

iscte

INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Manipulação de Resultados e *Financial Distress* na Europa: Relevância de Fatores Moderadores

Ricardina Nunes Morgado

Mestrado em Contabilidade

Orientadora e Co-Orientador:

Prof.^a Doutora Inna Choban de Sousa Paiva, Prof.^a Auxiliar,
ISCTE Business School

Prof. Doutor Dante Viana Jr., Prof. Auxiliar,
Faculdade de Economia, Universidade do Algarve

junho, 2023



BUSINESS
SCHOOL

Manipulação de Resultados e *Financial Distress* na Europa: Relevância de Fatores Moderadores

Ricardina Nunes Morgado

Mestrado em Contabilidade

Orientadora e Co-Orientador:

Prof.^a Doutora Inna Choban de Sousa Paiva, Prof.^a Auxiliar,
ISCTE Business School

Prof. Doutor Dante Viana Jr., Prof. Auxiliar,
Faculdade de Economia, Universidade do Algarve

junho, 2023

Agradecimento

Um trabalho de mestrado é uma longa caminhada, que só foi possível com o apoio e força de várias pessoas. Gostaria de agradecer às seguintes pessoas por me ajudarem a concluir, com sucesso, a minha dissertação e mestrado.

Em primeiro lugar, gostaria de agradecer à minha orientadora, a professora Dr.^a Inna Choban de Sousa Paiva, a orientação exemplar pautada pela paciência, feedback e empenho, os quais contribuíram para enriquecer todas as etapas subjacentes ao trabalho efetuado. Agradeço a confiança que depositou em mim.

Ao professor Dr. Dante Viana Jr., agradeço o interesse permanente, a visão crítica e oportuna, e todas as bases disponibilizadas, essenciais para o desenvolvimento do trabalho.

Aos meus pais e irmão, pela oportunidade, que me proporcionaram, para realizar este grau académico. O apoio, oração e motivação incondicional demonstrados, quando estes eram necessários, foram essenciais, tornando este trabalho uma agradável experiência de aprendizagem.

A Deus, agradeço por ter estado sempre comigo, pelo seu grande amor e misericórdia durante esta etapa, por ter guiado os meus passos e iluminado o meu caminho; sozinha, não conseguiria, mas com Deus consegui superar todos os desafios com que me deparei ao longo do trabalho.

Um muito obrigado a todos os que intervirem nesta longa caminhada.

Resumo

O objetivo desta dissertação é analisar a relação entre a manipulação de resultados e *financial distress* e o impacto que alguns moderadores externos têm na relação entre estas variáveis. Foi usada uma amostra de 19 221 observações de empresas cotadas em bolsa de 28 mercados desenvolvidos, durante os anos de 2011 e 2021. O nível da manipulação dos resultados nas empresas foi calculado através do método dos *accruals* discricionários. Para tal foi utilizado o Modelo Modificado de Jones (Dechow et al., 1995). Para calcular o nível de *financial distress* foi utilizado o modelo de Z-Score de Altman (1968,2000). Com base na literatura prévia, os moderadores externos selecionados para incluir no modelo estatístico foram a cobertura dos analistas, as auditoras Big 4 e a *cross-listing* nos EUA.

O resultado obtido indica que quanto maior o nível de *financial distress* que uma empresa incorre menor o nível de manipulação dos resultados baseado em *accruals*. Foi ainda obtida evidência estatística de que quanto maior o número de analistas presentes numa empresa, bem como o facto de uma empresa ser *cross-listing* nos EUA, potencializa a relação negativa entre a manipulação de resultados e *financial distress*. No entanto, o facto de uma empresa ser auditada por uma auditora Big 4 não tem efeito na relação entre a manipulação de resultados e *financial distress*.

Em resumo, este estudo fornece evidência empírica de que a aplicação destes moderadores externos potencializa o menor nível de manipulação de resultados baseados em *accruals* em contexto de *financial distress*. Estes resultados coincidem com estudos realizados noutros países desenvolvidos.

Classificação JEL: G30, M40, M41, M42.

Palavras-chave: Manipulação de Resultados; *Accruals* Discricionários; *Financial Distress*; Auditores Big 4; Analistas; *Cross-Listing* nos EUA; Mercados Desenvolvidos

Abstract

The objective of the present dissertation is to analyse the relationship between earnings management and financial distress and the impact that some external moderators have on the relationship between these variables. It was used a sample of 19 221 observations of listed firms from 28 developed markets during the period 2011 to 2021 (10 years). The level of earnings management in companies was measured by calculating discretionary accruals. For this purpose, was applied the Modified Jones Model (Dechow et al., 1995). To measure the level of financial distress was used the Z-Score model of Altman (1968,2000). Based on previous literature, the external moderators selected to include in the statistical model were analyst coverage, Big 4 auditors and cross-listing in the US.

The result obtained indicate that the higher the level of financial distress a company incurs, the lower the level of accruals-based earnings management. Statistical evidence was obtained that the greater the number of analysts present at a company, as well as the fact that a company is cross-listed in the USA, enhances the negative relationship between the accruals-based earnings management and financial distress. However, the fact that a company is audited by a Big 4 auditor does not increase the tendency not to practice earnings management in the context of financial distress.

In summary, this study provides empirical evidence that the application of this external moderators enhances the lower level of accruals-based earnings management in a context of financial distress. These results coincide with studies conducted in other developed countries.

JEL Classification System: G30, M40, M41, M42.

Keywords: Earnings Management; Discretionary Accruals; Financial Distress; Analysts; Big 4; Cross-Listing in US; Developed Markets

Índice Geral

Agradecimentos	i
Resumo	iii
Abstract	v
Índice de Tabelas	ix
Glossário	xi
Capítulo 1 – Introdução	1
Capítulo 2 – Revisão da Literatura.....	5
2.1. Manipulação de Resultados baseados em <i>Accruals</i> e <i>Financial Distress</i>	5
2.2. Relevância de Moderadores Externos	14
2.2.1. Influência da Cobertura dos Analistas	14
2.2.2. Influência das Auditoras Big 4.....	15
2.2.3. Influência de <i>Cross-Listing</i> nos EUA.....	16
Capítulo 3 - Metodologia de Investigação	19
3.1. Dados e Amostra.....	19
3.2. Variável Dependente: Manipulação de Resultados baseados em <i>Accruals</i>	21
3.3. Variáveis Independentes.....	22
3.3.1 <i>Financial Distress</i>	22
3.3.2. Moderadores Externos	23
3.4. Variáveis de Controlo.....	23
3.5. Modelo de Regressão	26
Capítulo 4 – Resultados Empíricos	29
4.1. Estatísticas Descritivas	29
4.2. Análise das Correlações	30
4.3. Resultados do Modelo de Regressão Linear.....	32
4.4 Testes de Robustez.....	37
Capítulo 5 – Conclusão.....	41
5.1. Resultados do Estudo Realizado	41

5.2. Contributos	42
5.3. Limitações do Estudo	43
5.4. Recomendações para Investigação Futura.....	43
Referências Bibliográficas	45

Índice de Tabelas

Tabela 2.1. - Estudos sobre a Relação entre a Manipulação de Resultados e <i>Financial Distress</i> (Países Desenvolvidos e Emergentes)	10
Tabela 3.1. – Distribuição da Amostra por Indústria	19
Tabela 3.2. – Distribuição da Amostra por País	20
Tabela 3.3. – Descrição das Variáveis	26
Tabela 4.1. – Estatísticas Descritivas (n = 19 221)	29
Tabela 4.2. – Análise da Correlação	31
Tabela 4.3. – Resultados da Regressão para a Hipótese 1	33
Tabela 4.4. - Resultados da Regressão para a Hipótese 2	35
Tabela 4.5. - Testes de Robustez	38

Glossário

EM - *Earnings Management*

REM - *Real Earnings Management*

AEM - *Accrual Earnings Management*

Big 4 - Nomenclatura utilizada para se referir às quatro maiores empresas contabilísticas especializadas em auditoria e consultoria do mundo.

PwC - PricewaterhouseCoopers

EY - Ernst & Young

EUA – Estados Unidos da América

Capítulo 1 – Introdução

A manipulação de resultados está arraigada na assimetria de informação. As assimetrias de informação entre os agentes económicos permitem que as empresas apresentem uma posição financeira fictícia para alcançar os seus objetivos pessoais (Nagar & Sen, 2017; Viana et al., 2022). Em conformidade com a teoria de agência, o corpo de gestão é incentivado a defender os próprios interesses em oposição aos interesses dos acionistas, criando uma oportunidade para os gestores manipularem os números (Vitolla et al., 2019). Alguns motivos que levam os gestores a manipular os resultados são o objetivo de alcançar determinados resultados contabilísticos, a mitigação de *financial distress*, o propósito de contornar a legislação ou até mesmo a reação do mercado (Haw et al., 2010; Jacoby et al., 2016).

É possível recorrer a duas técnicas disponíveis para manipular os resultados, como a manipulação de resultados baseado em *accruals* (AEM: *Accruals-based Earnings Management*) e a manipulação de resultados real (REM: *Real Earnings Management*). Dado a intensificação da supervisão de reguladoras os gestores estão a optar pela prática de *real earnings management* (Graham et al., 2005). Sendo que, não é claro se essa constatação é válida em contexto de *financial distress*, que ocorre quando as empresas não cumprem com as suas obrigações financeiras. As empresas com *financial distress* estão mais dispostas a assumir os riscos referentes à prática de *accruals-based earnings management* (Li et al., 2020), dependendo também da gravidade das *financial distress* (termo em inglês para dificuldades financeiras: *Financial Distress*).

Na literatura sobre a manipulação de resultados, alguns estudiosos encontraram uma relação entre manipulação de resultados baseado em *accruals* e *financial distress*. Observa-se um misto de resultados, onde é possível argumentar a existência de uma associação negativa (Gul et al., 2018; Filip & Raffournier, 2014) ou positiva (Bisongo & De Luca, 2015; Demirkan & Platt, 2009; Habib et al., 2013) entre estas duas variáveis. Especificamente no caso de mercados desenvolvidos, é expectável esperar uma associação negativa entre a manipulação de resultados baseado em *accruals* e o nível de *financial distress*, resultado de diversos fatores governamentais, como estabilidade económica e infraestruturas regulatórias eficientes.

Para moderar a relação entre a manipulação de resultados e *financial distress*, existem moderadores eficientes externos às empresas, tais como a cobertura dos analistas, onde um maior monitoramento por parte destes pode impedir práticas de manipulação dos resultados (Paiva et al., 2018), as auditoras Big 4, sendo comprovado na literatura já existente, que os auditores Big 4 estando mais preocupados com a reputação, praticam uma inspeção mais

minuciosa dos resultados contabilísticos (Francis e Wang, 2008) e a *cross-listing* nos EUA (Lang et al., 2003), mercado económico onde os requisitos para entrar na bolsa de valores são mais exigentes e minuciosos, incentivando a empresa a reduzir a prática da manipulação de resultados baseados em *accruals*. Com base nesta discussão, espera-se que a associação negativa entre manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress* seja potencializada por estes moderadores.

Assim, a presente dissertação tem o objetivo principal de investigar a relação entre manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress* e o objetivo específico de investigar o papel que os moderadores (cobertura dos analistas, auditores Big 4 e *cross-listing* nos EUA) têm nesta relação.

A análise empírica baseia-se em uma amostra de 19 221 observações de 28 mercados desenvolvidos, abrangendo um período considerável de 10 anos (2011 a 2021). A metodologia utilizada é a análise dos dados em painel e o modelo de regressão linear múltipla. Para a investigação é utilizado como base o modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) para determinar os *accruals* discricionários, de forma a estimar os resultados para a manipulação dos resultados, e o modelo de Z-score de Altman (1968,2000) para determinar o nível de *financial distress*.

Para a concretização deste estudo foi formulada a seguinte questão de investigação: Em que medida o nível de cobertura dos analistas, as auditoras Big 4 e a *cross-listing* nos EUA atenuam a prática de manipulação dos resultados em empresas com *financial distress*?

O presente estudo contribui para a literatura em alguns aspetos. Primeiramente, fornece evidências empíricas importantes entre países, clarificando a relação entre manipulação de resultados baseado em *accruals* e *financial distress* num cenário internacional de empresas de 28 países desenvolvidos. Assim acrescenta novas informações coerentes e significativas à literatura existente, que se focou, maioritariamente, em análises de um único país. Em segundo lugar, considerando-se um fator diferenciador deste trabalho, acrescentou-se à literatura o papel que os analistas, as auditoras Big 4 e a *cross-listing* nos EUA têm nas economias desenvolvidas como um mecanismo externo de governação corporativa, de forma a atenuar a prática de manipulação dos resultados em empresas que enfrentam *financial distress*. Em termos práticos, este estudo pode fornecer contributos para a resolução de problemas contabilísticos por parte das agências de regulamentação e controlo dos mercados financeiros, implementando os mecanismos adequados, para que haja uma regulamentação adequada e exequível nas organizações, obrigando-as a demonstrarem uma maior transparência contabilística.

A estrutura da dissertação inclui, para além do capítulo da introdução, quatro capítulos adicionais: os capítulos da Revisão da Literatura, Metodologia da Investigação, Resultados Empíricos e Conclusão. No capítulo da Revisão da Literatura, a literatura relevante sobre o tema é apresentada, seguindo-se o capítulo da Metodologia de Investigação, onde se descreve a metodologia e os métodos de investigação utilizados no desenvolvimento da investigação. No capítulo Resultados Empíricos, analisa-se e discute-se os resultados obtidos. Por último, no capítulo da Conclusão, expõe-se as principais conclusões, bem como os contributos e limitações da investigação conduzida.

