



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**UM ENSAIO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE AS DECISÕES
DE ESTRUTURA DE CAPITAL E GESTÃO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS NÃO COTADAS
EUROPEIAS**

JORGE MIGUEL LOPES ARAÚJO

OUTUBRO - 2015



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**UM ENSAIO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE AS DECISÕES
DE ESTRUTURA DE CAPITAL E GESTÃO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS NÃO COTADAS
EUROPEIAS**

JORGE MIGUEL LOPES ARAÚJO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR ALCINO TIAGO CRUZ GONÇALVES

OUTUBRO - 2015

Resumo

Num contexto de crise (de crédito), importa compreender o mercado da dívida que com a crise financeira europeia passou a reger-se sob circunstâncias diferentes envolvendo maior risco. Deste modo, para além das tradicionais medidas de risco a gestão de resultados pode incorporar-se como uma medida de risco adicional.

A motivação de financiamento pode passar a ser manipulada pelos gestores para agradar à banca, afectando, por esta via, a qualidade da informação financeira com o consequente aumento do risco de incerteza para as instituições de crédito. As evidências empíricas da relação entre as decisões de estrutura de capital e o fenómeno da gestão de resultados resvalam de um estudo *cross-sectionally pooled cross-sectional* para estas variáveis nas empresas não cotadas dos países da U.E. a 28, sob circunstâncias económicas em dois ambientes distintos pré-crise e período da crise financeira.

O estudo concluiu que no período pré-crise a gestão de resultados era uma ferramenta para as empresas operarem em níveis de alavancagem superiores, enquanto, no período crise prende-se com razões de acesso ao crédito. Por outro lado, existem evidências estatísticas que o fenómeno da gestão de resultados em relação à dívida não é uma actuação planeada mas uma prática reactiva por parte dos gestores.

Palavras-chave: Crise Financeira, Restrições ao Crédito, Estrutura de capital, Gestão dos Resultados

Abstract

The current (credit) crisis created a setting in which debt markets under the European financial crisis are more aware of the increase in risk when deciding the allocation of funds. As a consequence, traditional measures of risk are insufficient, leaving more room for an analysis of earnings management as an additional layer of risk.

Under the influence of additional requirement of funds, while the pool of credit was significantly restricted, managers try to manipulate earnings quality to please financial markets. Consequently, increase uncertainty to banks when distinguishing competing applications and true level of risk for different projects. Empirical evidence shows that the capital structure decisions are significantly correlated with the earnings management phenomenon, under a cross-sectionally pooled cross sectional model applied to private European firms from the 28 EU countries. I also show evidence of a distinction of their behavior before and during the current crisis.

This dissertation concludes that in the period before the current crisis, earnings management was an instrument firms used to work on their capital structure, increasing leverage, whereas during the aforementioned crisis this earnings practices are mainly a way to increase their access to additional debt amounts. Finally, I show that those earnings management practices are not ex ante decisions but rather ex post reactions and adjustments to additional pressure deriving from increased amounts of debt related pressures.

Keywords: Financial Crisis, Credit Restrictions, Capital Structure, Earnings Management

Agradecimentos

A realização da presente dissertação tornou-se possível dado a contribuição, directa ou indirecta de um conjunto de pessoas e entidades às quais pretendo expressar a minha gratidão sendo que sem elas, indubitavelmente, não teria sido possível realizar esta tese de mestrado. Consciente de que possa cometer algum erro de omissão.

Deste modo, gostaria de começar por endereçar os meus especiais agradecimentos ao principal contribuidor para o desenvolvimento deste trabalho, o meu orientador Professor Doutor Alcino Tiago Cruz Gonçalves. Concretamente, a sua enorme disponibilidade, elevada pertinência dos comentários, sugestões, pelo entusiasmo que soube inculcar desde o início deste desafio e, acima de tudo, pelo apoio, conhecimentos, paciência e compreensão.

Em segundo lugar, mas não menos importante, urge agradecer a todos aqueles que comigo convivem e me apoiam incondicionalmente, em particular, pela elevada paciência e compreensão durante este moroso processo. À cabeça, naturalmente, a minha família, bem como um agradecimento especial à minha namorada Inês Duarte e a todos os meus fiéis amigos.

Não poderia deixar de registar o apoio logístico facultado pelo Instituto Superior de Economia e Gestão. Com efeito, gostaria, ainda, de ressaltar a total disponibilidade de dois colegas, Cristhian Abreu e Nuno Ramos que sempre que solicitados demonstraram total cooperação no esclarecimento das minhas questões, nomeadamente, na partilha das bases de dados, no processo de revisão de literatura e dúvidas relacionadas com o software estatístico.

À professora Doutora Inês Maria Galvão Teles Ferreira Da Fonseca Pinto pelas valiosas recomendações que me deu relativamente à base de dados Amadeus, nomeadamente, numa fase tão importante como a embrionária.

Índice

Resumo.....	i
Abstract	ii
Agradecimentos	iii
Lista de tabelas	vi
Abreviaturas e Siglas	vii
Capítulo 1. Introdução.....	1
Capítulo 2. Revisão da literatura.....	4
2.1. Teorias de estrutura de capitais	4
2.1.1. Definição de estrutura de capitais	4
2.1.2. Teorias de Estrutura de capitais.....	4
2.1.3. <i>Trade-off theory</i> modelo estático e dinâmico	5
2.1.4. <i>Pecking order theory</i>	6
2.2. Gestão de Resultados.....	6
2.2.1. Qualidade da informação financeira e relevância da informação contabilística.....	6
2.2.2. Gestão de resultados	7
2.2.2.1. Práticas e motivações para a gestão de resultados	8
2.2.3. Análise dos <i>Accruals</i>	8
2.2.4. Modelo de Identificação de <i>Accruals</i>	9
Capítulo 3. Estudos Empíricos e Hipóteses de Estudo.....	10
3.1. Estrutura de capital e Gestão de Resultados	10
3.2. Determinantes e hipóteses de estudo	12
Envolvência interna	12
3.2.1. Rendibilidade	12
3.2.2. Dimensão	13
3.2.3. Tangibilidade.....	14
3.2.4. Oportunidades de crescimento	15
3.2.5. Risco	16
Envolvência externa	17
3.2.6. Benefício fiscal não relacionado com a dívida	17
3.2.7. Crise financeira internacional.....	17
Capítulo 4. Metodologia de Investigação.....	19

4.1. Descrição das variáveis	19
4.2. Amostra	19
4.3. Modelos Empíricos.....	20
Capítulo 5. Resultados	25
5.1 – Estatísticas descritivas e análises de correlações	25
5.2 – Análise dos resultados	26
5.2.1 – Impacto das variáveis de controlo	26
5.2.2 – Impacto da criação de subamostras nas variáveis de controlo.....	28
5.2.3 – Impacto das variáveis endividamento e gestão de resultados.....	28
5.2.4 – Impacto de desfasamentos temporais.....	30
5.2.5 – Análise de Robustez.....	31
Capítulo 6. Conclusões, limitações e pistas de investigação futura	33
6.1 – Conclusões, limitações e pistas de investigação futura	33
Referências Bibliográficas	36
Anexos	40

Lista de tabelas

Tabela I - Resultados das pesquisas empíricas	40
Tabela II - Relação das variáveis de controlo com as teorias de base	40
Tabela III - Descrições das variáveis.....	41
Tabela IV - Resumo dos determinantes e hipóteses de investigação.....	42
Tabela V - Distribuição da amostra por país	43
Tabela VI – Distribuição da amostra por sector de actividade	43
Tabela VII – Distribuição da amostra por anos	44
Tabela VIII – Estatísticas Descritivas das variáveis dos Modelos A; B e C	44
Tabela IX – Matrizes de Correlação de Spearman das variáveis dos Modelos A; B e C.....	45
Tabela X - Impacto da gestão de resultados nos ajustamentos da estrutura de capital	46
Tabela XI - Impacto da gestão de resultados no acesso ao crédito.....	47
Tabela XII - Dívida como factor mediador do fenómeno da gestão de resultados.....	48
Tabela XIII - Modelo B dividido entre dois grupos de 4.1 a 4.6 grupo de empresas com variações positivas na componente dívida e de 4.7 a 4.12 grupo de empresas que esta a reduzir a dívida	49
Tabela XIV - Modelo C dividido entre dois grupos de 4.1 a 4.6 grupo de empresas com variações positivas na componente dívida e de 4.7 a 4.12 grupo de empresas que esta a reduzir a dívida	50

Abreviaturas e Siglas

CP - Capital Próprio

DA - Discretionary *accruals*

D/E – Long Term Debt/Equity ratio

E - Equity

EBIT - Earnings before interest, taxes

EBITDA - Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization

EM - Earnings Management

EQ - Earnings Quality

EUA - Estados Unidos da América

IASB - International Accounting Standards Board

JM - Jones Model

LEV - Leverage ratio

LOG - Logaritmo

MM - Modigliani e Miller

NDA - Non-discretionary *accruals*

POT - Pecking order theory

Ra - Remuneração do activo

Rd - Remuneração exigida pelos credores / Custo da dívida

Re - Remuneração exigida pelo capital próprio / Custo do capital próprio

REC - Receivables

REV - Revenue

Ru - Remuneração exigida de uma empresa totalmente financiada por capitais próprios

Tc - Tax rate

Tc×D - Present value of interest tax shield

TOT - Trade-off theory

U.E. – União Europeia

Vl - Value of a levered firm

Vu - Value of unlevered firm

Capítulo 1. Introdução

A 17 de Setembro de 2011 aumentavam os receios de que a torneira do financiamento fechasse para a banca na zona euro. Assim, na cimeira do Ecofin os ministros da U.E., apesar da muito “aclamada” crise da dívida representar uma ameaça para o crédito tentaram desdramatizar as dificuldades.

