valores significativos a 10%;
- ** Valores significativos a 5%;
- *** Valores significativos a 1%.

Analisando a tabela 4, pode-se concluir que o crescimento e a rentabilidade não tiveram impacto na gestão dos resultados, uma vez que as variáveis *dummy EPSG* e *ROA* não são estatisticamente significativas. Esta conclusão é algo inesperada e semelhante à obtida por Kontorizos (2013). Quanto ao crescimento das empresas, a literatura anterior fornece evidências de correlação positiva entre perspectivas de crescimento das empresas e a gestão dos resultados (Doyle *et al.*, 2007) e o mesmo era expectável no presente estudo. Relativamente à rentabilidade, a correlação positiva obtida e a sua insignificância estatística, apesar de corresponder aos resultados de Kontorizos (2013), não permite tirar qualquer tipo de conclusão substancial. Potencialmente esta variável pode ser excluída do modelo para obtenção dos resultados mais exatos.

Restantes variáveis independentes do modelo apresentam-se nos resultados como estatisticamente significativas.

A principal variável independente, a liquidez, com um *p-value*¹¹ de 0,077 é significativa. Da relação negativa entre as variáveis *EM Absoluto* e liquidez agora evidenciada conclui-se que, em média, quanto menor for o nível de liquidez da empresa, maior será o nível de *Earnings Management* observado. Em sentido oposto, maior liquidez irá atenuar as acumulações discricionárias não impactando a qualidade da informação financeira, o que confirma a principal hipótese colocada no presente estudo. Esta conclusão, apesar de contrariar o resultado

¹¹ De acordo com Investopedia, valor-p é o nível de significância de uma hipótese estatística. Um valor-p menor significa que há evidências mais fortes a favor da hipótese estatística.

do estudo de Kontorizos (2013), vai de encontro com a restante teoria apresentada na revisão de literatura, por exemplo Ascioğlu *et al.*, (2011).

Sem surpresas, a variável *Size* apresentou o maior nível de significância vindo a repetir os resultados de todos os estudos apresentados que tiveram esse indicador em consideração, por exemplo Kontorizos (2013) e Dias (2015). Empresas maiores estão associadas a um nível menor de acréscimos discricionários. O mesmo poderá ser causado pelos controlos mais eficientes existentes nas grandes empresas e pelos elevados custos políticos.

Adicionalmente, os resultados da regressão fornecem evidências significativas sobre práticas de gestão dos resultados nas empresas alavancadas. O coeficiente é altamente significativo e indica uma relação negativa entre os *accruals* discricionários e a alavancagem. Esse cenário é consistente com os resultados dos estudos anteriores, por exemplo Dias (2015).

Por fim, também o endividamento se apresenta como estatisticamente significativo com correlação negativa, dando a entender que quanto maior, menos práticas de gestão dos resultados provoca. Essa conclusão está em concordância com o que foi apresentado na revisão literária, por exemplo Saddour (2006).

Em síntese, no que mais respeita à principal questão da investigação, terá de concluir-se que há evidência de que liquidez interfere na qualidade da informação, tendo correlação negativa. No entanto, mais uma curta análise terá de ser feita...

No decorrer da formação da amostra do presente estudo, de entre todas as observações empresa-ano feitas, foram excluídas aquelas que não apresentavam dados suficientes para o modelo em causa (Tabela 1). Neste sentido, o indicador com mais impacto foi o *EPSG* existindo 76 observações empresa-ano que não tinham essa informação disponível. Assim, a amostra foi reduzida de 223 para 147 observações.

Para não reduzir ainda mais a amostra, foi tomada a decisão de não proceder à eliminação de *outliers*¹². Com esta decisão, o processo de validação do presente modelo obriga a realizar uma última análise, a análise das distâncias de *Cook*¹³.

¹² De acordo com Infopedia, *outlier* é um valor atípico numa amostra.

¹³ Medida da influência de uma observação numa amostra (Cook, 1982)

A norma operacional para este efeito sugere que todas as métricas da respetiva análise têm de ser inferiores a 1 (Cook & Weisberg, 1982). Deste modo, a tabela seguinte apresenta as estatísticas de resíduos com distâncias de Cook detalhadas.