Capítulo 2 – Revisão da Literatura

2.1. Manipulação de Resultados baseados em *Accruals* e *Financial Distress*

A contabilidade que é transparecida para os *stakeholders*, nem sempre é a situação financeira real da empresa, uma vez que existe assimetria de informação entre os gestores e os *stakeholders*, pois os objetivos financeiros destes para a empresa são distintos. A teoria de agência é uma teoria que se fundamenta na divergência de interesses dos diversos agentes, especificamente, entre acionistas e gestores (Barako et al., 2006; Vitolla et al., 2019). Quanto maior a diferença de objetivos maior será o conflito de interesses e, por sua vez, maior o custo de agência, colocando em risco a criação de valor para as empresas. Os gestores orientam as suas ações para resultados financeiros a curto-prazo, em detrimento do valor da empresa a longo-prazo, enquanto os acionistas focam-se no seu investimento e esperam resultados sustentáveis a longo-prazo, verificando-se assim problemas de agência. Tal situação pode originar uma oportunidade para os gestores adulterarem os números da empresa, quer para superiores quer para inferiores àqueles que a empresa apresentaria sem esta intervenção. Além da teoria de agência, outra que também é importante referir nesta investigação é a teoria de sinalização, que indica que as empresas que utilizam técnicas de manipulação de resultados, fazem-nas principalmente para reduzir a assimetria de informação entre os gestores e os acionistas. Sendo assim, é possível verificar que tais técnicas, não têm capacidade para restringir os resultados económicos futuros (Al-Shattarat et al., 2022).

Na literatura são expostas evidências empíricas de inúmeros incentivos para manipular os resultados, quer seja para o próprio benefício do gestor, ou por diversos outros motivos, como a mitigação do impacto negativo das *financial distress* de uma empresa (Jacoby et al., 2016) e o objetivo de alcançar os resultados contabilísticos alvo. Outros incentivos que podem ainda ser referidos são o propósito de contornar a legislação, bem como o medo de investigações por parte de representantes do governo (Haw et al., 2010). O fator tradicionalmente mais importante é a reação do mercado, uma vez que, a oscilação dos resultados da empresa pode pôr em causa a sua estabilidade financeira, afetando adversamente as ações desta (Agrawal & Chatterjee, 2015). Estes são alguns dos incentivos relacionados a diversos eventos que levam as empresas a incorrer à prática de manipulação dos resultados (EM: *Earnings Management*). Pelo contrário, existe um incentivo cada vez maior para a diminuição dessas práticas de manipulação dos resultados, como a imagem social. Com a importância cada vez maior da responsabilidade social, uma empresa que seja socialmente responsável, está diretamente relacionada a uma

maior preocupação com o desempenho financeiro e com a reputação, induzindo à redução das práticas de *earnings management* praticadas pelos gestores (Kim et al., 2012).

Earnings management tem sido uma questão ativa de debate entre os investigadores da área de contabilidade (Nagar & Sen, 2017), contudo não existe uma definição específica para esta prática. Healy e Wahlen (1999) definem que a manipulação dos resultados ocorre quando os gestores utilizam o seu próprio julgamento para fazer alterações ao relato financeiro, de forma a induzir em erro os interessados no desempenho financeiro da empresa, que terá influência sobre a perspetiva que o mercado tem sobre a mesma. Segundo estes autores, a ação de fazer alterações por parte dos gestores no processo contabilístico da empresa, tem como foco a obtenção de benefícios próprios ou para a empresa. Mais recentemente, Mulford & Comiskey (2005) definem EM como a gestão direcionada para o alcance de determinado objetivo, podendo este representar um benefício para a organização ou a aprovação de previsões dos analistas. Em síntese, a manipulação dos resultados possui um significado vasto e tem sido foco de estudo de inúmeras investigações.

Existe diversas práticas de manipulação dos resultados, sendo executadas dependendo da motivação que o gestor tem para as fazer, como o custo para realizá-las ou a circunstância em que a empresa incorre. As principais técnicas disponibilizadas ao corpo de gestão para manipular os resultados são *Real Earnings Management* (REM) e *Accruals-based Earnings Management* (AEM). A prática de REM é realizada através da modificação dos preços das atividades operacionais da empresa, e a prática de AEM é realizada através da aplicação de distintos métodos contabilísticos. (Campa & Camacho-Miñano, 2015). Sendo *accruals-based earnings management* mais detetável à vista das reguladoras e auditoras, pois os ajustes dos números contabilísticos necessitam ser reportados no relatório financeiro, e adicionalmente mais difícil de manipular (Graham et al., 2005), os gestores estão a alterar para *real earnings management* a sua forma de alterar os resultados. Esta prática é menos suscetível de ser detetável aos olhos dos auditores, uma vez que, as empresas não necessitam de divulgar dados relevantes das atividades realizadas, no relatório financeiro, e por sua vez, é mais fácil de implementar (Gunny, 2010; Li et al., 2020).

Em contexto de *financial distress*, uma empresa muda a sua forma de funcionar, uma vez que os gestores estão numa situação de pressão crítica, afetando a tomada de decisão por parte destes. Uma empresa em *financial distress*, consiste na probabilidade desta, deixar de cumprir com as suas obrigações financeiras (Campbell et al., 2008). Esta situação pode suceder em qualquer fase do ciclo de vida da empresa, e se prolongar-se pode levar à falência. Em empresas cotadas na bolsa, que estejam a passar por *financial distress*, os custos económicos e sociais

são astronômicos, pois os seus valores de mercado diminuem substancialmente, afetando a sua reputação perante o mercado, e por consequente, o valor das suas ações (Charitou et al., 2007; Li et al., 2020). Da mesma forma, tanto os investidores e credores, como os gestores, e respetivos colaboradores, são atingidos pelo fracasso financeiro da empresa, uns porque veem o seu investimento perdido, outros o seu emprego pode estar em risco. Segundo Sundarsanam e Lai (2002), as empresas em *financial distress* devem executar medidas que corrijam a situação em que se encontram. Sendo assim, diante as consequências negativas que tal situação acarreta para a empresa, existe uma grande probabilidade de os gestores recorrerem à manipulação dos resultados para transparecer a imagem de uma empresa saudável e estável financeiramente.

A literatura evidência resultados mistos relativamente ao comportamento dos lucros em empresas em *financial distress*. Alguns estudos verificam que a administração das empresas, que incorrem em tal situação, ajusta os lucros para valores superiores (Charitou et al., 2007; Rosner, 2010), na tentativa de evitar violações de cláusulas de dívida e provável insolvência, preocupando-se com a sua sobrevivência de curto-prazo. Por outro lado, verifica-se a situação contrária em outros estudos, onde a administração ajusta os lucros para valores inferiores, com o objetivo, entre outros, de culpar a administração anterior pela situação financeira, para conseguir condições melhores de renegociação da dívida, pela pressão efetuada pelos auditores ou até mesmo pelos credores (DeAngelo et al., 1994). Quanto ao uso das técnicas de manipulação dos resultados, este está relacionado com o nível de *financial distress* em que a empresa está a incorrer. Campa e Camacho-Miñano (2015) afirmam que, quanto mais elevado o nível de *financial distress* nas empresas, mais os gestores optam por utilizar a prática de *real earnings management* em detrimento da prática de *accruals-based earnings management*. Contudo, ainda assim, empresas com uma saúde financeira bastante frágil, incorrem algumas vezes na prática de *accruals-based earnings management*, pois a empresa em questão não terá recursos suficientes para realizar a prática de *real earnings management*, que envolve alterações nas estratégias e operações de negócios, e por consequente, custos elevados (Zang, 2012).

Alguns estudos que analisam a relação entre a manipulação de resultados (baseado em accruals) e *financial distress* focam-se em empresas de países desenvolvidos (Bisongo & De Luca, 2015; Campa, 2019; Campa & Camacho-Miñano, 2015; Habib et al., 2013; Lara et al., 2009; Nagar & Sen, 2017) e simultaneamente, em análises de um único país, não tendo em conta a importância de um contexto internacional. Outros estudos, também direcionam a sua atenção para países em mercados emergentes, num contexto de análise das variáveis anteriormente referidas (Agrawal & Chatterjee, 2015; Chen et al., 2010; Jacoby et al., 2016; Li, et al., 2020; Saleh & Ahmed, 2005). Maioritariamente, existe uma atenção especial à China,

como mercado emergente. Tal como sucede nos estudos de mercados desenvolvidos, esses estudos focam-se em análises de um único país, como a Malásia, Taiwan, a Índia e a Indonésia, e através deles, podesse verificar um misto de resultados quanto à associação entre manipulação de resultados e *financial distress*. A Tabela 2.1 apresenta estudos sobre a manipulação dos resultados e *financial distress*, tendo em conta o objetivo, a localização geográfica, as teorias referidas, os métodos e as principais conclusões, num âmbito de países desenvolvidos e emergentes.

Em termos gerais, os mercados emergentes são descritos com maiores níveis de volatilidade, maior instabilidade macroeconómica, reguladores de mercado menos rígidos e exigentes e problemas de governação corporativa. Nos estudos analisados na Tabela 2.1, correspondentes a este mercado é possível verificar, maioritariamente, uma relação positiva entre a manipulação de resultados (tanto utilizando a técnica de REM como AEM) e *financial distress*, ou seja, quanto mais elevado o nível de *financial distress* que uma empresa incorre, maior a prática de manipular os resultados.

Comparativamente, os mercados desenvolvidos, em específico neste estudo, o mercado europeu, existe uma maior estabilidade macroeconómica, maior monitoramento por parte dos analistas e auditores e infraestruturas regulatórias eficientes, tornando mais difícil a prática de manipulação dos resultados sem ser detetada. Na análise dos estudos apresentados na Tabela 2.1, os autores que executaram investigações nos países desenvolvidos, principalmente no Reino Unido e nos Estados Unidos da América, puderam verificar que existem resultados divergentes, estabelecendo por vezes uma relação positiva entre a manipulação de resultados e *financial distress*, e por outras, uma relação negativa.

Os resultados dos estudos são díspares, não existindo um consenso quanto à relação entre a manipulação de resultados e *financial distress*, sendo possível argumentar a existência de uma relação positiva ou negativa entre estas duas variáveis. Enquanto uns autores afirmam que empresas em *financial distress* manipulam mais os resultados do que empresas saudáveis, por meio da redução do lucro, estabelecendo uma relação positiva entre estas variáveis (Bisongo & De Luca, 2015; Demirkan & Platt, 2009; Habib et al., 2013; Jacoby et al., 2016), outros afirmam que a relação entre estas variáveis é negativa, ou seja, quanto mais *financial distress* a empresa tenha, menos irá recorrer à manipulação de resultados (Sayidah et al., 2020; Gul et al., 2018; Filip & Raffournier, 2014).

No estudo de Gul et al. (2018), após a análise de uma amostra composta por empresas dos EUA, foi possível concluir que empresas em *financial distress* apresentam uma maior qualidade dos resultados. Por outras palavras, um nível elevado de *financial distress* está associado a um

nível menor de manipulação de resultados. Resultados semelhantes foram encontrados por Filip & Raffournier (2014), que após a análise de empresas de 16 países europeus, verificaram um menor nível de manipulação de resultados em contexto de *financial distress*.

Por esta divergência de opiniões é que tem relevância estudar a relação entre a manipulação de resultados e *financial distress*, avaliando também o contexto económico do mercado em que está inserida a empresa, uma vez que a prática da manipulação de resultados em contexto de empresas com *financial distress*, pode também variar consoante o mercado/país em que a empresa está inserida.

Tendo por base os estudos referidos na tabela 2.1, este estudo vem adicionar à literatura novas informações e dados, e por consequente, contribuir para a literatura contabilística ao demonstrar evidências empíricas internacionais, num conjunto de países inseridos num mercado desenvolvido. O estudo irá incidir em países desenvolvidos, uma vez que os estudos realizados em mercados desenvolvidos incidem, maioritariamente, sobre os mesmos países (Reino Unido, Estados Unidos da América, Austrália, Espanha, Nova Zelândia, entre outros), procurando obter evidências empíricas de outros países desenvolvidos que ainda não foram investigados. Adicionalmente, contribui através de uma análise do efeito de moderadores externos às empresas, como o papel do número de analistas presentes numa empresa, das auditoras Big 4 e o facto de ser *cross-listed* nos EUA, na associação entre a manipulação dos resultados e *financial distress*. Proporcionando assim um interessante debate sobre as estratégias de manipulação dos resultados adotadas por empresas em *financial distress* no mercado desenvolvido e qual o papel dos moderadores externos neste contexto.

Tendo por base os argumentos expostos, testamos a seguinte hipótese:

H1: O nível de *financial distress* está negativamente associado à manipulação de resultados baseado em *accruals*.

Por outras palavras, será testada a hipótese de que quanto maior for o nível de *financial distress* em que uma empresa incorre, menor será a prática de manipulação dos resultados baseado em *accruals*.

Tabela 2.1 – Estudos sobre a Relação entre a Manipulação de Resultados e *Financial Distress* (Países Desenvolvidos e Emergentes)

Autor(es)	Objetivos	Localização Geográfica	Teorias	Métodos e Quadro Temporal	Resultados Principais
Painel A: Países Desenvolvidos					
Charitou et al. (2007)	Examina o comportamento dos gestores em relação aos lucros durante o período de <i>financial distress</i> , analisando os <i>accruals</i> anormais antes do ano de declaração de falência.	Estados Unidos da América	—	<i>Archival</i> 1986-2004	Os resultados demonstram que os gestores de empresas em situação de grandes <i>financial distress</i> , manipulam os lucros de forma descendente, antes da declaração de falência.
Lara et al. (2009)	Analisa a qualidade dos resultados em empresas falidas <i>ex-post</i> .	Reino Unido	Teoria da Agência	<i>Archival</i> 1998-2004	Verifica-se que as empresas falidas manipulam os resultados de forma ascendente, nos quatro anos anteriores à falência.
Demirkan & Platt (2009)	Investigar em que medida os governos afetam as decisões dos gestores quanto à utilização de <i>accruals</i> discricionários.	Reino Unido	<i>Contracting Theory</i>	<i>Archival</i> 2001-2003	As empresas menos saudáveis financeiramente têm uma relação mais fraca com os <i>accruals</i> discricionários.
Rosner (2010)	Examinar a probabilidade da ocorrência da manipulação dos resultados, aumentando os ganhos, em contexto de empresas que estão em situação de falência e não o estão.	Estados Unidos da América	—	<i>Archival</i> 1985-1997	Os resultados indicam que, à medida que as empresas, que não aparentam <i>financial distress</i> , aproximam-se da falência, as suas demonstrações financeiras refletem níveis mais elevados de <i>accruals</i> discricionários.
Jones (2011)	Avaliar os méritos da capitalização dos ativos intangíveis numa perspetiva de risco de falência e de incumprimento.	Austrália	—	<i>Archival</i> 1989-2004	Verifica-se que a propensão dos gestores para capitalizar ativos intangíveis tem uma forte associação estatística com <i>proxies</i> da manipulação dos resultados, particularmente em empresas falidas.
Zang (2012)	Examinar se o corpo de gestão utiliza <i>real earnings management</i> e <i>accruals-based</i>	Reino Unido	—	<i>Archival</i> 1987-2008	Os resultados indicam uma relação de substituição direta entre <i>real earnings management</i> e <i>accruals-based earnings management</i> .