A literatura financeira na investigação sobre a temática do financiamento das empresas encontra-se centrada na combinação das escolhas entre fundos externos e/ou capital próprio, conhecida como estrutura de capitais.

Em períodos de crise económica, o nível de negócios das empresas reduz-se naturalmente, sendo que a necessidade de apresentar resultados positivos pode tornar-se impiedosa sob pena de poderem perder o apoio financeiro da banca. Assim, com a recente crise económica e financeira que se viveu na Europa e no mundo reveste-se, cada vez mais, de uma maior importância este tipo de decisões.

Na Europa a situação agrava-se com a disseminação da crise financeira de algumas dívidas soberanas. Neste período, dadas as dificuldades das instituições financeiras, as empresas encontram fortes limitações e restrições no acesso ao crédito, bem como um agravamento dos termos e condições do financiamento quando comparado com o período pré-crise.

Por outro lado, no início do presente século de mãos dadas com esta tendência verificaram-se diversos escândalos financeiros que assombraram a confiança dos utilizadores da informação contabilística. Em tempos de crise, os gestores poderão ter incentivos a influenciar a imagem da empresa perante os *stakeholders* através do recurso a práticas de gestão de resultados quer no sentido ascendente quer no sentido descendente, consoante os seus interesses.

Tais práticas, poderão ter como incentivo uma motivação por razões de financiamento.

Relativamente à literatura existente esta encontra-se, essencialmente, direccionada para as empresas cotadas ou dos países anglo-saxónicos, sendo que as empresas não cotadas constituem a maioria do tecido empresarial da U.E.

Este tipo de empresas encontra-se limitada no leque das suas opções de financiamento, dado que se encontram vetadas de dirigir-se ao mercado procurar fontes alternativas de captação de recursos. Por outras palavras, acabam por estar mais dependentes do sector bancário.

Por outro lado, a gestão de resultados em empresas não cotadas priva a obtenção de informação financeira fiável, na medida em que as suas demonstrações financeiras não são obrigatoriamente partilhadas com o público e por esta via, teoricamente, poderão ser mais propensas a serem influenciadas por comportamentos desviantes. No entanto, nestas empresas os grandes investidores de capital têm maior acesso à informação empresarial e os financiadores têm um papel mais activo na gestão.

O presente trabalho pretende diferenciar-se não só pela tipologia de empresas em estudo, bem como pela compreensão da relação ambígua entre alavancagem e gestão de resultados e não os seus efeitos em separado. Deste modo, a literatura remete-nos para dois pólos opostos que sustentam uma relação entre as duas variáveis, em primeira instância positiva como são exemplo Watts e Zimmerman (1986); Beatty e Weber (2003); DeFond e Jiambalvo (1994); Dichev and Skinner (2002) ou Gu et al. (2005). Em segundo lugar, outros autores como Jensen (1986); Jelinek (2007); Bowen et al. (2008) ou Nardi e Nakao (2009) constataram uma relação negativa entre os fenómenos.

O estudo da relação entre os fenómenos não se esgotará no sinal da sua relação. Igualmente, foi estudado qual o sentido da mesma, tendo em conta que este é um dos pontos mais fracturantes na literatura pois são exortadas duas correntes distintas sendo que nenhuma delas é considerada como dominante pela comunidade científica que estudou o tema.

Para o efeito, o presente estudo distingue-se por testar várias maneiras de aferir estas relações, sendo que de cada uma delas retiram-se ilações diferentes. Na política de financiamento: 1] ajustamentos na estrutura de capital; 2] variações absolutas da componente dívida financeira de longo prazo; 3] grupo de empresas com variações de dívida positiva na amostra e 4] grupo de empresas com variações absolutas negativas de dívida financeira na amostra. Por outro lado, nos indícios de práticas de gestão de resultados: 1] *Accruals* discricionários contemporâneos no período n e inclusão de desfasamentos temporais 2] *Accruals* discricionários no período imediatamente

precedente, $n-1$ e 3] *Accruals* discricionários no período imediatamente subsequente, $n+1$.

Em suma, encontraram-se evidências estatísticas de que no período da crise financeira, efectivamente, houve um decréscimo nos níveis de alavancagem e no acesso ao crédito por parte das empresas, simultaneamente, verifica-se uma redução das práticas de gestão de resultados. Por outro lado, constata-se que a dívida é um factor mediador do fenómeno do EM e que existe uma motivação de financiamento subjacente a estas práticas. Por fim, encontram-se provas de que estamos perante um fenómeno que não é planeado mas reactivo, no qual no período pré-crise era utilizado para operar em níveis de alavancagem superiores e no período de crise para aceder ao crédito.

O presente estudo interessa, em primeiro lugar, à banca na medida em que, em ciclos económicos desfavoráveis a alocação dos seus financiamentos aos mutuantes tem que ser cuidadosa por via do aumento do risco de comportamentos desviantes por parte da gestão exponenciado nestas circunstâncias.

Contrariamente, por parte do regulador cabe a posição de “equilibrar as forças” com um controlo eficaz através de um normativo contabilístico rigoroso. Por fim, os *stakeholders* podem beneficiar com o presente trabalho através da compreensão dos comportamentos dos diferentes agentes económicos em estudo, nomeadamente, ao nível das suas motivações, atuações e tempestividade.

A dissertação segue a seguinte estrutura: Capítulo 1 – Introdução; Capítulo 2 – Revisão da literatura, Capítulo 3 - Estudos empíricos e hipóteses de investigação; Capítulo 4 – Metodologia de investigação; Capítulo 5 – Análise de Resultados; Capítulo 6 – Conclusões, limitações e pistas de investigação futura.

Capítulo 2. Revisão da literatura

2.1. Teorias de estrutura de capitais

2.1.1. Definição de estrutura de capitais

Segundo Myers (2001), a estrutura de capital de uma empresa consiste no mix de fontes de financiamento usadas por estas para financiar os seus investimentos reais. Esta definição mais lata propicia alguma discrepância nas diferentes definições enunciadas por diversos autores, por exemplo Brealey et al. (2009) sustentam que a estrutura de capital consiste no “*mix of long-term debt and equity financing*”.

No entanto, se a estrutura de capitais descreve a forma como as empresas financiam os seus activos será desadequado para alguns autores incluir, exclusivamente, a dívida financeira de longo prazo quando é possível emitir dívida de curto-prazo ou dívida convertível. Neste sentido, por exemplo Welch (2011) desafiou a inclusão de dívida financeira de curto-prazo na mensuração do rácio de alavancagem.

Em suma, pode-se definir estrutura de capitais como o mix de dívida financeira de curto e longo prazo, de dívida convertível e de emissão de capital próprio. A empresa pode emitir inúmeras combinações de diferentes títulos cuja composição da carteira será conhecida como estrutura de capital.

2.1.2. Teorias de Estrutura de capitais

Bessler et al. (2011) resumem as teorias consideradas como as mais relevantes sobre a estrutura de capital.

As teorias financeiras de base de estrutura de capital têm a sua génese no trabalho desenvolvido por Modigliani e Miller (1958) conhecido também como a proposição de irrelevância da estrutura de capital das empresas. Por outras palavras, os autores concebem que perante determinadas circunstâncias ¹ o custo de capital e o valor de uma determinada empresa são independentes das escolhas de financiamento.