Tabela 5 - Estatísticas de Resíduos

Métrica	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	N
Distância de Cook	0,000	0,308	0,010	0,042	147

Variável Dependente: *EM* Absoluto

Da informação retirada da Tabela 5 conclui-se que nenhuma métrica é superior a 1, assim podemos afirmar que não há *outliers* que influenciam o presente modelo.

3.3. Testes de robustez

Jiang *et al.*, (2017) testaram empiricamente a capacidade de uma empresa pagar dividendos com o respetivo nível de liquidez. Para avaliar a robustez do modelo, os autores repetiram a análise com diferentes tipos de liquidez demonstrando que os seus resultados seriam inalteráveis independentemente da liquidez utilizada.

Gallinger, (1997) afirma que um dos indicadores mais precisos de liquidez é o rácio de liquidez reduzida que se distingue do rácio corrente pelo facto de excluir os inventários da equação. Esquemáticamente temos:

$$\text{Liquidez Reduzida} = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Inventários}}{\text{Passivo Corrente}} \quad (2)$$

Desta forma o teste de robustez do presente estudo consistirá em analisar a mesma regressão linear substituindo nela a liquidez corrente (principal variável independente) por liquidez reduzida.

Antes da estimação do novo modelo, procedeu-se ao cálculo das correlações entre as variáveis. A Tabela 6 mostra a correlação de *Pearson* entre todas as variáveis usadas no presente teste de robustez.

Tabela 6 - Correlações de *Pearson* (Robustez)

Variável	EM Absoluto	Liquidez	Size	EPSG	ROA	Alavancagem	Endividamento
EM Absoluto	1						
Liquidez	-0,083	1					
Size	-0,304***	-0,137**	1				
EPSG	0,178**	-0,020	-0,172**	1			
ROA	0,137**	0,098	-0,142**	0,038	1		
Alavancagem	-0,097	0,056	-0,115*	-0,037	-0,093	1	
Endividamento	-0,022	0,075	0,116*	-0,118*	-0,143**	0,609***	1

Onde:

- *EM* Absoluto: Valor absoluto dos acréscimos discricionários determinados pelo modelo de *Performance Jones*;
- Liquidez: Liquidez reduzida calculada através do rácio entre ativo isento de inventário e passivo correntes;
- *Size*: Logaritmo natural do total do ativo;
- *EPSG*: Crescimento do lucro por ação (*Earnings per share growth*) extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *ROA*: Rácio entre lucro líquido e total de ativos extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- Alavancagem: Rácio entre o endividamento financeiro e o capital próprio (*Long term debt to common equity ratio*);
- Endividamento: Rácio entre passivo e ativo totais;
- * Valores significativos a 10%;
- ** Valores significativos a 5%;
- *** Valores significativos a 1%.

A Tabela 6 evidencia uma correlação negativa entre as variáveis *EM* Absoluto e liquidez reduzida. Esta correlação é um pouco mais acentuada daquela que foi obtida com liquidez corrente, no entanto a conclusão quanto às correlações mantém-se a mesma, quando a liquidez diminui, o *Earnings Management* aumenta.

Tabela 7 - Resultados da Estimação (Robustez)

Variáveis independentes	Coefficientes não padronizados	Coefficientes padronizados	t	p-value
(Constante)	0,119		3,911	0,000
Liquidez	-0,001	-0,139	-1,766	0,080*
Size	-0,008	-0,337	-4,100	0,000***
EPSG	0,000009	0,128	1,632	0,105
ROA	0,148	0,105	1,325	0,187
Alavancagem	-0,004	-0,237	-2,370	0,019**
Endividamento	0,055	0,202	2,003	0,047**
R quadrado		17%		
R quadrado Ajustado		13,4%		
N		147		

Variável Dependente: *EM Absoluto*

Onde:

- *EM Absoluto*: Valor absoluto dos acréscimos discricionários determinados pelo modelo de *Performance Jones*;
- *Liquidez*: Liquidez reduzida calculada através do rácio entre ativo isento de inventário e passivo correntes;
- *Size*: Logaritmo natural do total do ativo;
- *EPSG*: Crescimento do lucro por ação (*Earnings per share growth*) extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *ROA*: Rácio entre lucro líquido e total de ativos extraído diretamente de *Thomson Reuters Datastream*;
- *Alavancagem*: Rácio entre o endividamento financeiro e o capital próprio (*Long term debt to common equity ratio*);
- *Endividamento*: Rácio entre passivo e ativo totais;
- * Valores significativos a 10%;
- ** Valores significativos a 5%;
- *** Valores significativos a 1%.