	<i>earnings management</i> como substituídos para manipular os resultados.				
Fung & Goodwin (2013)	Examinar se a prática de <i>accruals-based earnings management</i> é menor em empresas com capacidade de crédito e com mais dívidas de curto prazo.	Reino Unido	<i>Financial Distress Theory</i> ; Teoria do Monitoramento	<i>Archival</i> 2003-2006	<i>Financial distress</i> está associado positivamente com a manipulação dos resultados baseado em <i>accruals</i> .
Habib et al. (2013)	Examinar empiricamente as práticas de manipulação dos resultados em contexto de <i>financial distress</i> e se essas práticas se alteraram durante uma crise financeira.	Nova Zelândia	<i>Contracting Theory</i>	<i>Archival</i> 2000-2011	Os gestores de empresas em <i>financial distress</i> envolvem-se mais em práticas de manipulação dos resultados, que reduzem os rendimentos, do que os de empresas saudáveis.
Campa & Camacho Miñano (2014)	Analisar se as empresas espanholas falidas, não cotadas em bolsa, são mais propensas a manipular os resultados, comparativamente com as não falidas.	Espanha	—	<i>Archival</i> 2007-2010	Empresas falidas manipulam mais os resultados de forma ascendente do que empresas saudáveis e conseguem-no recorrendo tanto a REM como a AEM.
Campa & Camacho Miñano (2015)	Investigar se a pressão causada pelo nível não temporário das <i>financial distress</i> , condiciona a escolha entre REM ou AEM.	Espanha	—	<i>Archival</i> 2007-2010	As empresas com níveis mais elevados de <i>financial distress</i> mostram sinais mais extensos de manipulação dos resultados de forma ascendente através de REM ao invés de AEM.
Nagar & Sen (2017)	Examinar se as empresas em <i>financial distress</i> manipulam o rendimento operacional através da classificação incorreta das despesas operacionais (técnica de manipulação dos resultados)	Estados Unidos da América	—	<i>Archival</i> 1989-2010	O corpo de gestão das empresas em <i>financial distress</i> são mais propensos a manipular os resultados de forma ascendente do que as empresas saudáveis.
Gul et al. (2018)	Examinar se a relação entre a capacidade de gestão e os honorários de auditoria depende das <i>financial distress</i> (Análise adicional da relação entre AEM e <i>financial distress</i>)	Estados Unidos da América	Teoria da Agência	<i>Archival</i> 2000-2012	Os resultados sugerem uma associação negativa entre <i>financial distress</i> e AEM.
Habib et al. (2020)	Sintetizar a literatura empírica sobre os fatores determinantes e as consequências das <i>financial distress</i> , criticar os resultados e apresentar sugestões para investigação futura.	—	<i>Tournament Theory</i> ; <i>The Option Pricing Theory</i>	<i>Field Study</i>	A qualidade da informação financeira das empresas em <i>financial distress</i> é inferior à das empresas que não estão em dificuldades, adotando várias técnicas de manipulação dos resultados.

Painel B: Países Emergentes

Saleh & Ahmed (2005)	Este estudo examina os <i>accruals</i> discricionários em empresas em <i>financial distress</i> que procederam à renegociação de contratos de dívida.	Malásia	—	<i>Archival</i> 1994-2000	Os resultados demonstram que as empresas em <i>financial distress</i> manipulam os rendimentos no sentido descendente.
Chen et al. (2010)	Analisar o comportamento das empresas em <i>financial distress</i> , quanto à manipulação dos resultados	China	—	<i>Archival</i> 2002-2006	No ano em que as empresas começam a registar prejuízos, as empresas dos setores menos regulamentados são mais suscetíveis de praticar a manipulação dos resultados, do que as dos setores altamente regulamentados.
Chou et al. (2012)	Analisar a relação entre a transparência de informação das empresas e o nível de <i>financial distress</i> .	Taiwan	—	<i>Archival</i> 2005-2010	Os resultados indicam que o nível de divulgação de informações está significativamente relacionado com as <i>financial distress</i> .
Selahudin et al. (2014)	Examinar as relações entre a manipulação dos resultados e a alavancagem, as <i>financial distress</i> e o fluxo de caixa.	Malásia e Tailândia	—	<i>Archival</i> 2010-2012	Revela-se uma associação positiva entre a <i>dummy</i> de <i>financial distress</i> e as medidas de manipulação dos resultados.
Agrawal & Chatterjee (2015)	Examinar empiricamente a relação entre <i>financial distress</i> e manipulação dos resultados, em empresas indianas.	Índia	<i>Contracting Theory</i>	<i>Archival</i> 2009-2014	O estudo conclui que as empresas com um nível mais baixo de <i>financial distress</i> estão envolvidas num nível mais elevado de <i>earnings management</i> .
Hassanpour & Ardakani (2017)	Investigar o efeito das <i>financial distress</i> na escolha das técnicas de manipulação dos resultados das empresas cotadas na bolsa de valores de Teerão.	Irão	Teoria oportunista de <i>earnings management</i>	<i>Archival</i> 2010-2014	Os resultados mostram que existia uma relação significativamente positiva entre <i>financial distress</i> antes da falência e AEM, bem como REM.
Shayan-Nia et al. (2017)	Investiga a manipulação dos rendimentos, por parte de empresas cotadas na Malásia, antes de serem oficialmente designadas como “ <i>financially distressed</i> ”.	Malásia	—	<i>Archival</i> 2001-2011	Os resultados sugerem que o nível de REM não está associado à <i>ownership structure</i> .
Humeedat (2018)	Examinar o papel da manipulação dos resultados para evitar <i>financial distress</i> melhorar a performance financeira.	Jordânia	—	<i>Archival</i> 2011-2016	A manipulação dos resultados não é afetada pelo índice Z-score de Altman, mas tem uma relação positiva com o rácio dívida/capital próprio.

Malik et al. (2019)	Examinar a relação entre <i>financial distress</i> e as diferentes práticas de manipulação dos resultados.	Paquistão	—	Archival 2010-2015	Os bancos utilizam <i>accruals</i> não discricionários e discricionários para manipular os resultados em contexto de <i>financial distress</i> .
Cui et al. (2020)	Investigar o impacto da <i>economic policy uncertainty</i> (EPU) na prática da manipulação dos resultados em empresas chinesas.	China	—	Archival 2007-2018	Os resultados demonstram uma relação significativamente positiva entre a exposição à EPU e a manipulação dos resultados das empresas.
Khalid et al. (2020)	Analisar a relação entre <i>financial distress</i> e a manipulação dos resultados	Paquistão	Teoria da Agência; <i>The Iron Law of Earnings Management</i>	Archival 2004-2017	Existe uma relação positiva entre a manipulação dos resultados e <i>financial distress</i> , sendo esta relação moderada negativamente pela <i>ownership structure</i> .
Li et al. (2020)	Examinar a relação entre <i>financial distress</i> e a escolha dos métodos de manipulação dos resultados; e como é que a qualidade do controlo interno modera essa relação.	China	—	Archival 2007-2015	Nas empresas em <i>financial distress</i> existe uma maior tendência para praticar AEM e uma tendência menor para praticar REM.
Sayidah et al. (2020)	Analisar o efeito da manipulação dos resultados, da produtividade das empresas e dos subsídios do Estado nas <i>financial distress</i> das empresas públicas.	Indonésia	Teoria da Sinalização	Archival 2015-2017	A manipulação dos resultados baseado em <i>accruals</i> não tem qualquer efeito sobre as <i>financial distress</i> .
Choi et al. (2021)	Testar de que forma a responsabilidade social das empresas pode afetar o impacto das dificuldades financeiras das empresas que manipulam os resultados.	Coreia	<i>Stakeholder Theory</i>	Archival 2009-2017	<i>Financial distress</i> aumentou a prática de manipulação dos resultados, confirmando-se que a responsabilidade social das empresas enfraqueceu o efeito positivo desta relação.
Chhillar & Lellapalli (2022)	Investigar como é que a manipulação dos resultados e a estrutura do capital podem sinalizar a situação difícil das empresas, em fase inicial.	Bombaim - Índia	Teoria de Agência; <i>The Life Cycle Theory</i> ; <i>Trade-Off Theory</i>	Archival 2008-2013	Os resultados do estudo indicam que a qualidade dos <i>accruals</i> discricionários pode prever a fase inicial das <i>financial distress</i> , numa fase de declínio do ciclo de vida da empresa.
Viana et al. (2022)	Examinar a associação entre <i>financial distress</i> e <i>accruals-based earnings management</i> nos mercados emergentes e o papel que os auditores desempenham nessa associação.	20 países emergentes	Teoria da Agência	Archival 1999-2018	As empresas que enfrentam maiores níveis de <i>financial distress</i> manipulam os resultados baseados em <i>accruals</i> , sendo essa prática menor nas empresas auditadas pelas auditoras Big 4.

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

2.2. Relevância de Moderadores Externos

Sendo a prática de manipulação dos resultados recorrente nas empresas, existe um debate sobre quais os mecanismos de governação externos eficazes para garantir a qualidade e a veracidade dos relatórios financeiros, ou seja, que atenuem a manipulação dos resultados em empresas com *financial distress*. Pesquisas anteriores mostram evidências coerentes de uma relação negativa entre mecanismos de governação externa e manipulação dos resultados baseados em *accruals* (Leuz et al., 2003; Burgstahler et al., 2006; Duong et al., 2022), tendo um efeito mais acentuado em contexto de *financial distress*. Segundo Burgstahler et al., 2006, as pressões efetuadas pelo mercado de capitais e por determinados fatores externos de governação, demonstrando assim um sistema jurídico mais forte, estão associados a um nível menor de manipulação de resultados baseados em *accruals* em empresas com *financial distress*.

2.2.1. Influência da Cobertura dos Analistas

Um mecanismo externo para atenuar a manipulação dos resultados em contexto de *financial distress* é o nível de cobertura dos analistas presentes nas empresas. “Os analistas são vistos como um mecanismo de governação corporativa” (Jensen e Meckling, 1976, como citado em Paiva et al., 2018). Estes têm um papel fundamental na descoberta das irregularidades financeiras, sendo considerados por Dyck et al. (2010) mais eficientes do que os auditores, na descoberta dessas mesmas irregularidades. Os analistas interagem como mediadores de informação nos mercados de capitais (Hienz, 2019), sendo o foco deles prever o horizonte da empresa, desenvolver relatórios e avaliar os investimentos da mesma.

Os analistas procuram tornar a empresa “transparente”, de forma que todos os interessados na performance financeira da empresa, tenham acesso a informação verídica e coerente, diminuindo assim os problemas de agência, ocorridos principalmente entre os gestores e os acionistas. Constantemente os analistas investigam as empresas, procurando analisar continuamente o comportamento do conselho de administração e as anomalias que possam existir nos relatórios financeiros. Este nível de controlo normalmente não é conferido a outros elementos da organização, como os membros do conselho de administração.

Por um lado, a monitorização por parte dos analistas costuma ser responsabilizada por criar uma pressão sobre os gestores para que tenham um bom desempenho, levando assim à manipulação dos resultados baseados em *accruals*, uma vez que estes procuram atender às previsões efetuadas pelos analistas para não sofrerem quedas abruptas relativamente ao mercado de capitais (Degeorge et al., 1999). Por isso, o papel dos analistas tem sido contestado atualmente por promoverem a manipulação dos resultados baseados em *accruals*, ao delinear

metas improváveis de ser alcançadas pelo corpo de gestão. Por outro lado, existe evidências empíricas que demonstram que um controlo rígido por parte dos analistas melhora a qualidade dos relatórios financeiros, sendo mais eficaz se estes forem independentes ou externos à empresa (Huang et al., 2022). Degeorge et al. (2013), utilizando uma amostra de 21 países, descobriu que em países com sistemas financeiros desenvolvidos, o aumento da cobertura de analistas (ou seja, o aumento do número de analistas) atenua mais a manipulação dos resultados baseados em *accruals*, comparativamente com países de sistemas financeiros menos desenvolvidos. Sendo assim, num cenário onde existe um elevado número de analistas, e posterior, monitoramento à prática de manipular os resultados, espera-se que as empresas sejam menos motivadas a manipular os seus resultados. Um dos motivos para tal acontecimento é o facto da inspeção por parte dos analistas auxiliar na diminuição da assimetria de informação entre os agentes internos e externos da empresa, atenuando os problemas de agência que possam existir nas empresas.

2.2.2. Influência das Auditoras Big 4

O facto de uma empresa ser auditada ou não por uma das 4 grandes empresas de auditoria (Big 4) – PwC, Deloitte, KPMG e EY – pode também ser um importante moderador na associação entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress* (Chowdhury & Eliwa, 2021). A literatura existente mostra evidências de que, as auditoras pertencentes às Big 4 fornecem auditorias de melhor qualidade do que outras empresas de auditoria (Kim et al., 2003). As empresas pertencentes às Big 4 têm uma reputação e imagem a nível global que gostariam de manter, colocando-as mais em risco do que as restantes empresas de auditoria não Big 4, que não têm de proteger uma reputação internacional, caso venha-se a descobrir manipulações nos relatórios financeiros. Por este mesmo motivo, as auditoras Big 4 são mais propensas a fornecer relatórios financeiros que apresentem com precisão e veracidade a real situação da empresa, optando por não adotar uma contabilidade agressiva, nem práticas de manipulação dos resultados (Mulchandani & Mulchandani, 2022). Ao expor toda a informação contabilística com precisão, a assimetria de informação entre os gestores e os acionistas reduz, excluindo assim comportamentos oportunistas por parte dos gestores que ponham em risco a criação de valor para as empresas. Tal situação simboliza uma redução dos problemas de agência, devido à fiscalização e inspeção realizada pelas auditoras Big 4.