¹ Tais condições são: 1) Ausência de custos de transacção; 2) Taxa sem risco para tomadores e credores; 3) Inexistência de custos de falência; 4) Existência apenas de dívida sem risco e capital próprio; 5) Mesma classe de risco para as empresas; 6) Inexistência de impostos; 7) Todos os fluxos de caixa eram perpétuos; 8) Ausência de assimetria de informação entre gestores e investidores; 9) Os gestores procuravam sempre maximizar a riqueza dos accionistas e 10) Os fluxos de caixa não eram afectados por mudanças na estrutura de capital da empresa

Esta teoria da irrelevância da dívida é demonstrada pelos autores em duas proposições.

Com efeito, Modigliani e Miller (1963) realizaram um estudo posterior em que corrigiram as suas proposições anteriores através da introdução dos impostos. Os autores passaram a considerar a influência da tributação na estrutura de capital de uma empresa considerando que esta poderá usufruir de uma poupança fiscal resultante do seu nível de endividamento.

Por sua vez, os autores concluíram, ainda, que o custo de capital diminui com o recurso a mais dívida. Deste modo, teoricamente, seria desejável incorrer ao endividamento tanto quanto fosse possível, sendo que o ideal seria ser financiado totalmente por capitais alheios. As duas proposições retractam o que acabou de se enunciar.

2.1.3. *Trade-off theory* modelo estático e dinâmico

Em consonância com Jensen (1986), Baxter (1967) e Kraus e Litzenberger (1973) consideram que os custos de falência directos² ou os indirectos³, mais difíceis de mensurar, deverão ser incluídos no modelo como um custo a deduzir aos benefícios fiscais do recurso ao endividamento. A trade-off theory no seu modelo estático propõe a incorporação de três componentes na avaliação do valor de uma empresa alavancada, $Vl = Vu + \text{Poupança fiscal} - \text{Custos de falência}$, sustentando que enquanto o benefício marginal de incorrer em mais dívida superar os custos de falência será sempre benéfico recorrer a um maior endividamento.

No entanto, este modelo estático descora o facto da estrutura de capital de um determinado período ter que estar, no mínimo, relacionada com o período precedente, assim como, irá ter que considerar as expectativas futuras quando uma empresa decide a estrutura de capital a operar num determinado período.

² Custos administrativos e legais decorrentes do processo de falência

³ Custos de agência decorrentes de conflitos de interesse entre accionistas e credores, perdas operacionais por perdas de clientes, perda de poder negocial junto dos fornecedores ou, ainda, a incapacidade de manter os próprios empregados

Os grandes impulsionadores do desenvolvimento da *trade-off theory* dinâmica foram Fischer et al (1989)⁴.

2.1.4. Pecking order theory

A *pecking order theory* tem a sua génese na assunção de que, ao contrário, do que era defendido por Modigliani e Miller existem inúmeras imperfeições no mercado.

Esta teoria, apresentada por Myers (1984) e desenvolvida por Myers e Majluf (1984), sustenta, essencialmente, que as empresas pretendem encontrar a fonte de captação de fundos mais barata para os seus investimentos. No topo da hierarquia das fontes de financiamento encontram-se os fundos auto-gerados / resultados retidos seguido dos fundos externos/ Capital alheio por emissão de dívida, obrigações ou obrigações convertíveis e, por último lugar, emissão de capital próprio.⁵

2.2. Gestão de Resultados

2.2.1. Qualidade da informação financeira e relevância da informação contabilística

Um dos principais objectivos do IASB consiste na produção de normas internacionais de qualidade. Não obstante da inexistência de uma definição clara do que é a qualidade da informação contabilística, regra geral, para aferi-lo utiliza-se o valor relevante e a qualidade dos resultados⁶. O foco deste estudo irá centrar-se na qualidade dos resultados⁷.

⁴ Esta teoria apresenta a simulação de alavancagem sob o regime de custos fixos e proporcionais, sendo constatado um intervalo óptimo de endividamento restringido pelos limites superior e inferior, no qual a empresa não reage a movimentos da estrutura de capital. Apenas quando o endividamento atinge (ou ultrapassa) um dos limites do intervalo óptimo é que a empresa realiza o ajuste da estrutura de capital. Para custos fixos e proporcionais de ajustamento a empresa fará o ajuste de forma a retornar o endividamento ao interior do intervalo óptimo de endividamento

⁵ Para minimizar os efeitos da assimetria de informação, segundo Myers (2001) os gestores preferem emitir dívida em detrimento de capital próprio. Em primeiro lugar, se a empresa enveredar por emitir capital próprio transmite a ideia de que não consegue satisfazer as suas oportunidades de investimento de outra maneira. Por outro lado, a remuneração exigida/esperada de um credor ou obrigacionista é inferior ao de um accionista por este acarretar num risco maior em virtude de, em caso de falência, ser o último a ser ressarcido dos seus direitos e os últimos a receber os fluxos gerados da actividade operacional.

⁶ Pennan e Zhang (2002) definem a qualidade dos resultados, caso estes forem bons indicadores dos proveitos futuros. Isto é, um investidor compra fluxos de caixa futuros pelo que os resultados reportados terão qualidade se os mesmos forem um bom indicador destes.

⁷ Para Cohen (2003) o foco é dado na precisão com que os dados contabilísticos representam o valor intrínseco da empresa, mais especificamente, define, uma vez mais, que os resultados são de elevada qualidade se estiverem fortemente associados a futuros cash-flows operacionais.

Em suma, o factor determinante e crucial para a qualidade do relato financeiro a ser abordado ao longo do presente trabalho será associado ao fenómeno da gestão de resultados.

2.2.2. Gestão de resultados

Na sua essência o conceito de gestão de resultados pode ser considerado como a acção premeditada levada a cabo por parte da gestão com o intuito de afectar os resultados contabilísticos, nomeadamente, os *reportings* financeiros. No geral, tem como principal objectivo alterar a percepção dos *stakeholders* da empresa, sendo por esta via, uma componente que pode influenciar negativamente a qualidade dos resultados/qualidade da informação financeira.

A literatura remete-nos para as seguintes duas definições mais comuns para gestão de resultados. Segundo Schipper (1989), esta prática consiste na manipulação dos resultados propositada no processo de reporte financeiro com vista à obtenção de ganhos particulares por via da escolha de soluções contabilísticas que proporcionem o resultado que se afigure mais adequado aos interesses da empresa e/ou dos gestores.

Alternativamente, Healey e Wahlen (1999) consideram o *earnings management* a ocorrência quando os gestores usam o seu próprio julgamento para alterar os *reportings* financeiros, quer para influenciar alguns dos seus *stakeholders* quanto à performance da empresa mas também para dar cumprimento a determinadas cláusulas contratuais que dependam de indicadores contabilísticos.

Com efeito, a delimitação legal dos conceitos de gestão de resultados e contabilidade fraudulenta é remetida por Dechow e Skinner (2000). Os autores distinguem o primeiro como a manipulação da informação quando ocorre no âmbito das normas e práticas aceites contabilisticamente. Ao invés, a fraude é uma manipulação que viola as normas e princípios contabilísticos com o intuito de enganar configurando uma prática ilegal e, portanto, punível pela lei.

2.2.2.1. Práticas e motivações para a gestão de resultados

No que toca à materialização da gestão de resultados esta prática poderá assumir diferentes formas com recurso a diversas técnicas de manipulação contabilística⁸ que pretendem “empurrar” os resultados para cima ou para baixo consoante os seus interesses.

No que concerne às motivações da gestão subjacentes ao *Earnings Management* estas agrupam-se em quatro razões principais⁹. No presente estudo serão enunciadas exclusivamente as motivações relevantes para o tema do trabalho.

As questões relacionadas com obtenção de financiamento a um custo mais reduzido ou de alocação de financiamento externo têm um lugar de destaque nas preocupações dos gestores, assim como, satisfazer/atingir as previsões dos analistas [Burgstahler e Dichev (1997)].

Autores como Jones (1991) e Cahan (1992) evocam que os gestores pretendem evitar as más notícias que possam repercutir-se na exposição pública através da sua reputação. Elas podem acarretar consigo um custo associado de potenciais perdas de investidores que, por exemplo, poderão vetar o acesso ao crédito.

2.2.3. Análise dos *Accruals*

Como se sabe segundo as convenções contabilísticas a decomposição dos resultados resulta da soma aritmética entre *Accruals* e *Cash-Flows*, $Earn_t = CF_t + ACG_t$. Os *Accruals* Totais (AT) podem ser identificados por dois enfoques: Pelo Balanço ou pela DFC, sendo que na DFC os AT são calculados pela diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa das operações, enquanto que no Balanço os AT são encontrados por uma especificação¹⁰. No estudo, os *Accruals* Totais serão calculados através das rubricas do balanço.