A Tabela 7 dá-nos a entender que apesar das significâncias terem descido um pouco, o modelo fornece as mesmas evidências. Rendibilidade e crescimento não têm efeito sobre a gestão dos resultados e a dimensão é claramente um fator decisivo tendo novamente um valor significativo a 1%.

O endividamento neste caso foi a única variável que subiu a significância tendo um *p-value* de 0,047. A própria liquidez, apesar de ser a variável que mais significância perdeu, continua a apresentar uma significância suficiente para afirmar que em ambos os modelos podemos retirar a mesma conclusão independentemente do rácio de liquidez que é utilizado.

Por último, só falta confirmar a questão dos *outliers*.

Tabela 8 - Estatísticas de Resíduos (Robustez)

Métrica	Mínimo	Máximo	Média	Erro Desvio	N
Distância de Cook	0,000	0,309	0,010	0,042	147

Variável Dependente: *EM* Absoluto

Da informação contida na Tabela 8 conclui-se que nenhuma métrica é superior a 1, assim podemos afirmar que não há *outliers* que influenciam o modelo proposto para testes de robustez.

No geral, podemos concluir que os resultados obtidos são coerentes independentemente do tipo de liquidez utilizado, demonstrando a robustez do presente modelo.

4. Conclusão

O teste empírico apresentado pretende examinar a relação existente entre a liquidez da empresa e qualidade da informação reportada pela mesma. Estudou-se ainda a relação referida para diferentes tipos de liquidez.

Para o efeito, foram recolhidos dados contabilísticos das empresas portuguesas cotadas na respetiva bolsa de valores no intervalo temporal de 2013 a 2017. Tal como anteriormente mencionado, a escolha recaiu sobre as empresas cotadas pela fácil acessibilidade aos dados.

Recorrendo à base de dados *Thomson Reuters Datastream*, foi extraída uma amostra da qual foram excluídas as empresas que são do sector financeiro, uma vez que a sua contabilidade obedece a regras próprias que não se coadunam com o âmbito deste estudo. Além disso, as sociedades anónimas desportivas também foram excluídas, dado o seu ano contabilístico não coincidir com o ano civil. Juntamente com estas eliminações, foram retiradas as observações sem dados obtendo um total de 147 observações.

Para o cálculo da liquidez foi utilizado o rácio da liquidez corrente à semelhança do que havia já sido feito por Kontorizos (2013). Tal como nos estudos de Shuai Ma (2017), Teruel *et al.*, (2009), Huang *et al.*, (2017) e Dias (2015), no processo de estimação da qualidade de informação financeira foi utilizado o indicador de *Earnings Management*, mais concretamente o modelo de *Performance Jones* apresentado por Kothari *et al.*, (2005).

Foram ainda utilizadas como variáveis de controlo a dimensão da empresa, crescimento do lucro por ação, indicador ROA (*Return on Assets*), endividamento e a alavancagem da empresa.

Os resultados obtidos evidenciam a existência de uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre *Earnings Management* e Liquidez, levando a concluir que a qualidade da informação financeira é afetada pela liquidez.

Relação estatística obtida demonstra que quanto menor for o nível de liquidez da empresa, maior será o nível de *Earnings Management* observado o que confirma a principal hipótese colocada no presente estudo. Esta conclusão, apesar de contrariar o resultado do estudo de Kontorizos (2013), vem de encontro com a restante teoria apresentada na revisão de literatura, por exemplo Ascioğlu *et al.*, (2011) e Teruel *et al.*, (2009).

Foi ainda possível demonstrar que o presente modelo se apresenta válido e estatisticamente significativo no uso com outros tipos de liquidez, fala-se, neste caso, da liquidez reduzida que é definida por Gallinger (1997) como sendo uma das demonstrações mais exatas da liquidez.

Por fim, o presente estudo vem dar sustentação empírica àquilo que há de comum em todos os estudos que foram apresentados, confirmando que empresas menores e alavancadas têm maior tendência para as práticas de gerir os seus resultados.