Nagar et al. (2021) argumentam que as Big 4, devido às suas operações globais, têm mais incentivos para manter uma reputação forte e estável globalmente, do que os auditores não Big 4, evitando assim a manipulação dos resultados. Em contexto de *financial distress*, a mesma

conclusão pode ser tirada, em que as Big 4, sendo empresas maiores, com maior experiência e melhores métodos de auditoria, mais facilmente lidam com questões como *financial distress*, em contraste com empresas não Big 4 (Blokdjik et al., 2006, como citado em Kyriakou, 2020). No mesmo sentido, Viana et al. (2022) após a análise a um conjunto de mercados emergentes verificou que a associação positiva entre manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress* é menor para empresas auditadas por uma empresa de auditoria Big 4 comparativamente a empresas auditadas por auditores não Big 4. Portanto, considerando que as auditoras Big 4 parecem restringir comportamentos oportunistas do corpo de gestão, esperamos que a associação entre *financial distress* e a manipulação dos resultados baseados em *accruals* seja mais fraca quando empresas de mercados desenvolvidos são auditadas por Big 4.

Uma observação importante a fazer é que, sendo aos países desenvolvidos impostas regulamentações e normas mais rígidas e meticulosas quanto à informação contabilística da organização, a fiscalização por parte de uma auditora Big 4 poderá não ter os efeitos esperados de restrição da manipulação dos resultados, pois estas já não o faziam, ou se o faziam não era em grandes dimensões, por ter uma regulamentação bastante elevada. O mesmo resultado não se pode dizer de países pertencentes a mercados emergentes, onde as normas e regulamentações são mais flexíveis, dando asas a que as empresas manipulem mais os seus resultados, fazendo com que as Big 4 tenham um papel fundamental na detenção de irregularidades contabilísticas.

2.2.3. Influência de *Cross-Listing* nos EUA

Em cenários económicos cada vez mais competitivos e globalizados, a forma mais vantajosa de aproveitar os mercados mais aliciantes e gerar o máximo de liquidez é as empresas adotarem a *cross-listing*, ou seja, cotarem as suas ações em uma ou mais bolsas de valores estrangeiras, além de na bolsa de valores do seu país de origem. Para uma empresa estar em *cross-listing* necessita de cumprir com determinados requisitos da bolsa de valores estrangeira, na qual está cotada as suas ações, o que segundo Lin et al. (2013), tais regras de cotação e governação podem arregimentar a administração, incentivando-a a reduzir a prática de manipular os resultados, melhorando a qualidade dos relatórios financeiros.

A literatura relativamente à *cross-listing* evidencia que a concordância com as normas contabilísticas depende do contexto legal e institucional do país de origem das empresas *cross-listed*, afetando posteriormente a qualidade dos relatórios financeiros das empresas, ou seja, levando ou não, à manipulação dos resultados baseados em *accruals*. Sendo assim, o país de origem da empresa tem um papel importante na associação entre os incentivos para manipular os resultados e o lucro declarado pelas empresas em *cross-listing*, uma vez que, em um país

onde o regime legal e regulamentar é mais fraco, demonstra-se maiores níveis de manipulação de resultados baseados em *accruals* do que em países onde o regime legal e regulamentar é mais rígido.

Analisando o mercado dos EUA, comparando uma amostra de empresas de *cross-listing* e outra amostra semelhante de empresas que só têm as ações cotadas na bolsa de valores do país de origem, Lang et al. (2003) demonstram evidências empíricas de que empresas em *cross-listing* manipulam menos os resultados baseados em *accruals*, transparecendo a imagem mais fidedigna de uma empresa, em termos financeiros. Segundo estes mesmos autores, tal situação deve-se principalmente aos requisitos de relatórios mais rigorosos impostos pelo mercado dos EUA para uma empresa que ambiciona ter as suas ações cotadas na bolsa de valores dos EUA, contrastando com os requisitos mais benevolentes da bolsa de valor “doméstica”. Em contraste, Eng & Lin (2012), como citado em Beckmann et al. (2019), não evidenciam nenhuma diferença significativa quanto ao nível da manipulação dos resultados em empresas em *cross-listing* ou empresas que não estejam em *cross-listing*.

Verificando-se que os mecanismos externos analisados (cobertura de analistas – número de analistas, auditores Big 4 e adoção da *cross-listing* nos EUA) restringem as táticas oportunistas de manipular os resultados, espera-se que a associação negativa entre *financial distress* e a manipulação dos resultados baseados em *accruals* seja potencializada por estes mecanismos. Estes argumentos permitem propor como hipótese:

H2: A associação negativa entre o nível de *financial distress* e a manipulação dos resultados baseado em *accruals* é potencializada por moderadores externos à empresa.

Capítulo 3 - Metodologia de Investigação

3.1. Dados e Amostra

As hipóteses apresentadas na secção anterior são testadas numa amostra que inicialmente inclui todas as empresas cotadas, exceto as do sector bancário e do setor de seguros, a operar em 27 países europeus, membros da União Europeia, incluindo-se ainda o Reino Unido dada a sua relevância económica no contexto macroeconómico europeu. Os dados utilizados foram retirados da base de dados Datastream da Thomson Reuters. A análise cobre um período de 10 anos (de 2011 a 2021), representando os anos mais antigos e mais recentes disponíveis na base de dados na altura da recolha dos dados.

Considerou-se como dispensáveis os valores desconhecidos para todas as variáveis utilizadas neste estudo, com a preocupação em assegurar a coerência temporal da informação financeira existente ao longo do período em estudo. Procedeu-se à exclusão das empresas que não compreendiam informação disponível para alguma variável e algum ano de estudo essencial ao cálculo do modelo. Considerando todo o processo de seleção da amostra, a amostra final consistiu em 19 221 observações de 28 países europeus. Acrescentar ainda, que os dados foram tratados em painel, tal como em estudos anteriores que investigaram múltiplos contextos em simultâneo.

Tabela 3.1 – Distribuição da Amostra por Indústria

Classificação das Indústrias (SIC 2 dígitos)	Freq.	Percent. (%)	Cum.
Agricultura, Silvicultura, Pesca	217	1.13	1.13
Exploração Mineira	853	4.44	5.57
Construção	792	4.12	9.69
Manufaturação	7 999	41.62	51.3
Transportes e Serviços Públicos	2 158	11.23	62.53
Comércio Grossista	568	2.96	65.49
Comércio Retalhista	1 271	6.61	72.1
Serviços	5 363	27.9	100
Total	19 221	100.00	-

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

A Tabela 3.1 apresenta a distribuição das empresas por indústria. Quando todas as empresas são consideradas em conjunto, a indústria mais dominante com uma representatividade de 41.62% é a indústria da manufaturação, seguida da indústria dos serviços que compreende 27.9% do total de observações. Contrariamente, a indústria com menor representatividade no

total da amostra é a indústria das atividades primárias (agricultura, silvicultura e pesca) com 1.13%, isso pode ser explicado pelo facto de haver um número muito reduzido de empresas deste setor cotadas na bolsa.

Tabela 3.2 – Distribuição da Amostra por País

País	N	Percent. (%)	Cum.
Alemanha	2 464	12.82	37.88
Áustria	246	1.28	1.28
Bélgica	477	2.48	3.76
Bulgária	75	0.39	4.15
Chipre	10	0.05	4.63
Croácia	81	0.42	4.57
Dinamarca	408	2.12	6.98
Espanha	673	3.5	59.09
Eslováquia	3	0.02	55.35
Eslovénia	47	0.24	55.59
Estónia	66	0.34	7.33
Finlândia	746	3.88	11.21
França	2 662	13.85	25.06
Grécia	199	1.04	38.91
Hungria	53	0.28	39.19
Irlanda	196	1.02	40.21
Itália	1 108	5.76	45.97
Letónia	14	0.07	46.04
Lituânia	26	0.14	46.18
Luxemburgo	47	0.24	46.42
Malta	5	0.03	46.45
Países Baixos	529	2.75	49.20
Polónia	924	4.81	54.01
Portugal	180	0.94	54.95
Reino Unido	5 980	31.11	100
Répubblica Checa	45	0.23	4.86
Roménia	74	0.38	55.33
Suécia	1 883	9.8	68.89
Total	19 221	100.00	-

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

A Tabela 3.2 apresenta a distribuição da amostra final por país, demonstrando que existe um conjunto de países que têm pouca representatividade amostral, como o Chipre, a República Checa, a Letónia, a Malta, a Eslováquia, o Luxemburgo, a Lituânia e a Eslovénia, que num todo representam apenas 197 observações (1.02% das observações totais). Em contrapartida, o Reino Unido, a França, a Alemanha e a Suécia são os países mais representativos na amostra, com um peso de 31.11%, 13.85%, 12.82% e 9.8% na amostra final, respetivamente.

3.2. Variável Dependente: Manipulação de Resultados baseados em *Accruals*

A variável dependente do estudo consiste no nível de manipulação dos resultados. O modo como este é medido não é consensual na literatura, mas a proxy utilizada neste estudo é o montante de *accruals* discricionários, o mais comum entre os autores devido à sua capacidade para apreender a qualidade da informação contabilística de forma universal (Choi et al., 2010).

Os *accruals* são ajustamentos contabilísticos realizados pelos gestores, correspondente a despesas e vendas realizadas em determinado ano, para as quais os pagamentos ou recebimentos não foram efetuados no mesmo ano (Healy, 1985). Os *accruals* discricionários são operações que não são explicadas pela atividade real da empresa, sendo frequentemente vistas como práticas de manipulação dos resultados por parte dos gestores, enquanto os *accruals* não discricionários são explicados pela atividade real da empresa.

O modelo de Jones foi um dos estudos mais bem aceites na literatura, desenvolvendo um modelo para o cálculo dos *accruals* discricionários, sendo bastante utilizado para calcular o nível de manipulação dos resultados. No entanto, este modelo contém algumas limitações, sendo uma delas o facto de não considerar as vendas como alvo de manipulação de resultados, e por isso desenvolveu-se o modelo de Jones modificado, onde se considera que as contas a receber são discricionárias (Dechow et al., 1995).

Posto isto, obteve-se especificamente os *accruals* discricionários estimando o modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) e, adicionalmente, realizou-se uma análise de robustez dos dados, utilizando dois modelos alternativos de *accruals* discricionários, o estimado de acordo com Kothari et al. (2005) – detetou a falta de uma variável para controlar o efeito da performance das empresas, acrescentando assim, a variação do ROA (Retorno dos Ativos) - e o estimado por Chen et al. (2018), cujo nome é *two-step procedure*.

O modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) pode ser representado pela seguinte equação:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\Delta Ren - \Delta Rec)_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$TA_{i,t}$ = Total de *accruals* de uma determinada empresa i , no ano t

$A_{i,t-1}$ = Total de ativos de uma determinada empresa i , no ano $t-1$

$\Delta Ren_{i,t}$ = Variação do volume de negócios de uma determinada empresa i , no ano t face ao ano anterior ($t-1$)

$\Delta Rec_{i,t}$ = Variação das contas a receber de uma determinada empresa i , no ano t face ao ano anterior ($t-1$)

$AFT_{i,t}$ = Total do ativo fixo tangível de uma determinada empresa i , no ano t

Outros estudos, que tiveram por base o tema que se está a investigar, utilizaram o mesmo modelo para analisar a manipulação dos resultados (Campa, 2019; Kyriakou, 2020; Li et al., 2020).

Tendo por base estudos anteriores, os *accruals* discricionários são mensurados pelo módulo e não pelo valor absoluto, sendo que, na análise da manipulação dos resultados, o propósito é averiguar a sua existência, não tendo importância o seu sinal (Davidson et al., 2005). Deste modo, quanto mais elevado for o valor dos *accruals* discricionários, maior é o nível de manipulação dos resultados.

3.3. Variáveis Independentes

3.3.1 *Financial Distress*

Embora exista muitas medidas de *financial distress*, não existe uma medida que seja globalmente aprovada (Bugeja, 2013), sendo que o conceito de *distress* tem sido desigual e arbitrário na literatura antecedente. Desde o primeiro método de cálculo de *financial distress* desenvolvido por Beaver (1966), outros métodos foram implementados (Altman, 1968; Altman, 1993; Fich e Slezak, 2008). Literatura prévia utiliza o Z-score definido por Altman (1968), que regularmente é considerado como a medida de *financial distress* mais utilizada. Na sequência de pesquisas anteriores, neste estudo foi utilizado uma versão modificada do modelo do Z-score de Altman (1968,2000) para representar a presença de *financial distress* numa empresa:

$$DISTRESS_{i,t} = 0.3X_1 + 1.0X_2 + 1.4X_3 + 1.2X_4 + 0.6X_5 \quad (2)$$

Onde:

$DISTRESS_{i,t}$ mede o nível de *financial distress*

X_1 = rácio entre os lucros líquidos e o ativo total

X_2 = rácio entre as vendas e o ativo total

X_3 = rácio entre os lucros retidos e o ativo total

X_4 = rácio entre o working capital e o ativo total

X_5 = rácio entre o valor de mercado do capital próprio e o passivo total

Valores mais elevados de DISTRESS indicam uma condição financeira saudável da empresa. Com o objetivo de facilitar a interpretação dos resultados, multiplicou-se a variável DISTRESS por menos um. Assim, valores mais elevados da variável DISTRESS após o ajustamento significam valores mais elevados de *financial distress*.

Adicionalmente realizou-se uma análise de robustez dos dados, utilizando um modelo alternativo de estimação de *financial distress*: *Interest Coverage Ratio* multiplicado por menos um.

3.3.2. Moderadores Externos

Para explorar se as diferenças no nível de manipulação de resultados baseados em *accruals* entre empresas com determinado nível de *financial distress* dependem do nível de cobertura do analista, utilizou-se a variável ANALISTAS, medida através do número de analistas que acompanham a empresa.