A manipulação da primeira componente, os *cash-flows*, é, necessariamente, mais difícil pois implicaria a alteração de pagamentos e/ou recebimentos de transacções reais

⁸ Notas teóricas remetidas no Apêndice B – Notas teóricas sobre gestão de resultados

⁹ Temos as motivações relacionadas com o mercado de capitais, as motivações com o cumprimento de objectivos, previsões e questões contratuais, motivações decorrentes de questões políticas, legais e de regulação e, por último, motivações com questões fiscais

¹⁰ $AT = (\Delta Ac - \Delta Cx) - (\Delta Pc - \Delta Div) - Dep$ (onde Δ = variação anual observada na variável; Ac= Activo Corrente; Cx= Caixa e equivalentes de caixa; Pc= Passivo Corrent; Div= Dívida financeira de curto prazo e Dep= Depreciações e amortizações)

o que, à partida, exigirá a participação de terceiros alheios à empresa. Teoricamente, esta componente estará mais relacionada com a fraude contabilística sendo, por isso, considerada por hipótese contabilidade não manipulável.

Por outro lado, a manipulação dos *Accruals* é referida na literatura como mais facilmente manipulável e de menores custos recorrendo à flexibilidade das normas para benefício próprio.

Assim sendo, as acções que resultam da actividade ordinária da empresa são conhecidas como os *Accruals* não discricionários. No que toca às acções que dependem do julgamento dos gestores são conhecidas como os *Accruals* discricionários, sendo estas variáveis artificiais que potenciam o objectivo de manipular o resultado contabilístico.

2.2.4. Modelo de Identificação de *Accruals*

A detecção das práticas de gestão de resultados não se afigura uma tarefa simples e objectiva por duas razões.

Com efeito, a manipulação discricionária de *accruals* é, efectivamente, a forma mais usada. Watts e Zimmerman (1986) argumentam que talvez por ser aquela que acarreta menos custos, mais difícil de ser detectada e, também, mesmo de mais difícil auditoria dada a natureza subjectiva dos juízos envolvidos. No entanto, estas práticas tendem a deixar um rasto que se reflecte nos *accruals* daí o recurso frequente aos modelos baseados na análise desta variável.

O modelo a que recorre o presente trabalho é a proposta inicial por Jones (1991), melhorada com o contributo de DeFond e Jiambalvo (1994) com a inclusão da vertente *cross-sectional* que permite acrescentar ao modelo uma melhor qualidade e uma maior fiabilidade das estimativas geradas por este.

A autora Jones (1991) tinha como principal objectivo determinar em que medida a componente dos resultados relativa aos *accruals* incluiu significativa discricionariade que é o mesmo que dizer, se existem indícios da prática de manipulação de resultados. O modelo exorta que os *accruals* normais são explicados pela respectiva variação da actividade operacional através de uma combinação linear da variação do volume de negócios e do investimento total para controlar a componente não discricionária.

Com efeito, a formulação original do modelo de Jones (1991)¹¹ é a seguinte:

$$\frac{WACC}{A_{t-1}} = \alpha + \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta \left(\frac{\Delta REV}{A_{t-1}} \right) + \beta \left(\frac{PPE}{A_{t-1}} \right) + \varepsilon \quad (1)$$

Por esta via, a parte discricionária dos *accruals* que é usada como proxy às práticas de gestão de resultados é obtida através da diferença entre os *accruals* totais observados e os *accruals* não discricionários sugeridos pelo modelo. Desta forma, os *accruals* discricionários serão os resíduos de estimação do modelo: *Accruals* Totais – *Accruals* Estimados = Resíduos do Modelo = *Accruals* Discricionários.

Capítulo 3. Estudos Empíricos e Hipóteses de Estudo

3.1. Estrutura de capital e Gestão de Resultados

As decisões de estrutura de capital, nomeadamente, no que respeita ao endividamento podem levar a empresa a adoptar determinados comportamentos que influenciem a qualidade dos resultados.

Por exemplo, segundo autores como Watts e Zimmerman (1986) a existência de um elevado nível de endividamento e a pressão para a sua manutenção ao menor custo possível poderá ser um incentivo à manipulação dos resultados. Beatty e Weber (2003) defendem que a existência de *covenants* nos contractos de dívida pode, igualmente, originar práticas de adulteração do relato financeiro. DeFond e Jiambalvo (1994) encontraram evidência empírica que os gestores recorrem ao seu poder discricionário com oscilações nos *accruals* para diminuir a probabilidade de violação destas cláusulas.

Com efeito, a literatura divide-se em dois pólos relativamente a esta questão.

Por um lado, encontram-se os estudos que sugerem que as empresas mais alavancadas estão mais predispostas a práticas de gestão dos resultados, ou seja, remete-

¹¹ Em que:

WACC/ A t-1 : Accruals totais / Total working accruals ponderados pelo total dos activos em t-1, no período t para uma dada empresa i

Δ REV: Variação do volume de negócios, no período t para uma dada empresa i

PPE: Valor bruto dos activos tangíveis, no período t para uma dada empresa i

A t-1: Total dos activos, no período t-1 para uma dada empresa i

nos para uma associação positiva como obtida por Dichev e Skinner (2002) que encontraram evidências empíricas nesse sentido.

Por outro lado, autores como Jensen (1986) ou Jelinek (2007) argumentam que a dívida reduz a margem para comportamentos oportunistas por parte dos gestores, ou seja, consideram a dívida como efeito mediador do fenómeno da gestão de resultados. Para além deste argumento reconhecem, ainda, que as empresas mais alavancadas para incorrerem em novos financiamentos externos terão que ser, forçosamente, alvo de um maior escrutínio por parte dos credores sendo por esta via um desincentivo a comportamentos desviantes por parte da gestão.

Neste sentido, para além dos impostos, custos de falência e as proxys tradicionais estudadas na literatura a variável qualidade do relato financeiro reveste de capacidade explicativa nas tomadas de decisão da estrutura de capital.

Autores como Gu et al (2005) utilizam como proxy para a alavancagem de uma empresa a razão entre o total das dívidas em relação ao respectivo património líquido. As evidências empíricas deste estudo revelam uma relação positiva entre a variação do nível de alavancagem e os *accruals* anormais numa amostra de empresa dos EUA.

Os autores como Bowen et al. (2008) enveredaram por utilizar uma métrica diferente para a alavancagem financeira assumindo, tal como no presente estudo, a razão entre as dívidas de longo prazo sobre o património líquido. Neste caso, as evidências empíricas encontraram uma relação negativa entre o endividamento e a gestão de resultados.

Estudos como os de Nardi e Nakao (2009) ao utilizarem a mesma proxy para a alavancagem financeira que o estudo anterior, verificaram que as empresas com maior custo de dívida são aquelas que evidenciam uma maior discricionariedade nos seus *accruals*, exortando, novamente, uma relação negativa entre as duas variáveis.

No que remete à detecção de práticas de gestão de resultados reportada por DeFond e Jiambalvo (1994) os autores recorreram, como no presente estudo, ao modelo de Jones sendo que a relação entre as variáveis foi referenciado anteriormente.

Neste sentido, formula-se no presente estudo que a génese desta relação reside nas pretensões contratuais das empresas quer por concessão de crédito, quer por aprovação dos seus limites ou até mesmo durante a vigência do financiamento para dar cumprimento a determinadas cláusulas. Assim sendo, supõe-se que, numa lógica

oportunista, as empresas de forma a captar recursos de terceiros poderão ter maiores incentivos a “mascarar” a sua real performance financeira e económica.

3.2. Determinantes e hipóteses de estudo

Nesta secção enumeram-se 7 características das empresas e da sua envolvência que a literatura apresenta como factores que exercem uma influência, simultânea, nas decisões de estrutura de capital e de gestão de resultados de forma a servir de ponto de partida para o estudo da sua relação [Tabela I, II, III e IV].

Envolvência interna

3.2.1. Rendibilidade

Myers (1984) argumenta que os resultados retidos ou fundos auto-gerados estão no topo da hierarquia de prioridades dentro das alternativas de financiamento de uma empresa. Assim, se uma empresa tem uma rendibilidade elevada vai permitir que os resultados facultem um maior montante desta fonte preferencial em detrimento do endividamento que irá por isso diminuir em termos relativos.