Apresentam-se, de seguida, sugestões para investigação futura:

- Recorrer ao conceito de mensuração de liquidez de Amihud (2002), dado que a liquidez calculada através dos dados contabilísticos ser facilmente manipulada;
- Separar a amostra por sector de atividade dado que vários sectores têm suas próprias especificações que influenciam a liquidez;
- Ter em consideração tempos de “turbulência” na economia nacional ao escolher o período temporal a analisar, tais como entrada e saída da *Troika*.

5. Bibliografia

- Acharya, V.V., & Lambrecht, B.M. (2015). A Theory of Income Smoothing When Insiders Know More Than Outsiders. *Oxford University Press on behalf of The Society for Financial Studies*, 2535-2574.
- Ahmed, S.A., Neel, M., & Wang, D. (2013). Does mandatory adoption of IFRS improve accounting quality? Preliminary evidence. *Contemporary Accounting Research*, 1344–1372.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, 31-56.
- Ascioglu, A., Hegde, S.P., Krishnan, G.V. & McDermott J.B. (2011). Earnings management and market liquidity. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 257-274.
- Athanasakou, V.E., Strong, N.C., & Walker, M. (2009). Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? *Accounting and Business Research*, 3-35.
- Barth, M.E., Landsman, W.R., & Lang, M.H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 467-498.
- Beatty, A. L., Ke, B., & Petroni, K. R. (2002). Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review*, 547-570.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary accounting research*, 1-24.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.
- Blake, J., & Amat Salas, O. (1996). *Creative accounting is not just an English disease*. *Management Accounting (British)*, 54-55.
- 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.

Callao, S., & Jarne, J. I. (2010). Have IFRS affected earnings management in the European Union? *Accounting in Europe*, 159-189.

Capkun, V., Collins, D. & Jeanjean, T. (2016). The effect of IAS/IFRS adoption on earnings management (smoothing): A closer look at competing explanations. *Journal of Accounting and Public Policy*, 352-394.

Chordia, T.R., Roll, R., Subrahmanyam, A. (2001). Market Liquidity and Trading Activity. *Journal of Finance*, 501-531.

Chung, R., Firth, M., & Kim, J. (2001). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 29-48.

Collins, J., Shackelford, D. & Wahlen, J. (1995). Bank differences in the coordination of regulatory capital, earnings and taxes, *Journal of Accounting Research* 33 (2), 263-291.

Cook, R.D., & Weisberg, S. (1982). *Residuals and Influence in Regression*. Chapman & Hall.

Cooper, D.J., Everett, J., & Neu, D. (2007). Financial scandals, accounting change and the role of accounting academics: A perspective from North America. *European Accounting Review*, 373-382.

Davidson, S., Stickney, C. Weil, R. (1987). *Accounting: The Language of Business*, Seventh edition, Thomas Horton and Daughter, Arizona.

DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, 400-420.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 235-250.

Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 193-225.

Dechow, P., Dichev, I. (2002) The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 35-57.

- Dias, P.L. (2015). As diferenças entre o resultado contabilístico e o fiscal e a gestão dos resultados. Evidência empírica de empresas privadas portuguesas. Dissertação de Doutoramento. Lisboa, Portugal. ISCTE - IUL, 147.
- Dichev, I., & Tang, V. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 160-181.
- Doyle, J. T., Ge, W., & McVay, S. (2007). Accruals quality and internal control over financial reporting. *The Accounting Review*, 1141-1170.
- Erickson, M.M., Heitzman, S.M., Zhang, X.F. (2013). Tax-Motivated Loss Shifting. *The Accounting Review*, 1657-1682.
- Fernandes, P.F.M. (2007). O impacto da entrada em vigor das IFRS na gestão dos resultados: A experiência ibérica. Porto, Portugal. Dissertação de Mestrado. Universidade do Porto, 139.
- Fielstein, H. (1998). Detecting financial statement fraud. *Financial Reporting*, 36-40.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 295-327.
- Gallinger, G.W. (1997). *The current and quick ratios: Do they stand up to scrutiny?* Estudo de Caso. *Business Credit*, 22-25.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 3-73.
- Haapamäki, E. (2018). How has IFRS impacted financial reporting for unlisted entities? *Accounting and Management Information Systems*, 5-30.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 85-107.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 365-383.
- Hirshleifer, J. (1968). Liquidity, Uncertainty, and the Accumulation of Assets. CORE.