Da mesma forma, para avaliar se as diferenças na relação entre estas duas variáveis dependem do facto de ser auditada por uma auditora Big 4 ou não Big 4, usou-se a variável *dummy* BIG4, onde esta assume 1 se a demonstração financeira de determinada empresa for auditada por uma empresa de auditoria Big 4, e 0 caso contrário. A escolha da auditora é uma das variáveis mais bem aceites e utilizada para avaliar a relação entre a manipulação dos resultados e *financial distress* (Chowdhury & Eliwa, 2021; Houqe et al., 2017; Nagar et al., 2021; Viana et al, 2022).

No mesmo sentido, adicionalmente, para avaliar se as diferenças no nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals* entre empresas com determinado nível de *financial distress* dependem do facto de terem *cross-listing* nos EUA, utilizou-se a variável *dummy* CROSS, onde esta assume 1 se a empresa estiver cotada em qualquer bolsa de valores dos EUA, e 0 caso contrário. Esta variável já tinha sido analisada em outros estudos sobre este tema (Beckmann et al., 2019; Kamarudin et al., 2020; Palacios-Manzana et al., 2019).

3.4. Variáveis de Controlo

Tal como nos estudos anteriores sobre esta temática, foi selecionado um conjunto de variáveis de controlo que podem afetar o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals*.

Os gerentes de empresas de grande dimensão tendem a reconhecer que o custo de fornecer informações aos *stakeholders* externos é diminuto, pois acredita-se que o custo de conciliar e divulgar informações financeiras detalhadas seja maior para empresas de pequena dimensão, uma vez que, empresas de maior dimensão já recolhem essas mesmas informações para os agentes internos à empresa (Verrecchia, 1983). Tendo as grandes empresas a atenção especial dos *stakeholders* que dependem do bom funcionamento destas, é mais complexo para estas esconderem a prática de manipular os resultados. Por este motivo é que o custo de se envolver na manipulação dos resultados baseados em *accruals* é maior para empresas de grande dimensão, sendo assim, menos propensas a manipular os resultados (Gong et al., 2012). Esta variável (SIZE) é medida através do logaritmo natural da capitalização de mercado do período, em dólares americanos.

ROA é uma medida utilizada para analisar o retorno originado pelos ativos totais de uma empresa. Uma empresa onde exista um nível elevado de lucratividade, representa uma oportunidade de investimento, onde se obterá retorno financeiro e, portanto, a empresa tem incentivo para fornecer informação contabilística de qualidade, optando por não pôr em prática a manipulação dos resultados baseados em *accruals*. Segundo Kothari et al. (2005), um bom desempenho financeiro reduz o estímulo à manipulação de resultados. Esta variável (ROA) é medida através do rácio entre o resultado líquido e o total de capital próprio, do período.

A relação entre o endividamento e manipulação dos resultados normalmente é equívoca. Empresas com elevado nível de endividamento podem estar sujeitas a diversos incentivos (melhores condições de financiamento, reduzir os riscos financeiros ou relacionamento estável com os credores) para se envolverem na manipulação dos resultados, com o objetivo de manipular as perceções dos financiadores externos de capital (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2016). O impacto negativo que o elevado nível de endividamento tem demonstrado nos mercados financeiros (Penman et al., 2007), potencializa a que uma empresa apresente uma imagem melhorada para os acionistas existentes e os futuros. Esta variável (LEVERAGE) é medida através do rácio entre o passivo não corrente e o total de ativos, do período.

As variáveis DISSUE e EISSUE são incluídas no modelo para controlar a emissão de dívida e ações, respetivamente. Em outros estudos sobre a manipulação dos resultados e *financial distress*, ambas as variáveis são utilizadas como variáveis de controlo (Campa, 2019; Campa & Camacho-Miñano, 2015; Viana et al., 2022). A variável DISSUE é medida pela variação do passivo corrente entre t-1 e t. E a variável EISSUE é medida pela variação anual da emissão de novas ações entre o ano t-1 e t.

Para uma empresa que tenha lucros negativos é aliciante para o corpo de gestão manipular os resultados baseados em *accruals* de forma a atenuar o impacto das perdas. Empresas em contexto de *financial distress*, ou seja, que enfrentam restrições financeiras, têm tendência para ajustar os seus lucros com o objetivo de evitar uma perda futura ao revelar os problemas financeiros (Park & Shin, 2004). Posto isto, é possível afirmar que empresas com lucros negativos estão diretamente relacionadas com níveis mais elevados de manipulação de resultados baseados em *accruals*. Para a variável LOSS criou-se uma *dummy*, onde esta assume 1 para empresas com rendimento líquido negativo, e 0 caso contrário.

O nível de litígio das indústrias é utilizado em outros estudos relacionados com manipulação de resultados, como uma variável de controlo, para se observar até que ponto uma indústria altamente litigiosa incorre na manipulação de resultados baseados em *accruals*. Espera-se que as variáveis estejam positivamente relacionadas, pois quando uma empresa está inserida num sector altamente litigioso existe custos judiciais e políticos maiores, incentivando os gestores a manipular os seus resultados (Paiva et al., 2018). Para a variável LITIGATION criou-se uma *dummy*, onde esta assume 1 para as empresas inseridas numa indústria altamente litigiosa (códigos SIC de 2833-2836, 3570-3577, 3600-3674, 5200-5961 e 7370), e 0 caso contrário.

O crescimento de uma empresa pode afetar a proporção e a extensão da manipulação de resultados baseados em *accruals*. A veracidade e a qualidade das informações contabilísticas diminuem com o elevado crescimento das empresas, ou seja, empresas que tenham um crescimento elevado, relativamente às vendas líquidas anuais, registam níveis mais elevados de manipulação de resultados baseados em *accruals* (AlNajjar & Riahi-Belkaoui, 2001). A evidência de que os *accruals* discricionários estão positivamente relacionados com o crescimento das empresas é coerente com Dechow et al. (1995). Esta variável (GROWTH) é medida através da variação anual das vendas líquidas entre o ano t-1 e t.

A Tabela 3.3 apresenta o resumo das variáveis (dependente, independentes e de controlo) utilizadas no modelo.

Tabela 3.3 – Descrição das Variáveis

Nome das Variáveis	Denominação das Variáveis	Mensuramento das Variáveis
ACC	Manipulação dos resultados baseados em <i>accruals</i>	Manipulação dos resultados baseados em <i>accruals</i> , baseado nos ajustes do modelo de Jones (1991) proposto por Dechow et al. (1995) e adicionalmente, como teste de robustez, o modelo segundo Kothari et al., (2005) e Collins et al., (2017).
DISTRESS	<i>Financial Distress</i>	Nível de <i>financial distress</i> baseado em Altman (1968, 2000) z-score no início do período, multiplicado por menos um.
ANALISTAS	Analistas	Número de analistas presentes numa empresa
BIG4	Auditoras Big4	Variável <i>dummy</i> que assume 1 se a demonstração financeira de determinada empresa for auditada por uma empresa de auditoria Big 4, e 0 caso contrário
CROSS	<i>Cross-Listing</i>	Variável <i>dummy</i> , que assume 1 se a empresa for <i>cross-listed</i> na bolsa de valores dos EUA, e 0 caso contrário.
SIZE	Dimensão da empresa	Logaritmo natural da capitalização do mercado do período, em dólares americanos.
ROA	Retorno do Ativo	Rácio entre o resultado líquido e o total de ativos do período.
LEVERAGE	Endividamento	Rácio entre o passivo não corrente e total de ativos do período.
DISSUE	<i>Dissue</i>	Variação do passivo corrente entre t-1 e t, em %.
EISSUE	<i>Eissue</i>	Variação anual da emissão de novas ações entre o ano t-1 e t.
LOSS	Prejuízo	Variável <i>dummy</i> , que assume 1 para empresas com rendimento líquido negativo, e 0 caso contrário.
LITIGATION	Litigação	Variável <i>dummy</i> , que assume 1 para as empresas inseridas em indústrias altamente litigiosas (códigos SIC de 2833-2836, 3570-3577, 3600-3674, 5200-5961 e 7370), e 0 caso contrário.
GROWTH	Crescimento Anual	Variação anual das vendas líquidas entre o ano t-1 e t, em %.

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

3.5. Modelo de Regressão

O modelo empírico deste estudo consiste numa regressão linear múltipla, com o objetivo de explicar a relação entre a variável dependente e as variáveis independentes.

Para testar H1- O nível de *financial distress* está negativamente associado à manipulação de resultados baseado em *accruals* - desenvolveu-se a equação 3 considerando a manipulação de resultados baseados em *accruals* (ACC), como a variável dependente e *financial distress* (DISTRESS) como a principal variável independente:

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 DISTRESS_{i,t-1} + \gamma \text{ à } Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde para cada empresa i no ano t , ACC representa o nível da manipulação dos resultados baseados em *accruals*. $DISTRESS$ é o nível de *financial distress* no início do ano t . $Controlo$ são as variáveis de controlo inseridas no modelo tanto ao nível da empresa quanto ao nível do país.

Consistente com H1, espera-se que o coeficiente β_1 seja significativamente negativo, sugerindo que empresas que se deparam com *financial distress* envolvem-se menos na manipulação dos resultados baseados em *accruals*. Para controlar as mudanças nos incentivos das empresas avaliou-se um conjunto de variáveis de controlo que têm sido utilizadas com frequência pela literatura de *financial distress* e manipulação dos resultados. Prevê-se que a manipulação dos resultados baseados em *accruals* esteja positivamente associado com o endividamento ($LEVERAGE$), com a variação do passivo corrente ($DISSUE$), com a variação anual da emissão de novas ações ($EISSUE$), com os resultados negativos ($LOSS$), com o nível de litígio nas indústrias ($LITIGATION$) e com o crescimento das empresas ($GROWTH$). Também se prevê que a manipulação dos resultados baseados em *accruals* esteja negativamente associado à dimensão das empresas ($SIZE$) e com a lucratividade (ROA).

Para testar H2 - A associação negativa entre o nível de *financial distress* e a manipulação dos resultados baseado em *accruals* é potencializada por moderadores externos à empresa - desenvolveu-se a equação 4 considerando a manipulação de resultados baseados em *accruals* (ACC) como variável dependente e o termo de moderação entre *financial distress* ($DISTRESS$) e cada uma das restantes variáveis independentes ($ANALISTAS$, $BIG4$ e $CROSS$):

$$ACC_{i,t} = \alpha_0 + \delta_1 DISTRESS_{i,t-1} + \delta_2 DISTRESS_{i,t-1} \times MODERADOR_{i,t} + \delta_3 MODERADOR_{i,t} + \gamma \text{ à } Controlo_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Onde $MODERADOR$ representa cada uma das três variáveis moderadoras analisadas, nomeadamente $ANALISTAS$, $BIG4$ e $CROSS$. $ANALISTAS$ é o número de analistas presentes nas empresas. $BIG4$ é uma variável *dummy*, que avalia o facto de uma empresa ser auditada por uma empresa de auditoria Big 4 ou não. $CROSS$ é uma variável *dummy*, que avalia o facto de uma empresa estar cotada em qualquer bolsa dos EUA ou não. Todas as outras variáveis são como definidas anteriormente.

Consistente com H2, espera-se que δ_1 seja significativamente negativo, bem como o termo de interação entre $DISTRESS$ e os moderadores $ANALISTAS$ e $CROSS$, sugerindo que as 4 grandes empresas de auditoria e o facto de estar cotada na bolsa de valores dos EUA

potencializa ainda mais a relação negativa entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. Prevê-se que o termo de interação entre DISTRESS e o moderador BIG4 não tenha nenhum valor significativo, dado na Europa existir regulações contabilísticas mais rígidas e frequentes, o facto de ser auditada por uma empresa de auditoria Big 4 ou não Big 4 não terá impacto no nível de manipulação dos resultados em contexto de *financial distress*.

Capítulo 4 – Resultados Empíricos

4.1. Estatísticas Descritivas

A Tabela 4.1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na análise empírica, considerando toda a amostra.

Tabela 4.1 - Estatísticas Descritivas (n = 19 221)

	Média	Desvio Padrão	Percentil 25	Mediana	Percentil 75
ACC	0.055	0.070	0.013	0.031	0.066
DISTRESS	-5.500	-10.788	-5.389	-2.516	-1.478
ANALISTAS	7.000	7.679	2.000	4.000	10.000
BIG4	0.665	0.472	0.000	0.000	0.000
CROSS	0.211	0.408	0.000	0.000	0.000
SIZE	13.265	2.270	11.600	13.138	14.852
ROA	-0.002	0.197	-0.003	0.034	0.071
LEVERAGE	0.544	0.243	0.393	0.539	0.679
DISSUE	0.165	0.567	-0.050	0.049	0.202
EISSUE	0.107	0.783	-0.042	0.052	0.152
LOSS	0.258	0.437	0.000	0.000	0.000
LITIGATION	0.142	0.349	0.000	0.000	0.000
GROWTH	0.110	0.503	-0.032	0.049	0.149

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

Os resultados demonstram, considerando a totalidade da amostra, que o nível médio de *accruals* discricionários é de 0.055, no entanto podemos verificar que 50% das observações têm um nível de *accruals* discricionários de 0.031 e que 25% das observações estão acima de 0,066, o que evidencia a existência de empresas com níveis elevados de manipulação dos resultados. Descobriu-se ainda que o valor médio da variável DISTRESS (modelo de Altman Z-score) é - 5.5 e que 50% das observações têm um nível de *financial distress* de -2.516. Dado o valor do desvio padrão desta variável ($\sigma=-10.788$), é possível afirmar que os dados da amostra analisada se afastam da sua média.

Relativamente à variável ANALISTAS, é possível constatar que em média em cada empresa está presente 7 analistas, verificando-se, no entanto, que 50% das observações têm

presentes 4 analistas e que 25% das observações têm 10 analistas, o que evidencia a existência de um elevado monitoramento por parte dos analistas nas empresas.