Rajan e Zingales (1995) reforçam a posição de que as empresas com elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de endividamento devido à elevada capacidade de se autofinanciarem.

Um dos incentivos às práticas de gestão de resultados prende-se com a necessidade de corresponder às previsões dos analistas. Neste sentido, existem estudos que obtiveram evidência que o comportamento das empresas em dificuldades financeiras ou com má performance, nessas circunstâncias, tendem a sobreavaliar o prejuízo com o intuito de tornar mais fácil a obtenção de resultados positivos futuros, conhecido como *big bath behavior*. De facto, estudos como os de Beasley (1996) e de Davidvson et al. (2005) encontraram evidência de uma certa correspondência entre empresas nesta situação e a existência de *accruals* anormais negativos.

Kothari et al (2005) e Jirapon et al (2007) encontraram, igualmente, uma associação negativa entre a gestão de resultados e a rendibilidade numa perspectiva diferente. É expectável que a empresa ao demonstrar uma forte posição no mercado irá

satisfazer ou aliciar potenciais novos investidores para estas empresas, assim, fará com que esta seja alvo de um maior escrutínio.

Em suma, a literatura diverge na aplicação das métricas a utilizar nos estudos empíricos, autores como Fama e French (2002), aplicam nos seus trabalhos o EBIT / Total do activo, enquanto por exemplo Rajan e Zingales (1995), utilizam o EBITDA/ Total dos activos sendo esta, teoricamente, adequada ao estudo por não ser influenciada ou enviesada pelas políticas contabilísticas ou decisões dos gestores.

3.2.2. Dimensão

Espera-se uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a capacidade das empresas operarem em níveis de alavancagem superiores de acordo com as evidências de Rajan e Zingales (1995) e Frank e Goyal (2003).

A primeira razão reside no facto das grandes empresas aumentarem a sua capacidade de endividamento ao seguirem uma estratégia de diversificação das áreas de negócio permitindo-lhes obter fluxos financeiros com menor volatilidade, contribuindo para a diminuição do risco de falência. Assim, segundo Frank e Goyal (2009) o facto dos custos fixos de falência representarem uma pequena proporção relativamente aos custos de falência totais contribuí para diminuir o custo total do endividamento.

Além do mais, Ferri e Jones (1979) exortam um argumento adicional que reside na capacidade do endividamento das grandes empresa em obter notações de crédito mais elevadas suportando taxas de juro mais baixas nos empréstimos obtidos.

No entanto, existe um misto de argumentos em relação ao sentido do acesso à dívida por parte das empresas de menor dimensão. Estas encontram-se limitadas no seu leque de opções de financiamento por não terem capacidade de obter recursos de outra forma, por esta via, são “forçadas“ a recorrer mais vezes a financiamento externo que as de maior dimensão, Titman e Wessels (1988).

Normalmente, as empresas de maior dimensão e, geralmente, de maior visibilidade tendem a ser alvo de maior regulação e fiscalização o que pode contribuir para um menor nível de erros e manipulação discricionária.

Por exemplo, Reynolds e Francis (2001) encontraram evidência de que a qualidade do trabalho do auditor em clientes de maior dimensão tende a ser superior, segundo estes autores, os auditores adoptam uma postura mais conservadora de forma a não colocar em causa a sua reputação. Por outro lado, os sistemas de controlo interno

são, teoricamente, mais eficazes e eficientes em empresas de maior dimensão comparativamente com as menores, estes dois factores dão menor aso a comportamentos de gestão de resultados por parte dos gestores.

Myers (2001) propõe a métrica mais consensual o Log (total do activo), pese embora, sejam usadas em outros estudos o log (volume de negócios, vendas e prestação de serviços) e, em raros casos, o log do número de trabalhadores.

3.2.3. Tangibilidade

Os activos tangíveis apresentam um valor superior aos demais em caso de liquidação ou falência da empresa.

Esta maior segurança para os potenciais investidores resulta deste tipo de activos poderem servir de garantia quando são dados como colaterais. O colateral fará reduzir o risco dos credores e em, última instância, reduzir o custo da dívida para as empresas, [Gaud et al (2005)], igualmente, Frank e Goyal (2009) argumentam que o custo da dívida deverá descer por via da colateralização.

Por outro lado, dada a garantia obtida pelos credores no processo de obtenção de crédito em situações de incumprimento por parte da empresa, origina a que este tipo de empresas passe a estar capacitadas a operar com níveis de endividamento superiores e sem incorrer em custos de pressão financeira adicionais, segundo Titman e Wessels (1988). Assim sendo, depreende-se que a tangibilidade de uma empresa e o seu nível de alavancagem têm uma associação positiva corroborada por Rajan e Zingales (1995) para além dos supracitados.

Como constatado em Jones (1991), os *accruals* esperados pelo modelo dependem positivamente do rácio de tangibilidade. Neste sentido, quanto mais tangível for uma empresa é expectável que a proporção dos *accruals* totais observados seja justificado em parte por este factor o que induzirá a menores práticas de gestão de resultados que exortam do erro do modelo estimado.

Por outras palavras, caso o valor de *accruals* totais observado num dado período seja elevado e o rácio de tangibilidade seja reduzido pode induzir que parte da variação dos *accruals* não seja explicada pela actividade operacional dita normal que remeterá, por consequência, para uma maior probabilidade de comportamentos desviantes por

parte da gestão o que conduz a uma relação, previsivelmente, negativa entre as duas variáveis.

A métrica utilizada deverá ser comparável à usada para o nível de alavancagem. Assim, no caso de uso da dívida financeira em razão do total do activo como, por exemplo, Welch (2011) sugere a medida de tangibilidade deverá captar todos os factores que poderão servir de colaterais como inventários, contas a receber, etc...Ao invés, como no presente estudo, quando o denominador utilizado for o capital próprio como proxy do endividamento deverá ser utilizado o rácio activos fixos/activos totais.

3.2.4. Oportunidades de crescimento

A primeira noção desta relação é remetida por Myers (1977) sustentando que as empresas que financiam projectos com recurso a dívida, os proveitos decorrentes deles serão divididos entre accionistas e credores, de acordo com condições predefinidas. Em muitos casos perante boas oportunidades de crescimento, os credores¹² apoderam-se de uma parte bastante significativa dos proveitos decorrentes dos projectos financiados.

No entanto, as empresas com mais oportunidades de crescimento necessitam, naturalmente, de mais investimentos. Assim, quando o lucro não é suficiente para cobrir esses mesmos investimentos o endividamento torna-se a próxima opção.

Butler et al. (2004) sustentam que as empresas que se encontram com muitas possibilidades de crescimento estarão sujeitas a uma maior pressão para manter a sua rendibilidade em patamares elevados. Assim, aliado à exigência de apresentação de resultados estáveis poderá potenciar as motivações no sentido de práticas de gestão de resultados para alcançarem as suas metas.

Segundo McNichols (2000,2003) dado que os *accruals* tendem a reflectir as variações nas rubricas do Fundo de Maneio é expectável que as empresas de maior crescimento tenham maiores níveis de *accruals*. Neste sentido, espera-se que quanto maior for o crescimento esperado maiores sejam as motivações para desenvolver práticas de gestão de resultados pelo que remete-nos para uma relação positiva entre ambas.

¹² As pesquisas mais recentes verificam que o incremento das assimetrias de informação e problemas de agência resultantes de um leque alargado de oportunidades de crescimento remete para uma relação negativa com o intuito de manter a alavancagem num nível baixo.

A proxy mais comum a ser utilizada para as oportunidades de crescimento futuras na relação com o endividamento é o rácio Market-to-Book da empresa. No entanto, tendo em conta a inadequação da métrica supracitada no presente estudo será utilizada como proxy para oportunidades de crescimento a variável taxa de crescimento do activo líquido.

3.2.5. Risco

O conceito de risco remete-nos para a volatilidade dos resultados de uma empresa. Teoricamente, uma empresa de maior risco, provavelmente, enfrentará custos mais elevados de pressão financeira o que conduzirá a um veto a que esta continue a operar em níveis superiores de alavancagem¹³. Simultaneamente, a volatilidade dos resultados poderá limitar a possibilidade de usufruto dos benefícios fiscais da dívida remetendo para menores níveis de emissão de dívida, Frank e Goyal (2009).

No que remete para a gestão de resultados constatou-se ao longo do presente trabalho que as práticas discricionárias estão delineadas para atingir certas metas como a manutenção de determinados níveis financeiros e económicos que servem para mensurar os riscos associados às actividades operacionais da empresa.