Houque, M.N., Zijl, T., Dunstan, K., & Waresul, K. (2012). The Effect of IFRS Adoption and Investor Protection on Earnings Quality Around the World. *The International Journal of Accounting*, 333-355.

Huang, K., Lao, B., McPhee, G. (2017). Does Stock Liquidity Affect Accrual-based Earnings Management? *Journal of Business Finance & Accounting*, 417-447.

Iatridis, G.E., & Kadorinis, G. (2009). Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 164-173.

Iatridis, G.E. (2011). Accounting disclosures, accounting quality and conditional and unconditional conservatism. *International Review of Financial Analysis*, 88-102.

Jeanjean, T., Stolowy, H. (2008). Do accounting matters? An exploratory analysis of earnings management before and after IFRS adoption. *Journal of Accounting and Public Policy*, 480-494.

Jiang, F., Ma, Y., Shi, B. (2017). Stock liquidity and dividend payouts. *Journal of Corporate Finance*, 295-314.

Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 193-228.

Jones, M. J. (2011). *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*. John Wiley & Sons.

Kontorizos, G. (2013). Financial indications behind earnings management practices in Europe. Roterdão, Holanda. Dissertação de Mestrado. Erasmus Universiteit Rotterdam, 77.

Kothari, S.P., Leoneand, A.J., Wasley, C.E. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, 163-97.

Lambert, R.A., Leuz, C., Verrecchia, R.E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of accounting research*, 385-420.

Lassini, U., Lionzo, A., & Rossignoli, F. (2015). Does business model affect accounting choices? An empirical analysis of European listed companies. *The Journal of Management and Governance*, 229-260.

Lie, E. (2005) Financial flexibility, performance and the corporate payout choice. *The Journal of Business*, 2179-2201.

Lippman, S., & McCall, J.J. (1986). An Operational Measure of Liquidity. *American Economic Review*, 43-55.

McGrath, S.K., Whitty, J. (2017). Stakeholder defined. *International Journal of Managing Projects in Business*, 721-748.

Michalski, G. (2014). To Standardize or Not to Standardize Financial Liquidity Ratios? The Answer Using Financial Liquidity Efficiency of Investment Model. *SHODH GANGA Management Journal*, 17-24.

Moreira, J. (2006). Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private portuguese firms. CETE discussion papers 0610. Faculdade de Economia, Universidade do Porto, unpublished results.

Niyama, J.K., Rodrigues, A.M.G., Rodrigues, J.M. (2015). Algumas reflexões sobre contabilidade criativa e as normas internacionais de contabilidade. *Revista Universo Contábil*, 69-87.

Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: an empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 2103-2134.

Peña, H.F.P., Franco, J.B. (2017). Impact of IFRS on the quality of financial information in the United Kingdom and France: Evidence from a new perspective. *Intangible Capital*, 850-878.

Rosner, R.L. (2003). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, 361.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 335-370.

Saddour, K. (2006). The determinants and the value of cash holdings: evidence from French firms. Centre de Recherches sur la Gestion (CEREG).

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting horizons*, 91-102.

Scholes, M., Wilson, G. P., Wolfson, M. (1990). Tax planning, regulatory capital planning and financial reporting strategy for commercial banks. *Review of Financial Studies* 3, 625-650.

Shahzad, A. (2016). Detecting Earning Management and Earning Manipulation in BRIC Countries; a Panel Data Analysis for Post Global Financial Crisis Period. *International Journal of Accounting Research*, 134

Shuai Ma, M. (2017). Economic Links and the Spillover Effect of Earnings Quality on Market Risk. *The Accounting Review*, 213-245.

Silva, P.Y.C., Fonseca, M.W. (2015). Gerenciamento dos resultados: Estudo empírico em empresas brasileiras e portuguesas antes e após a adoção das IFRS. *BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 193-209.

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*, 289-312.

Sun, L., & Rath, S. (2008). An empirical analysis of earnings management in Australia. *International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering*, 7(3), 1682-1698.

Szeremeta, I. V., & Aires, L. (2015). Os Portugueses no Discurso Mediático Europeu: as notícias sobre a crise financeira. *PRISMA.COM*, 95-120

Teruel, P.J., Solano, P.M., Ballesta, J.P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance*, 95-115.

Wahlen, J.M. (1994). The nature of information in commercial bank loan loss disclosures. *Accounting Review*, 455-478.