Através da análise da tabela é possível afirmar que 67% das empresas que compõem a amostra são auditadas por uma auditora pertencente às Big 4 (Deloitte, PwC, EY e KPMG). Este resultado é consequência das empresas auditadas por uma auditora pertencente às Big4 serem maiores em tamanho comparativamente com as empresas auditadas pelas restantes auditoras (Lawrence et al., 2011). No que diz respeito à variável CROSS, em média, 21% das empresas da amostra estão cotadas em alguma bolsa nos EUA.

Através da análise da tabela é de notar que o valor médio de ROA das empresas é negativo (-0.02%), no entanto 50% das observações têm um ROA positivo (3.4%) e 25% das empresas têm um ROA acima de 7% (Percentil 25 positivo), o que significa que as empresas da amostra têm um nível de desempenho muito variável. Em termos de endividamento, as empresas apresentam um nível moderado, uma vez que, apresentam uma média de 54.4%, ou seja, a empresa tem capacidade para financiar as suas operações com capital próprio, mas já apresentam sinais de dependência de financiamento externo.

A partir da análise das variáveis EISSUE e DISSUE é possível concluir que, cerca de 11% das empresas da amostra emitem novas participações e 17% emitem novas dívidas. Das empresas da amostra, apenas 26% das empresas reportam prejuízos anuais, revelando uma performance positiva das empresas presentes na amostra, relativamente a esta variável. Das empresas da amostra, apenas 14% das empresas estão inseridas em setores com elevados níveis de litígio. Ao nível do crescimento anual das empresas, através da análise dos percentis, verifica-se que não existe uma homogeneidade da amostra. Em média, as empresas da amostra apresentam uma média de crescimento anual de 11%, no entanto mais de 75% das empresas têm um crescimento anual negativo (Percentil 25 negativo: -3.2%).

4.2. Análise das Correlações

Para comprovar a viabilidade do modelo, tem de se verificar se não existem correlações fortes entre a variável dependente e as variáveis independentes. Por esse motivo foram calculadas as correlações de Pearson entre a variável dependente e as variáveis independentes.

A tabela 4.2 apresenta os resultados desse cálculo:

Tabela 4.2 – Análise das Correlações

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
1 ACC	1												
2 DISTRESS	-0.064***	1											
3 ANALISTAS	-0.151***	0.072***	1										
4 BIG4	-0.078***	-0.024***	0.247***	1									
5 CROSS	-0.101***	0.020**	0.598***	0.177***	1								
6 SIZE	-0.175***	-0.211***	0.696***	0.367***	0.506***	1							
7 ROA	-0.217***	-0.077***	0.156***	0.104***	0.113***	0.327***	1						
8 LEVERAGE	-0.012	0.277***	0.142***	0.073***	0.102***	0.039***	-0.204***	1					
9 DISSUE	0.233***	-0.204***	-0.070***	-0.040***	-0.045***	-0.001	-0.059***	0.007	1				
10 EISSUE	0.132***	-0.029***	-0.026***	-0.011	-0.011	0.051***	0.137***	-0.127***	0.153***	1			
11 LOSS	0.186***	0.050***	-0.174***	-0.103***	-0.131***	-0.353***	-0.593***	0.082***	0.052***	-0.092***	1		
12 LITIGATION	0.027***	-0.027***	0.034***	0.051***	0.022**	0.026***	-0.012	-0.048***	0.030***	0.002	0.033***	1	
13 GROWTH	0.161***	-0.066***	-0.070***	-0.032***	-0.036***	-0.004	-0.008	-0.083***	0.281***	0.150***	0.015*	0.020**	1

Testes estatísticos de robustez em parênteses

*** p<0.01, **p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

Através da matriz construída, constata-se a existência de algumas correlações entre as variáveis. As correlações entre a variável dependente e as variáveis independentes são muito fracas, uma vez que apresentam coeficientes de Pearson inferiores a 0,2 (DISTRESS: -0.064; ANALISTAS: -0.151; BIG4: -0.078; CROSS: -0.101). Contudo, a variável de controlo que mais se correlaciona com a variável dependente é a DISSUE ($r=0.233$; $\text{sig}<0.01$), o que significa que quanto maior a variação do passivo corrente maior é o nível de manipulação dos resultados.

A variável de *accruals* discricionários (ACC) e a variável de *financial distress* (DISTRESS) tem uma correlação significativa ($\text{sig}<0,01$) e negativa ($r=-0.064$). Esta relação significa que quanto maior o nível de *financial distress* que uma empresa está a incorrer menor o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals*, tal como sucedido no estudo de Sayidah et al. (2020) e no de Habib et al. (2013).

As variáveis que mais se relacionam e de forma positiva são SIZE e ANALISTAS ($r=0.696$; $\text{sig}<0.01$), demonstrando assim que, quanto maior a dimensão (em termos financeiros) da empresa, maior o número de analistas a monitorizar a empresa.

Na maioria, o resultado sobre a multicolinearidade das variáveis é satisfatório, pois não existem correlações superiores a 0.7 entre as variáveis, pelo que não existe correlações fortes (módulo de $r<0.7$). Os coeficientes de correlação anteriormente mencionados provêm evidências preliminares consistentes com as hipóteses desenvolvidas.

4.3. Resultados do Modelo de Regressão Linear

Através da verificação dos pressupostos, conclui-se que se pode tirar conclusões válidas através do modelo construído. O modelo é estatisticamente significativo e tem o poder explicativo implícito ao R^2 de 15%. Os resultados do modelo, para H1, incluindo as *dummy* de ano, de indústria e de país, usando estimativas de regressão da equação 3, são apresentados na Tabela 4.3 que se segue:

Tabela 4.3 - Resultados da Regressão para a Hipótese 1

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	0.053*** (58.42)	0.053*** (59.21)	0.052*** (50.90)	0.052*** (50.79)	0.100*** (14.49)
DISTRESS_{t-1}	-0.0004*** (-3.91)	-0.004*** (-3.91)	-0.005*** (-3.94)	-0.005*** (-3.97)	-0.004*** (-3.30)
ANALISTAS					0.000 (0.21)
BIG4					0.001 (0.65)
CROSS					0.003 (1.46)
SIZE					-0.004*** (-7.82)
ROA					-0.055*** (-9.08)
LEVERAGE					0.001 (0.21)
DISSUE					0.020*** (11.71)
EISSUE					0.011*** (7.58)
LOSS					0.008*** (4.60)
LITIGATION					0.012*** (4.48)
GROWTH					0.012*** (6.60)
Ano – Efeitos Fixos	Não	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Não	Não	Sim	Sim	Sim
País – Efeitos Fixos	Não	Não	Não	Sim	Sim
Observações	19 221	19 221	19 221	19 221	19 221
R-Quadrado	0.004	0.012	0.022	0.023	0.150

Testes estatísticos de robustez em parênteses

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

Relativamente à hipótese 1, os resultados demonstram um coeficiente negativo e significativo para a variável de *financial distress* (DISTRESS), pelo que se considera que existe uma relação estatisticamente significativa entre o nível de manipulação dos resultados e o nível de *financial distress* ($t=-3.30$; $\text{sig}<0.01$). Este resultado vem confirmar a hipótese estipulada (H1), sugerindo uma associação negativa entre *financial distress* e a manipulação de resultados baseados em *accruals*. Por outras palavras, encontrou-se evidências em vários países de que empresas de mercados desenvolvidos com níveis mais elevados de *financial distress* estão associadas a um nível mais baixo de manipulação de resultados baseados em *accruals*. Estes resultados estão de acordo com alguns resultados encontrados na literatura anterior sobre manipulação de resultados e *financial distress* em empresas de mercados desenvolvidos, como nos EUA (Gul et al., 2018) e num conjunto de países inseridos no mercado europeu (Filip & Raffournier, 2014).

No que diz respeito às variáveis de controlo, a variável ACC é significativa e negativamente associada às variáveis SIZE ($t = -7.82$; $\text{sig}<0.01$) e ROA ($t = -9.08$; $\text{sig}<0.01$). Com estes resultados pode-se concluir que as empresas desta amostra com maior dimensão têm um valor menor de *accruals* discricionários, sendo consistente com o estudo de Gong et al. (2012). Além disso, é possível constatar que quanto maior for o rendimento menor o nível de manipulação de resultados baseados em *accruals*, tal como demonstrado no estudo de Kothari et al. (2005).

O valor dos *accruals* discricionários apresenta uma correlação de significância elevada ($\text{sig}<0.01$), mas positiva com as restantes variáveis de controlo usadas, exceto com a variável LEVERAGE, onde a significância é reduzida. Tal resultado significa que o facto de as empresas apresentarem uma maior variação do passivo corrente, uma maior variação anual do património líquido, a verificação de prejuízos, um maior crescimento ou estarem inseridas num sector altamente litigioso, influencia positivamente o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals*.

Para dar resposta à hipótese 2 desenvolveu-se outro modelo, usando estimativas de regressão da equação 4, cujos resultados são apresentados na tabela seguinte:

Tabela 4.4 - Resultados da Regressão para a Hipótese 2

Variáveis	(1)	(2)	(3)
Constante	0.098*** (14.51)	0.098*** (14.34)	0.098*** (14.49)
DISTRESS_{t-1}	-0.0003*** (-2.07)	-0.0005*** (-2.42)	-0.0004*** (-2.92)
DISTRESS_{t-1} x ANALISTAS	-0.0000*** (-3.38)		
DISTRESS_{t-1} x BIG4		0.0001 (0.61)	
DISTRESS_{t-1} x CROSS			-0.0004*** (-2.21)
ANALISTAS	-0.0001 (-0.91)	0.000 (0.17)	0.000 (0.27)
BIG4	0.001 (0.67)	0.002 (0.93)	0.001 (0.65)
CROSS	0.002 (1.33)	0.003 (1.46)	0.0004 (0.22)
SIZE	-0.004*** (-7.73)	-0.004*** (-7.79)	-0.004*** (-7.79)
ROA	-0.055*** (-9.17)	-0.055*** (-9.10)	-0.055*** (-9.12)
LEVERAGE	0.001*** (0.33)	0.0009*** (0.24)	0.020*** (0.26)
DISSUE	0.020*** (11.68)	0.020*** (11.64)	0.020*** (11.73)
EISSUE	0.011*** (7.60)	0.011*** (7.59)	0.011*** (7.58)
LOSS	0.008*** (4.64)	0.008*** (4.59)	0.008*** (4.63)
LITIGATION	0.012*** (4.47)	0.012*** (4.50)	0.012*** (4.45)
GROWTH	0.012*** (6.62)	0.012*** (6.59)	0.012*** (6.61)
Ano – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim
País – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim
Observações	19 221	19 221	19 221
R-Quadrado	0.151	0.150	0.150

Testes estatísticos de robustez em parênteses

*** p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

Relativamente à hipótese 2, tendo por base a Tabela 4.4, os resultados continuam a demonstrar que o coeficiente de DISTRESS é negativo e significativo, incluindo o efeito que um conjunto de moderadores externos tem na relação entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. Posto isto, é possível verificar que o coeficiente do termo de moderação $\text{DISTRESS}_{t-1} \times \text{ANALISTAS}$ é negativo e significativo ($t = -3.38$; $\text{sig} < 0.01$), confirmando a hipótese 2, onde se sugere que a associação negativa entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*, em empresas de mercados desenvolvidos, é potencializada quanto maior o número de analistas presentes numa empresa. Esta conclusão é consistente com estudos anteriores sobre o impacto que o número de analistas tem na relação entre manipulação de resultados e *financial distress* (Degeorge et al., 2013, Huang et al., 2022). Pelo que se conclui que o nível de manipulação de resultados baseados em *accruals* em empresas com *financial distress* diminui ainda mais, quanto maior o número de analistas a monitorizar as empresas.

Referente ainda à hipótese 2, foi analisado o coeficiente do termo de moderação $\text{DISTRESS}_{t-1} \times \text{BIG4}$, onde é possível verificar que não existe uma relação estatisticamente significativa. Estes resultados vêm contrariar a hipótese 2, sugerindo evidências empíricas entre países que a escolha de uma auditora pertencente às Big4, não tem relação alguma com o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals* em empresas com *financial distress* localizadas em mercados desenvolvidos. Demonstrando, que estas grandes empresas de auditoria (ou seja, Big4) em ambientes institucionais estáveis (mercados desenvolvidos) não desempenham um papel fundamental, como se fosse em ambientes institucionais instáveis e pobres (ou seja, mercados emergentes). Outros estudos (Kim et al., 2003; Viana et al., 2022) verificam uma situação oposta, onde existe uma relação negativa e significativa entre as auditoras Big4 e a associação entre manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress*.

No que diz respeito à variável CROSS, o coeficiente do termo de moderação $\text{DISTRESS}_{t-1} \times \text{CROSS}$ é negativo e significativo ($t = -2.21$; $\text{sig} < 0.01$). Este resultado vem confirmar a hipótese estipulada (H2), sugerindo que este moderador externo (*cross-listing* nos EUA) vem potencializar a relação negativa entre manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. Para além disso, esta correlação confirma que empresas de mercados desenvolvidos com níveis elevados de *financial distress* manipulam ainda menos se estiverem cotadas numa bolsa dos EUA, ou seja, se tiverem *cross-listing* nos EUA. Esta conclusão é consistente com os estudos desta temática que usaram esta variável para moderar a manipulação dos resultados (Lin et al., 2013; Lang et al., 2003). O fator que influencia esta variável é o facto

das exigências de relatórios mais rigorosos, impostas no mercado dos EUA para uma empresa que ambiciona ter as suas ações cotadas na bolsa de valores deste país.

Em resumo, 2 das 3 variáveis (cobertura dos analistas, Big4 e *cross-listing* nos EUA) que foram utilizadas como moderadores externos impactaram significativamente e negativamente o nível de *accruals* discricionários. É possível confirmar a hipótese formulada, de forma geral (hipótese 2). Os moderadores externos reduziram, na generalidade, o nível de manipulação dos resultados em contexto de *financial distress* nas empresas da amostra.