Com efeito, práticas como o *income smoothing* (suavização de resultados) cujo principal objectivo é a redução da volatilidade dos resultados reportados tem como intuito ir ao encontro dos desígnios dos investidores que na sua maioria preferem lucros estáveis. Outros exemplos poderiam ser as motivações dos gestores para atingirem determinados bónus, para não violarem determinadas cláusulas ou, ainda, cumprir com as expectativas dos analistas financeiros. Sendo certo que este conjunto de práticas por parte dos gestores tem uma, natural, relação positiva com a volatilidade dos resultados.

É usual o recurso ao desvio padrão dos resultados, ou seja, desvio padrão do EBITDA como Ferri e Jones (1979) sugerem.

¹³ Podemos constatar que empresas menos estáveis nos seus resultados poderão ser alvo de exigência de uma taxa de retorno superior por parte dos investidores [Rajan e Zingales (1995)]

Envolvência externa

3.2.6. Benefício fiscal não relacionado com a dívida

DeAngelo e Massulis (1980) abordam esta variável de controlo argumentando que empresas possuidoras de maiores montantes de impostos não dedutíveis com a dívida externa terão menos necessidades de alavancarem-se para beneficiar da poupança fiscal. Deste modo, estas empresas pelas razões expostas em cima irão ter menos incentivos a endividarem-se, [Titman e Wessels (1988)].

Seguindo a evidência empírica de Jelinek (2007) e Jensen (1986), os autores argumentam que o aumento da dívida poderá ser visto como uma alternativa plausível de controlar os comportamentos oportunistas por parte dos gestores, ou seja, endividamento como factor mediador da gestão de resultados. Assim sendo, se os benefícios fiscais de incorrer em mais dívida diminuem por força do acréscimo de vantagens fiscais não resultantes do endividamento poderá levar a um aumento de práticas de gestão de resultados pela perda de um mecanismo externo de controlo dos gestores que poderá ser a dívida financeira.

No que concerne à mensuração desta característica esta deverá captar os benefícios fiscais não resultantes do endividamento. As variantes das amortizações, depreciações são, frequentemente, utilizadas na literatura e dada a relevância para o estudo a medida a considerar será o peso das depreciações e amortizações nos activos totais.

3.2.7. Crise financeira internacional

Dada a importância da crise financeira despontada em 2007 na Europa, vários estudos foram desenvolvidos com o intuito de estudar as causas e consequências da mesma.

Estudos como os de Ivashina e Scharfstein (2010) concluem que durante a crise financeira o montante de novos empréstimos diminuiu substancialmente, independentemente, da tipologia dos mesmos. Esta diminuição poderá reflectir em parte, segundo os autores, a diminuição na procura de fundos fruto do corte de projectos

de expansão das empresas dada a inserção numa nova conjuntura económica desfavorável.

No entanto, deve-se, essencialmente, à redução do crédito promovido pelas instituições financeiras, bem como ao progressivo aumento das respectivas taxas de juro.

Na mesma linha de raciocínio, Akbar et al (2013) encontraram evidência nas empresas não cotadas do Reino Unido que a crise afecta o nível de alavancagem das empresas. Encontraram, ainda, prova de que a política de financiamento das empresas está dependente das variações na oferta de crédito por parte das instituições financeiras e que empresas com estas características são incapazes de encontrar fontes alternativas de financiamento ao crédito promovido pelo sistema bancário.

Neste sentido, por via do condicionamento do acesso ao crédito motiva a que na estimação dos diferentes modelos seja pertinente a inclusão de subamostras para os períodos antes e durante a crise financeira europeia.

A flexibilidade no que remete à aplicação das normas internacionais contabilísticas e respectivos princípios dá aso a que os gestores preconizando determinados interesses consigam através do seu poder discricionário não violar uma determinada cláusula de um empréstimo. Podem, ainda, atingir um certo nível de um indicador de performance financeiro que facilitará a credibilização como uma empresa rentável com o intuito de afigurar-se mais atractiva para os investidores que a empresa vizinha.

Num contexto de crise económica e financeira, prevê-se que haja um conjunto de incentivos adicionais a “mascarar” o verdadeiro desempenho económico da empresa que poderá despoletar numa crescente manipulação das actividades não operacionais através do aumento ou diminuição do resultado gerado via *accruals*.

Em suma, para além da criação de uma variável binária para a crise financeira, a amostra será dividida em dois grupos.

O primeiro período entre 2006 e 2007 representa o período pré-crise, isto é, representa o período onde não existiram rupturas evidentes no mercado financeiro e onde existiu facilidade no acesso ao crédito e liquidez. A segunda parte será constituída pelo período entre 2008 e 2013 que representa o período de crise financeira, este é caracterizado por problemas de liquidez e onde o acesso ao crédito é bastante limitado.

H1: Num contexto de crise económica e financeira, é expectável que as empresas apresentem: A) menores níveis de alavancagem; B) reduzam o recurso à dívida; C) tenham mais incentivos para a práticas de gestão de resultados

A política de financiamento de uma empresa, nomeadamente, relativamente ao endividamento pode despoletar incentivos a práticas de gestão de resultados. A literatura remete-nos para um misto de argumento no que toca à presente questão de investigação.

No entanto, por razões de obtenção de fundos externos, para aprovação ou estabelecimento de tectos para os mesmos, pelo custo da dívida ou, ainda, para evitar situações de possível violação de cláusulas estabelecidas nos contratos de dívida, os gestores poderão ter incentivos a recorrer a práticas de adulteração de resultados afectando, por esta via, a qualidade dos mesmos.

H2: É expectável que exista: A e C) uma relação positiva e significativa entre as decisões de endividamento de uma empresa e os incentivos às praticas de gestão de resultados; B e C) uma relação positiva e significativa entre o acesso ao crédito e os incentivos às práticas de gestão de resultados

Capítulo 4. Metodologia de Investigação

4.1. Descrição das variáveis

Tendo presente a literatura sobre as principais teorias de estrutura de capitais e de gestão de resultados na tabela III, dos anexos, serão enunciadas as diferentes variáveis utilizadas no presente estudo, bem como a respectiva mensuração.

4.2. Amostra

À semelhança da maioria dos estudos o presente trabalho socorreu-se de dados provenientes das informações públicas sobre as empresas, nomeadamente, os balanços patrimoniais e as demonstrações de resultados obtidos a partir da base de dados Amadeus, pertencente ao *Bureau Van Dijk*.

A informação consultada remete para o dia 6 de Setembro de 2015, constituído por empresas não cotadas da U.E. num período amostral de 8 anos, compreendido entre 2006 e 2013. Destas excluíram-se empresas do sector financeiro e do sector da administração pública por evidenciarem características peculiares, sendo abrangidas por normas específicas de contabilidade e, deste modo, a sua agregação com as demais poderia resultar num enviesamento de resultados.

Posteriormente, filtrou-se a respectiva amostra através da exclusão de pequenas e micro empresas segundo os critérios emanados da recomendação da comissão 2003/361/CE de 6 de Maio de 2004¹⁴. Este passo pretende eliminar o efeito de empresas que poderão estar excluídas do acesso ao crédito por outras razões que não a alteração conjuntural resultante da crise financeira.

Após eliminarem-se todas as empresas que não tinham informação disponível suficiente para o cálculo das diferentes medidas necessárias, constatou-se que por carência de dados não foi possível recolher informação sobre os seguintes 6 países: o Chipre, Dinamarca, Eslovénia, Lituânia, Malta e Roménia. Por esta via, numa primeira fase a amostra inicial correspondeu a 15420 empresas dos restantes 22 países da U.E. a 28., sendo destes eliminados todos os valores considerados como *outliers* que estivessem abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99.

Em suma, a Tabela V indica-nos que os países mais representativos são a Bélgica, Itália, Suécia e U.K.. Por outro lado, a Tabela VI evidencia que o sector industrial e de comercio por grosso são os mais expressivos em termos relativos na amostra, sendo que para finalizar na Tabela VII são remetidos as distribuições por ano da amostra.

4.3. Modelos Empíricos

Importa ressaltar que o principal objectivo do estudo é averiguar o impacto da gestão de resultados nas decisões de política de financiamento, nomeadamente, em relação ao endividamento.

Para o efeito, este impacto será inferido segundo o recurso a três variáveis primeiro, EM contemporânea, ou seja, valor absoluto dos *accruals* discricionários no momento *n*. Adicionalmente, recurso a defasamentos temporais nos períodos

¹⁴ Para que uma empresa da U.E. seja considerada uma PME é preciso que o seu Activo total anual não seja superior a 43 milhões de euros. Excluíram-se portanto as empresas que no último ano de publicação violavam este critério

imediatamente precedentes e subsequentes em relação ao momento n , isto é, EM $n-1$ e EM $n+1$ sob o efeito das variáveis de controlo descritas na Tabela III.