4.4 Testes de Robustez

Além da análise empírica principal, desenvolveu-se várias verificações de robustez para confirmar e reforçar os principais resultados. Primeiramente, devido a potenciais problemas quanto à constituição da amostra, realizou-se uma análise onde se exclui da amostra as empresas pertencentes ao Reino Unido, pois as empresas deste país constituíam 31.11% da amostra total, podendo enviesar os resultados. Em segundo lugar, para prevenir problemas relacionados com erros de medição nos processos de estimativa de *accruals*, considerou-se duas medidas alternativas de manipulação dos resultados baseados em *accruals*: o modelo estimado de acordo com Kothari et al. (2005) e o estimado por Chen et al. (2018), cujo nome é *two-step procedure*. Por fim, utilizou-se outro modelo de estimação de *financial distress* (*Interest Coverage Ratio* multiplicado por menos um), de forma a corroborar os resultados encontrados através da utilização do modelo definido por Altman (1968,2000). Os resultados dos testes de robustez são apresentados na Tabela 4.5.

É possível constatar, através da análise do Painel A, que retirando as empresas pertencentes ao Reino Unido, a relação entre a variável ACC e DISTRESS mantém-se negativa e significativa.

Pelo modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995), os valores obtidos são semelhantes aos obtidos tanto pelo modelo de Kothari et al. (2005) como pelo modelo de Chen et al. (2018), em termos de sinal e da significância das correlações, verificando-se neste último modelo um aumento de aproximadamente dois pontos percentuais do R^2 ($R^2 = 16.8\%$).

Pelo modelo do Z-score de Altman (1968, 2000), os valores obtidos são distintos aos obtidos pelo *Interest Coverage Ratio* multiplicado por menos um, em termos de significância, uma vez que, é possível verificar que apesar do sinal da correlação entre a variável ACC e DISTRESS_ICR manter-se negativo, a relação deixou de ter significância estatística.

Tabel 4.5 – Testes de Robustez

Painel A – Sem o Reino Unido				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.113*** (13.79)	0.112*** (13.70)	0.111*** (13.57)	0.112*** (13.79)
DISTRESS_{t-1}	-0.0003** (-2.07)	-0.0002 (-1.14)	-0.0005** (-2.13)	-0.0003* (-1.77)
DISTRESS_{t-1} x ANALISTAS		-0.000*** (-3.16)		
DISTRESS_{t-1} x BIG4			0.0003 (1.28)	
DISTRESS_{t-1} x CROSS				-0.0004* (-1.94)
Variáveis de Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
País – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	13 241	13 241	13 241	13 241
R-Quadrado	0.147	0.148	0.148	0.148
Painel B – Alternativa de Mensuração de AEM (Kothari et al., 2005)				
Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.098*** (14.07)	0.098*** (14.09)	0.097*** (13.91)	0.098*** (14.07)
DISTRESS_{t-1}	-0.0004*** (-3.20)	-0.0003*** (-2.02)	-0.0005*** (-2.38)	-0.0004*** (-2.83)
DISTRESS_{t-1} x ANALISTAS		-0.0000*** (-3.35)		
DISTRESS_{t-1} x BIG4			0.0002 (0.66)	
DISTRESS_{t-1} x CROSS				-0.0004** (-2.22)
Variáveis de Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
País - Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	19 221	19 221	19 221	19 221
R-Quadrado	0.147	0.148	0.147	0.147

Painel C – Correção de AEM (Chen et al., 2018)

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.080*** (9.82)	0.079*** (9.85)	0.079*** (9.76)	0.080*** (9.82)
DISTRESS_{t-1}	-0.0003** (-2.44)	-0.0002 (-1.33)	-0.0003* (-1.75)	-0.0003** (-2.07)
DISTRESS_{t-1} x ANALISTAS		-0.000*** (-3.22)		
DISTRESS_{t-1} x BIG4			0.0001 (0.37)	
DISTRESS_{t-1} x CROSS				-0.0004** (-2.19)
Variáveis de Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
País – Efeito Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	19 221	19 221	19 221	19 221
R-Quadrado	0.168	0.168	0.168	0.168

Painel D – Alternativa de Mensuração de DISTRESS (*Interest Coverage Ratio* multiplicado por menos um)

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	0.099*** (14.76)	0.097*** (14.51)	0.098*** (14.76)	0.098*** (14.67)
DISTRESS_ICR_{t-1}	-0.0000 (-1.58)	-0.0000 (0.79)	-0.0000 (-1.33)	-0.0000 (-0.04)
DISTRESS_ICR_{t-1} x ANALISTAS		-0.0000*** (-4.44)		
DISTRESS_ICR_{t-1} x BIG4			0.000 (0.53)	
DISTRESS_ICR_{t-1} x CROSS				-0.0002*** (-4.58)
Variáveis de Controlo	Sim	Sim	Sim	Sim
Ano – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Indústria – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
País – Efeitos Fixos	Sim	Sim	Sim	Sim
Observações	18 242	18 242	18 242	18 242
R-Quadrado	0.140	0.141	0.140	0.141

Testes estatísticos de robustez em parênteses

*** p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

Fonte: Elaborado pelo autor no âmbito da dissertação

Capítulo 5 – Conclusão

5.1. Resultados do Estudo Realizado

Este estudo foi desenvolvido com o intuito de analisar e retirar conclusões relativamente à associação entre manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress* e ao impacto que certos moderadores externos podem ter na associação entre estas variáveis. Na dissertação, foi usada uma amostra de empresas cotadas em bolsa, de 28 países europeus, retiradas da base de dados Datastream da Thomson Reuters, no período entre 2011 e 2021. O estudo demonstrou que existe uma associação negativa entre manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*, ou seja, quanto maior o nível de *financial distress* de uma empresa, menor o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals*, sendo esta relação potencializada pelos moderadores externos analisados, validando desta forma as hipóteses formuladas inicialmente.

Para a estimação da manipulação dos resultados baseados em *accruals* foi usado o modelo proposto por Jones (1991) com as modificações inseridas por Dechow et al. (1995), sendo que para a estimação de *financial distress* foi utilizado uma versão modificada do modelo do Z-Score de Altman (1968,2000). Como moderadores externos foram analisados a influência da cobertura dos analistas, através do número de analistas presentes numa empresa, das auditoras Big 4, bem como da *cross-listing* nos EUA.

Os resultados principais, com base na hipótese 1, demonstram que as empresas que enfrentam níveis mais elevados de *financial distress* manipulam menos os resultados, ou seja, apresentam um nível mais baixo de manipulação dos resultados baseados em *accruals*. Este resultado contraria a conclusão obtida no estudo de Habib et al. (2013) feito sobre empresas da Nova Zelândia, que chegou à conclusão de que o nível de manipulação dos resultados baseados em *accruals* aumenta na presença de *financial distress*. No entanto as conclusões deste estudo são congruentes com as obtidas por Gul et al. (2018) e Filip & Raffournier (2014). A possível explicação para estes resultados é o facto de o mercado onde as empresas analisadas estão inseridas (mercado desenvolvido), ser um mercado que tem um elevado nível de inspeção e fiscalização, um elevado monitoramento às finanças da empresa por parte de reguladoras, levando a que o comportamento oportunista do corpo de gestão para manipular os resultados seja limitado.

Com base na hipótese 2, os resultados também demonstram que os moderadores externos analisados potencializam a associação negativa existente entre a manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress*, à exceção da variável BIG4, que não é

estatisticamente significativa. Este resultado contraria a conclusão obtida no estudo com empresas inglesas (Houque et al., 2017). Tal pode dever-se ao facto de, na amostra deste estudo, mais de 65% das empresas terem auditorias feitas por auditoras pertencentes às Big 4. Quanto às variáveis ANALISTAS e CROSS, estas demonstraram ser estatisticamente significativas e negativas. Isto implica que quanto maior o número de analistas presentes numa empresa, e o facto de a empresa ter *cross-listing* nos EUA potencializa a associação negativa entre a manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. Estes resultados são congruentes com os obtidos por Degeorge et al. (2013), relativamente à cobertura dos analistas, e por Lang et al. (2003), relativamente à *cross-listing* nos EUA.

5.2. Contributos

Este estudo contribui para a literatura contabilística e financeira de forma dupla. Primeiramente, fornece provas empíricas fundamentais entre países, explicitando a relação negativa entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress* num cenário internacional de empresas de 28 mercados desenvolvidos. Apesar de grande parte da literatura anterior sobre este tema se ter focado em análises de um único país, o que torna questionável a validade externa das descobertas, este estudo investigou empresas de diversos países sem simultâneo, mas de um mesmo ambiente institucional, em vez de se avaliar empresas de diferentes contextos económicos. Através de uma análise empírica, o presente estudo contribui para responder a este gap e acrescentou à literatura existentes novos conhecimentos.

Em segundo lugar, acrescentou-se à literatura de contabilidade a importância do papel que os analistas, as auditoras Big 4 e a *cross-listing* nos EUA têm como um importante mecanismo externo de governação corporativa para restringir o comportamento oportunista dos gestores, potencializando assim a relação negativa entre a manipulação de resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. O nosso estudo torna-se diferenciador em relação aos citados anteriormente, pois enquanto a maioria analisou apenas um moderador externo capaz de influenciar a relação entre a manipulação dos resultados e *financial distress*, este estudou a influência de três moderadores externos.

Em resumo, a investigação desenvolvida com base numa amostra de empresas cotadas de diferentes países inseridos num mercado desenvolvido, torna-se relevante pelos resultados obtidos que realçam a importância que os moderadores externos têm para potencializar a relação negativa entre a manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*. Sendo assim útil para a comunidade académica, para empresas, para investidores, para

reguladores do mercado e para todos os restantes agentes económicos interessados na performance da empresa.

5.3. Limitações do Estudo

Apesar do rigor metodológico e da robustez dos resultados, a pesquisa não está dispensada de limitações. No decorrer da investigação, foram identificadas algumas limitações, nomeadamente o facto de apesar de ser proporcionada uma análise importante entre países sobre a associação manipulação dos resultados baseados em *accruals* e *financial distress*, é provável que a relação estabelecida seja diferente quando for analisado apenas um único país, ou um mercado diferente daquele analisado neste estudo, como o mercado emergente ou o mercado em desenvolvimento. Tal situação pode suceder devido às características individuais dos países, que o estudo não consegue deter nas estimativas, apesar de os efeitos fixos dos países serem controlados.

5.4. Recomendações para Investigação Futura

Existem outras linhas de investigação sobre este tema que podem ser exploradas. Sugere-se que em investigações futuras se investigue outros moderadores externos ou até mesmo internos de governação corporativa, para melhorar a compreensão das condições sob as quais a relação entre a manipulação de resultados e *financial distress* se fortalece ou enfraquece. Seria também interessante realizar estudos semelhantes, com uma maior amplitude temporal, algo que não foi possível realizar neste estudo devido à indisponibilidade de dados de certas variáveis, incluídas neste modelo estatístico.

Referências Bibliográficas

- Abbott, L. J., Park, Y., & Parker, S. (2000). The effects of audit committee activity and independence on corporate fraud. *Managerial Finance*, 26(11), 55-67. <https://doi.org/10.1108/03074350010766990>
- Agrawal, K., & Chatterjee, C. (2015, setembro 22). Earnings management and financial distress: Evidence from India. *Global Business Review*, 16(5), 140-154. <https://doi.org/10.1177/0972150915601928>
- AlNajjar, F., & Riahi-Belkaoui, A. (2001, dezembro). Growth opportunities and earnings management. *Managerial Finance*, 27(12), 72-81. <https://doi.org/10.1108/03074350110767457>
- Al-Shattarat, B., Hussainey, K., & Al-Shattarat, W. (2022, maio). The impact of abnormal real earnings management to meet earnings benchmarks on future operating performance. *International Review of Financial Analysis*, 81(1), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.10.001>
- Altman, E. I. (1968, setembro). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589-609. <https://doi.org/10.2307/2978933>
- Altman, E.I., & Hotchkiss, E. (1993). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyse and invest in distressed debt*. (3rd ed.) Wiley Finance.
- Altman, E. I. (2000). Predicting financial distress of companies: Revisiting the Z-Score and ZETA models. Em A. R. Bell, C. Brooks, & M. Prokopczuk (Eds). *Handbook of research methods and applications in empirical finance* (428-456).
- Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2016, julho). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191-236. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1204217>
- Badolato, P. G., Donelson, D. C., & Ege, M. (2014, dezembro). Audit committee financial expertise and earnings management: The role of status. *Journal of Accounting and Economics*, 58(2-3), 208-230. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.006>
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006, março). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2006.00491.x>
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111. <https://doi.org/10.2307/2490171>
- Beckmann, K. S., Escobari, D. A., & Ngo, T. (2019, agosto). The real earnings management of cross-listing firms. *Global Finance Journal*, 41, 128-145. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.04.001>
- Bisongo, M., & De Luca, R. (2015, abril). Financial distress and earnings manipulation: evidence from Italian SMEs. *Journal of Accounting and Finance*, 4(1), 42-51. <https://ssrn.com/abstract=2596295>
- Bouaziz, D., Salhi, B., & Jarboui, A. (2020, janeiro). CEO characteristics and earnings management: Empirical evidence from France. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(1), 77-110. <https://doi.org/10.1108/JFRA-01-2019-0008>
- Bugeja, M. (2013). The impact of target firm financial distress in Australian takeovers. *Accounting & Finance*, 55(2), 361-396. <https://doi.org/10.1111/acfi.12062>
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006, outubro 1). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>