De salientar, ainda, que o foco do presente estudo centra-se em captar informações transversais da economia e não pretende focalizar-se na análise macro de países ou sector, assim nesta análise agregada não serão excluídos países ou sectores com menos de 10 empresas como em Cohen (2008).

No presente estudo irá ser efectuada uma análise *Cross-sectional*, isto é, para controlar os efeitos fixos recorreu-se às seguintes variáveis:

Ano

As variáveis ano serão usadas, como na maioria dos estudos empíricos para controlar os efeitos conjunturais e genéricos associados a cada exercício. Desta forma, serão criadas $n - 1$ variáveis *Dummy* correspondente aos anos da amostra de dados, assumindo o valor 1 caso a observação pertença a esse ano, ou o valor 0, caso contrário.

Indústria

As empresas tendem a seguir as suas concorrentes pelo que os respectivos comportamentos podem ser afectados por características exclusivas da indústria a que pertencem, sendo que a inclusão desta característica pretende controlar esse efeito. Adaptar-se-á à classificação das indústrias proposta em Barth et al (1999)¹⁵.

País

Serão criadas, igualmente, $n-1$ variáveis *Dummy* relativamente aos países constituintes da amostra com o intuito de controlar os efeitos conjunturais dos diferentes países, sendo que pretende-se que esse efeito seja eliminado.

Serão concebidos 3 modelos estimados através do método OLS segundo uma abordagem *cross-sectionally pooled cross-sectional*. Para testar as evidências das hipóteses remetidas em A será estimado o seguinte modelo e respectivos painéis:

¹⁵ Serão excluídas as empresas financeiras e seguradoras pelo facto de possuírem características de operacionalização e de estrutura de capital própria do sector financeiro e de seguradoras. Assim como, pelas mesmas razões no caso das empresas do sector da administração pública para evitar um enviesamento de resultados.

(A.1)

$$\begin{aligned}
LEV1TOTAL_{i,t} = & b_0 + b_1 LEV_{n-1}TOTAL_{i,t} + b_2 PROFTOTAL_{i,t} + \\
& b_3 SIZETOTAL_{i,t} + b_4 TANGTOTAL_{i,t} + b_5 GROWHTOTAL_{i,t} + \\
& b_6 RISKTOTAL_{i,t} + b_7 NTSTOTAL_{i,t} + b_8 FC_{i,t} + b_9 YEAR_{i,t} + \\
& b_{10} IND_{i,t} + b_{11}COUNTRY_{i,t}^{16}
\end{aligned}$$

Para analisar os resultados sob uma óptica diferente em alternativa à inclusão da variável binária da crise financeira a amostra será dividida em dois períodos, um período pré-crise [BEFORECRISIS], compreendido de 2006 a 2007, e um período de crise [CRISIS] entre 2008 e 2013.

(A.2.1)

$$\begin{aligned}
LEV1BEFORECRISIS_{i,t} = & b_0 + b_1 LEV_{n-1}BEFORECRISIS_{i,t} + b_2 \\
& PROFBEFORECRISIS_{i,t} + b_3 SIZEBEFORECRISIS_{i,t} + b_4 TANGBEFORECRISIS_{i,t} + b_5 \\
& GROWTHBEFORECRISIS_{i,t} + b_6 RISKBEFORECRISIS_{i,t} + b_7 NTSBEFORECRISIS_{i,t} + b_8 \\
& YEAR_{i,t} + b_9 IND_{i,t} + b_{10}COUNTRY_{i,t}
\end{aligned}$$

(A.2.2)

$$\begin{aligned}
LEV1CRISIS_{i,t} = & b_0 + b_1 LEV_{n-1}CRISIS_{i,t} + b_2 PROFCRISIS_{i,t} + b_3 SIZECRISIS_{i,t} + b_4 \\
& TANGCRISIS_{i,t} + b_5 GROWTHCRISIS_{i,t} + b_6 RISKCRISIS_{i,t} + b_7 NTSCRISIS_{i,t} + b_8 YEAR \\
& i,t + b_9 IND_{i,t} + b_{10}COUNTRY_{i,t}
\end{aligned}$$

Como enunciado previamente, a proxy utilizada no estudo para aferir dos indícios das práticas de gestão de resultados por parte dos gestores resultou do valor absoluto dos resíduos do Modelo Jones 1991 estimado na amostra final. Esta estimação recorreu ao método OLS, sendo que os coeficientes foram controlados por cada sector de actividade segundo uma versão *cross-sectional* do modelo que, segundo DeFond e Jiambalvo (1994) proporcionam resultados de maior qualidade e maior fiabilidade.

¹⁶ Variáveis descritas na tabela III em anexo

Assim, aos modelos estimados em A.1); A.2.1); A.2.2) será incluída adicionalmente a variável *earnings management* com o intuito de aferir a sua relação com a variável explicada do estudo, neste caso, ajustamento da estrutura de capital.

(A.3.1)

$$\begin{aligned} LEV1\ TOTAL\ i,t = & b_0 + b_1\ LEVn-1\ TOTAL\ i,t + b_2\ PROF\ TOTAL\ i,t + b_3\ SIZE\ TOTAL\ i,t + b_4 \\ & TANG\ TOTAL\ i,t + b_5\ GROWTH\ TOTAL\ i,t + b_6\ RISK\ TOTAL\ i,t + b_7\ NTSTOTAL\ i,t + b_8\ FC \\ & i,t + b_9\ EMTOTAL\ i,t + b_{10}\ YEAR\ i,t + b_{11}\ IND\ i,t + b_{12}\ COUNTRY\ i,t \end{aligned}$$

(A.3.2)

$$\begin{aligned} LEV1\ BEFORECRISIS\ i,t = & b_0 + b_1\ LEVn-1\ BEFORECRISIS\ i,t + b_2\ PROF\ BEFORECRISIS\ i,t + \\ & b_3\ SIZE\ BEFORECRISIS\ i,t + b_4\ TANG\ BEFORECRISIS\ i,t + b_5\ GROWTH\ BEFORECRISIS\ i,t + \\ & b_6\ RISK\ BEFORECRISIS\ i,t + b_7\ NTS\ BEFORECRISIS\ i,t + b_8\ EM\ BEFORECRISIS\ i,t + b_9 \\ & YEAR\ i,t + b_{10}\ IND\ i,t + b_{11}\ COUNTRY\ i,t \end{aligned}$$

(A.3.3)

$$\begin{aligned} LEV1\ CRISIS\ i,t = & b_0 + b_1\ LEVn-1\ CRISIS\ i,t + b_2\ PROF\ CRISIS\ i,t + b_3\ SIZE\ CRISIS\ i,t + b_4 \\ & TANG\ CRISIS\ i,t + b_5\ GROWTH\ CRISIS\ i,t + b_6\ RISK\ CRISIS\ i,t + b_7\ NTSCRISIS\ i,t + b_8 \\ & EMCRISIS\ i,t + b_9\ YEAR\ i,t + b_{10}\ IND\ i,t + b_{11}\ COUNTRY\ i,t \end{aligned}$$

Aos modelos, anteriormente, estimados foram incluídas as variáveis que possam dar indícios que houve uma preparação ao nível da gestão de resultados antes do período n para que os efeitos se façam sentir nesse período. Por exemplo, para ter acesso a um determinado crédito em n .

Ao invés, estuda-se, ainda, se as tomadas de decisão no momento n são explicadas por práticas de gestão de resultados em momentos posteriores. Por exemplo, após o recurso a financiamento externo num determinado período poderá ser, igualmente, explicada por indícios de manipulação de resultados nos períodos seguintes para não violarem as cláusulas pré estabelecidas nos contratos.