- Campa, D. (2019, dezembro). Earnings management strategies during financial difficulties: A comparison between listed and unlisted French companies. *Research in International Business and Finance*, 50, 457-471. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.07.001>
- Campa, D., & Camacho-Miñano, M. (2014, fevereiro). Earnings management among bankrupt non-listed firms: Evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 43(1), 3-20. <https://doi.org/10.1080/02102412.2014.890820>
- Campa, D., Camacho-Miñano, M-M. (2015, dezembro). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*, 42, 222-234. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.07.004>
- Campbell, J. Y., Hilscher, J., & Szilagyi, J. (2008, novembro 11). In search of distress risk. *The Journal of Finance*, 63(6), 2899-2939. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01416.x>
- Charitou, A., Lambertides, N., & Trigeorgis, L. (2007). Earnings behaviour of financially distressed firms: The role of institutional ownership. *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 43(3), 271-296. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.2007.00230.x>
- Chen, W., Hribar, P., & Melessa, S. (2018, fevereiro). Incorrect inferences when using residuals as dependent variables. *Journal of Accounting Research*, 56(3), 751-796. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12195>
- Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015, março 1). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20(2), 899-933. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9316-0>
- Chen, Y., Chen, C-H., & Huang, S-L. (2010, maio 4). An appraisal of financially distressed companies' earnings management: Evidence from listed companies in China. *Pacific Accounting Review*, 22(1), 22-41. <https://doi.org/10.1108/01140581011034209>
- Chhillar, P., & Lellapalli, R. V. (2022, agosto). Role of earnings management and capital structure in signaling early stage of financial distress: a firm life cycle perspective. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 1-22. <https://doi.org/10.1080/23322039.2022.2106634>
- Choi, J-H., Jeon, K-A., & Park, J-I. (2004, novembro). The role of audit committees in decreasing earnings management: Korean evidence. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 1(1), 37-60. <https://doi.org/10.1504/IJAAPE.2004.004142>
- Choi, J-H., Kim, C., Kim, J-B., & Zang, Y. (2010). Audit office size, audit quality, and audit pricing. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 29(1), 73-97. <https://doi.org/10.2308/aud.2010.29.1.73>
- Choi, J. H., Kim, S., Yang, D-H., Cho, K. (2021, outubro). Can corporate social responsibility decrease the negative influence of financial distress on accounting quality?. *Sustainability*, 13(19), 1-19. <https://doi.org/10.3390/su131911124>
- Chou, P-L., Chang, Y-M., & Li, S-J. (2012). The study of earning management, corporate information disclosure, and financial distress: Evidence from Taiwan. *Journal of Information and Optimization Sciences*, 33(1), 77-87. <https://doi.org/10.1080/02522667.2012.10700135>
- Chowdhury, S. & Eliwa, Y. (2021). The impact of audit quality on real earnings management in the UK context. *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(3), 368-391. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2020-0156>
- Cui, X., Yao, S., Fang, Z., & Wang, H. (2020, novembro). Economic policy uncertainty exposure and earnings management: Evidence from China. *Accounting & Finance*, 61(3), 3937-3976. <https://doi.org/10.1111/acfi.12722>
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earning management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629x.2004.00132.x>

- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994, janeiro). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), 113-143. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90007-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90007-8)
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995, abril). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- DeGeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2013). Analyst coverage, earnings management and financial development: An international study. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 1-25. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.003>
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999, janeiro). Earnings management to exceed thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33. <https://doi.org/10.1086/209601>
- Demirkan, S., & Platt, H. (2009). Financial status, corporate governance quality, and the likelihood of managers using discretionary accruals. *Accounting Research Journal*, 22(2), 93-117. [10.1108/10309610910987475](https://doi.org/10.1108/10309610910987475)
- Duong, H. K., Kang, H., & Salter, S. B. (2022, janeiro 31). The joint effect of internal and external governance on earnings management and firm performance. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, 33(2), 68-90. <http://linksource.ebsco.com/images/LS.gif>
- Dyck, A., Morse, A., & Zingales, L. (2010, dezembro 9). Who blows the whistle on corporate fraud? *The Journal of Finance*, 65(6), 2213-2253. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01614.x>
- Fich, E. M., & Slezak, S. L. (2008). Can corporate governance save distressed firms from bankruptcy? An empirical analysis. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(2), 225-251. [10.1007/s11156-007-0048-5](https://doi.org/10.1007/s11156-007-0048-5)
- Filip, A., & Raffournier, B. (2014, dezembro). Financial distress and earnings management: The European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), 455-478. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2014.10.004>
- Francis, J. R., & Wang, D. (2010). The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191. <https://doi.org/10.1506/car.25.1.6>
- Fung, S. Y. K., & Goodwin, J. (2013, junho). Short-term debt maturity, monitoring and accruals-based earnings management. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(1), 67-82. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.01.002>
- Gong, G., Ke., B., & Yu, Y. (2012, setembro). Home country investor protection, ownership structure and cross-listed firms compliance with SOX-mandated internal control deficiency disclosures. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1490-1523. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12000>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005, dezembro). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gul, F. A., Khedmati, M., Lim, E. K. Y., & Navissi, F. (2018, março). Managerial ability, financial distress, and audit fees. *Accounting Horizons*, 32(1), 29-51. <https://doi.org/10.2308/acch-51888>
- Gunny, K. A. (2010, agosto 23). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855-888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Habib, A., Bhuiyan, MBU., & Islam, A. (2013, janeiro 11). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), 155-180. <https://doi.org/10.1108/03074351311294007>

- Habib, A., D'Costa, M., Huang, H. J., Bhuiyan, Md. B. U., & Sun, L. (2020). Determinants and consequences of financial distress: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, *60*, 1023-1075. [10.1111/acfi.12400](https://doi.org/10.1111/acfi.12400)
- Hassanpour, S., & Ardakani, M. N. (2017, setembro). The effect of pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Management and Marketing*, *7*(3), 213-219.
- Haw, I.-M., Qi, D., Wu, D., & Wu, W. (2010, janeiro 15). Market consequences of earnings management in response to security regulations in China. *Contemporary Accounting Research*, *22*(1), 95-140. <https://doi.org/10.1506/9XVL-P6RR-MTPX-VU8K>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, *13*(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Healy, P. M. (1985, abril). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, *7*(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Hienz, A. K., & Sump, F. (2019, fevereiro 6). Corporate social responsibility and financial analysts: A review of the literature. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, *10*(1), 126-156 <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2017-0043>
- Houque, M. N., Ahmed, K., & van Zijl, T. (2017). Audit quality, earnings management, and cost of equity capital: Evidence from India. *International Journal of Auditing*, *21*(2), 177-189. <https://doi.org/10.1111/ijau.12087>
- Huang, Z., Jeanjean, T., & Lui, D. (2022, setembro 12). Analyst independence and earnings management. *Journal of Business Finance & Accounting*, *50*(3-4), 598-621. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12655>
- Humeedat, M. M. (2018). Earnings management to avoid financial distress and improve profitability: Evidence from Jordan. *International Business Research*, *11*(2), 222-230. <https://doi.org/10.5539/ibr.v11n2p222>
- Ianniello, G. (2013, dezembro 11). The effects of board and auditor independence on earnings quality: Evidence from Italy. *Journal of Management & Governance*, *19*(1), 229-253. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9285-2>
- Inaam, Z., & Khamoussi, H. (2016, março). Audit committee effectiveness, audit quality and earnings management: a meta-analysis. *International Journal of Law and Management*, *58*(2), 179- 196. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2015-0006>
- Jacoby, G., Li, J., & Liu, M. (2016, setembro 15). Financial distress, political affiliation and earnings management: The case of politically affiliated private firms. *The European Journal of Finance*, *25*(6), 508-523. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2016.1233126>
- Jones, S. (2011, março). Does the capitalization of intangible assets increase the predictability of corporate failure?. *Accounting Horizons*, *25*(1), 41-70. <https://doi.org/10.2308/acch.2011.25.1.41>
- Kamarudin, K. A., Ariff, A. M., & Jaafar, A. (2020). Investor protection, cross-listing and accounting quality. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, *16*(1), 1-14. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2019.100179>
- Khalid, M., Abbas, Q., & Nazir, M. S. (2020). Efficiently monitoring the ship of financially distressed companies sinking in Iron law of earnings management: Evidence from Pakistan. *Cogent Economics & Finance*, *8*(1), 1-15. <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1838685>
- Khalil, M., & Ozkan, A. (2016, fevereiro). Board independence, audit quality and earnings management: Evidence from Egypt. *Journal of Emerging Market Finance*, *15*(1), 84-118. <https://doi.org/10.1177/0972652715623701>

- Khemakhem, G., & Fontaine, R. (2019, outubro). The audit committee chair's abilities: Beyond financial expertise. *International Journal of Auditing*, 23(3), 457-471. <https://doi.org/10.1111/ijau.12173>
- Kim, J-B., Chung, R., & Firth, M. (2003, junho). Auditor conservatism, asymmetric monitoring, and earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 323-359. <https://doi.org/10.1506/J29K-MRUA-0APP-YJ6V>
- Kim, Y., Park, M. S., & Wier, B. (2012). Is earnings quality associated with corporate social responsibility?. *The Accounting Review*, 87(3), 761-796. <https://doi.org/10.2308/accr-10209>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005, fevereiro). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Kyriakou, M. I. (2020, novembro). Earnings manipulation and financial distress in the eurozone and the role of auditor size during the current recession. *Journal East-West Business*, 26(4), 391-409. <https://doi.org/10.1080/10669868.2020.1848963>
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (2003, abril 4). How representative are firms that are cross-listed in the united states? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363-386. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00108>
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Neophytou, E. (2009, janeiro). Earnings quality in ex-post failed firms. *Accounting and Business Research*, 39(2), 119-138. <https://doi.org/10.1080/00014788.2009.9663353>
- Lawrence, A., Minutti-Meza, M., & Zhang, P. (2011). Can big 4 versus non-big 4 differences in audit quality proxies be attributed to client characteristics?. *The Accounting Review*, 86(1), 259-286. <https://doi.org/10.2308/accr.00000009>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003, setembro). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Li, Y., Li, X., Xiang, E., & Djajadikerta, H. G. (2020, dezembro). Financial distress, internal control, and earnings management: Evidence from China. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 16(3). <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100210>
- Lin, J. W., & Hwang, M. I. (2010, fevereiro). Audit quality, corporate governance, and earnings management: A meta-analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57-77. <https://doi.org/10.1111/j.1099-1123.2009.00403.x>
- Lin, T., Hutchinson, M., & Percy, M. (2013, novembro 7). Earnings management and the role of the audit committee: An investigation of the influence of cross-listing and government officials on the audit committee. *Journal of Management & Governance*, 19, 197-227. <https://doi.org/10.1007/s10997-013-9284-3>
- Malik, A., Din, S. U., Shafi, K., Butt, B. Z., & Aziz, H. (2019). Earnings management and the likelihood of financial distress in banks: Evidence from Pakistani commercial banks. *Public Finance Quarterly*, 64(2), 208-221.
- Marra, A., & Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011, junho). Board monitoring and earnings management pre- and post-IFRS. *The International Journal of Accounting*, 46(2), 205-230. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2011.04.007>
- Mulchandani, K., & Mulchandani, K. (2022, julho). Do independent directors and big-4 audit firms limit classification shifting: Evidence from Indian firms. *Managerial Finance*, 48(12), 1754-1770. <https://doi.org/10.1108/MF-04-2022-0173>
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2005). Earnings management: A closer look. *The financial numbers game: Detecting creative accounting practices* (pp. 57-88). Wiley.

- Nagar, N., Desai, N., & Jacob, J. (2021, março). Do big 4 auditors limit classification shifting? Evidence from India. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 42, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2021.100376>
- Nagar, N., & Sen, K. (2017, julho 3). Do financially distressed firms misclassify core expenses?. *Accounting Research Journal*, 30(2), 205-223. <https://doi.org/10.1108/ARJ-04-2015-0054>
- Paiva, I. S., Lourenço, I. C., & Curto, J. D. (2018, abril 25). Earnings management in family firms versus non-family firms: The influence of analyst coverage. *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 48(2), 113-133. <https://doi.org/10.1080/02102412.2018.1463764>
- Palacios-Mazano, M., Gras-Gil, E., & Santos-Jaen, J. M. (2019). Corporate social responsibility and its effect on earnings management: an empirical research on Spanish firms. *Total Quality Management & Business Excellence*, 32(7-8), 921-937. <https://doi.org/10.1080/14783363.2019.1652586>
- Park, Y. W., & Shin, H-H. (2004, junho). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 431-437. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00025-7](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00025-7)
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2003, maio). Managerial equity ownership and the demand for outside directors. *European Financial Management*, 9(2), 231-250. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00217>
- Penman, S. H., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2007, março 16). The book-to-price effect in stock returns: Accounting for leverage. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 427-467. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00240.x>
- Rosner, R. L. (2010, janeiro 15). Earnings manipulation in failing firms. *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 361-408. <https://doi.org/10.1506/8EVN-9KRB-3AE4-EE81>
- Saleh, N. M., & Ahmed, K. (2005). Earnings management of distressed firms during debt renegotiation. *Accounting and Business Research*, 35(1), 69-86. <https://doi.org/10.1080/00014788.2005.9729663>
- Sayidah, N., Assagaf, A., & Faiz, Z. (2020, outubro). Does earning management affect financial distress? Evidence from state-owned enterprises in Indonesia. *Cogent Business & Management*, 7(1), 1-14. <https://doi.org/10.1080/23311975.2020.1832826>
- Selahudin, N. F., Zakaria, N. B., & Sanusi, Z. M. (2014). Remodelling the earnings management with the appearance of leverage, financial distress and free cash flow: Malaysia and Thailand evidences. *Journal of Applied Sciences*, 14(21), 2644-2661. <https://doi.org/10.3923/jas.2014.2644.2661>
- Shayan-Nia, M., Sinnadurai, P., Mohd-Sanusi, Z., & Hermawan, A-N. A. (2017). How efficient ownership structure monitors income manipulation? Evidence of real earnings management among Malaysian firms. *Research in International Business and Finance*, 41, 54-66. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.013>
- Sundarsanam, S., & Lai, Jim. (2002, dezembro 16). Corporate financial distress and turnaround strategies: An empirical analysis. *British Journal of Management*, 12(3), 183-199. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00193>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Vitolla, F., Raimo, N., & Rubino, M. (2019, dezembro). Board characteristics and integrated reporting quality: An agency theory perspective. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 1152-1163. <https://doi.org/10.1002/csr.1879>
- Viana, D. B. C., Lourenço, I., & Black, E. L. (2022, março). Financial distress, earnings management and big 4 auditors in emerging markets. *Accounting Research Journal*, 35(5), 660-675. <https://doi.org/10.1108/ARJ-06-2021-0165>

Zang, A.Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675-703.
<https://doi.org/10.2308/accr-10196>