(A.4.1)

$$\begin{aligned}
LEV1TOTAL_{i,t} = & b_0 + b_1 LEVn-1TOTAL_{i,t} + b_2 PROFTOTAL_{i,t} + b_3 SIZETOTAL_{i,t} + b_4 \\
& TANGTOTAL_{i,t} + b_5 GROWTHTOTAL_{i,t} + b_6 RISKTOTAL_{i,t} + b_7 NTSTOTAL_{i,t} + b_8 FC \\
& i,t + b_9 EMTOTAL_{i,t} + b_{10} EMTOTAL_{n-1} i,t + b_{11} EMTOTAL_{n+1} i,t + b_{12} YEAR_{i,t} + \\
& b_{13} IND_{i,t} + b_{14} COUNTRY_{i,t}
\end{aligned}$$

(A.4.2)

$$\begin{aligned}
LEV1BEFORECRISIS_{i,t} = & b_0 + b_1 LEVn-1BEFORECRISIS_{i,t} + b_2 PROFBEFORECRISIS_{i,t} + \\
& b_3 SIZEBEFORECRISIS_{i,t} + b_4 TANGBEFORECRISIS_{i,t} + b_5 GROWTHBEFORECRISIS_{i,t} + \\
& b_6 RISKBEFORECRISIS_{i,t} + b_7 NTSBEFORECRISIS_{i,t} + b_8 EMBEFORECRISIS_{i,t} + b_9 \\
& EMBEFORECRISIS_{n-1} i,t + b_{10} EMBEFORECRISIS_{n+1} i,t + b_{11} YEAR_{i,t} + b_{12} IND_{i,t} + \\
& b_{13} COUNTRY_{i,t}
\end{aligned}$$

(A.4.3)

$$\begin{aligned}
LEV1CRISIS_{i,t} = & b_0 + b_1 LEVn-1CRISIS_{i,t} + b_2 PROFCRISIS_{i,t} + b_3 SIZECRISIS_{i,t} + b_4 \\
& TANGCRISIS_{i,t} + b_5 GROWTHCRISIS_{i,t} + b_6 RISKCRISIS_{i,t} + b_7 NTSCRISIS_{i,t} + b_8 \\
& EMCRISIS_{i,t} + b_9 EMCRISIS_{n-1} i,t + b_{10} EMCRISIS_{n+1} i,t + b_{11} YEAR_{i,t} + b_{12} IND_{i,t} + \\
& b_{13} COUNTRY_{i,t}
\end{aligned}$$

O foco do presente estudo em relação às decisões da política de financiamento reside na compreensão das variações dos aumentos ou contracções no recurso ao endividamento bancário, sob a tutela de dois períodos, com características distintas em relação às condições deste instrumento de captação de recursos. Com efeito, numa segunda fase será considerada uma medida alternativa ao endividamento [LEV2] para testar as hipóteses B.

Assim, estima-se um modelo B de forma a complementar a análise do corrente estudo seguindo a mesma estrutura do modelo A que testou as hipóteses levantadas em

a). A estrutura anterior mantém-se só que, agora, estudam-se relações distintas, nomeadamente, variações na dívida e não na estrutura de capitais.

Posteriormente, irá ser feito um estudo adicional à relação das variáveis de controlo com as práticas de gestão de resultados. Com efeito, há que ressaltar que embora a linha condutora das regressões seja a mesma o tipo de estudo é totalmente distinto, na medida em que, desta feita procura-se explicar o efeito das variações do endividamento nas práticas de gestão de resultados

Neste sentido, similarmente, às estimações precedentes o modelo C irá seguir a mesma estrutura só que, desta feita, a testar as hipóteses c).

Capítulo 5. Resultados

5.1 – Estatísticas descritivas e análises de correlações ¹⁷

As Tabelas VIII e IX remetidas, em anexo, apresentam as estatísticas descritivas e respectivas matrizes de correlação das variáveis relevantes para o estudo.

As estatísticas descritivas dos painéis 1; 2.1 e 2.2 dos modelos A e B demonstram que são consistentes e de acordo com o esperado relativamente aos ajustes da estrutura de capital, variações de dívida ou relativamente ao rácio de endividamento do período precedente.

Existe uma clara tendência defladora da componente endividamento no período de crise comparativamente com o período pré-crise, sendo que a magnitude da sua queda é mais suave quando se trata de ajustes na estrutura de capital, em média (– 0,8 %), do que em variações de dívida, em média (– 4,6 %). As evidências são consistentes com as relações negativas e significativas exortadas nas matrizes do coeficiente de correlação de Spearman com a variável binária crise financeira, respectivamente, – 0,0146 e – 0,0384 (maior correlação com a variável variações da dívida).

Por outro lado, ao contrário do que foi perspectivado nas premissas do presente trabalho, o painel 2.1 e 2.2 do modelo C evidencia que os indícios de práticas de gestão de resultados reflectem uma redução na sua tendência. A média (+ 0,7 %), a mediana (+ 0,6 %) e o desvio padrão (+ 0,6 %) superiores do valor absoluto dos *accruals* discricionários no período pré-crise comparativamente com o período crise reflecte isso

¹⁷ Tabelas VIII e IX remetidas em anexo

mesmo. A tendência é reforçada pela significância negativa da correlação com a variável FC, -0,0358.

Importa salientar duas notas adicionais relativamente a esta relação. A primeira, assenta na relação positiva e significativa entre a componente gestão de resultados quer com os ajustes na estrutura de capital, quer com a componente de movimentos da dívida¹⁸. Com efeito, noutra óptica é necessário ressaltar que, individualmente, os desfasamentos temporais da componente dos *accruals* não têm qualquer significância na sua relação com as duas variáveis do endividamento.

Relativamente às variáveis de controlo nos painéis 2.1 e 2.2, preconizam-se os desígnios de um, natural, decréscimo na rendibilidade, em média - 1, 8 %, das oportunidades de crescimento, em média - 5, 9%, dos benefícios fiscais não resultantes da dívida, em média em - 0,1%, e aumento do risco de um período para o outro. Por outro lado, verificou-se um aumento da tangibilidade, em média em 1,1 % e da dimensão das empresas.

Em relação à matriz de correlações de Spearman emana que as variáveis explicadas são todas significantes na sua relação com as variáveis explicativas na amostra total. Individualmente, a variável de controlo SIZE deixa de revestir de capacidade explicativa com as variáveis do endividamento no período pré-crise e a variável risco inverte de sinal passando de negativo para positivo no mesmo período.

A variável FC evidencia as relações esperadas, à excepção da já referenciada correlação distinta em relação ao EM.

5.2 – Analise dos resultados

5.2.1 – Impacto das variáveis de controlo¹⁹

Em primeiro lugar, há que salientar que o tipo de relações a serem inferidas nos modelos A e B são distintas. Por um lado, afere-se a variável explicada em função de uma maior ou menor dependência de capitais próprios, enquanto, que B infere em relação a movimentos exclusivos da componente dívida.

Do modelo A painel 1 relativamente aos ajustes da estrutura de capital constatam-se que as relações com as variáveis de controlo são as perspectivadas, à excepção da variável GROWTH e NTS por apresentarem sinais opostos. Ao invés, no

¹⁸ Note-se que apesar do coeficiente de correlação ser superior com a estrutura de capital, esta diminui no período crise e, ao invés, a correlação com a dívida aumenta

¹⁹ Análise da relação dos determinantes com as variáveis explicadas recorrendo aos modelos A,B e C painel 1 das tabelas X, XI e XII

mesmo painel em relação ao modelo B as variações do acesso ao crédito confirmam as premissas levantadas à excepção das componentes GROWTH por alterar o sinal e RISK por razões de significância.

A direcção da variável de controlo NTS encontra-se mais orientada para a componente endividamento do que em relação a ajustamentos da estrutura de capital. Neste sentido, como constatou-se os benefícios fiscais não resultantes da dívida aumentaram ligeiramente o que pode provocar um decrescimento em termos de variação da dívida. No entanto, em termos de estrutura de capitais a empresa pode estar mais dependente de CA do que de CP, o que pode justificar o respectivo sinal.

Relativamente a GROWTH a génese da expectativa parte da premissa de cenários onde aumentam as oportunidades de crescimento para as empresas. Assim, assume-se que o financiamento destes projectos sob forma de mais endividamento não se traduz em termos relativos (relação esperada negativa com os ajustes na estrutura de capitais).

Neste contexto de crise económica e financeira, o que o estudo indica é que numa conjuntura em que os projectos de investimento diminuam substancialmente, verifica-se uma relação significativa com os ajustamentos decrescentes na estrutura de capital e das variações negativas da dívida. Porém, é diferente afirmar que por opção dos gestores estes potenciais projectos de expansão seriam maioritariamente financiados por fundos próprios em detrimento de dívida.

A variável risco não reveste de capacidade explicativa no maior ou menor acesso ao crédito. No entanto, empresas de menor risco têm capacidade de operar em estruturas mais alavancadas.

No entanto, existe uma relação ambígua na emissão de dívida, na medida em que empresas menos voláteis nos seus resultados terão maior acesso ao crédito. Porém, as empresas mais ariscadas não têm capacidade em financiar-se com instrumentos alternativos o que pode justificar dois movimentos em sentido oposto para a mesma variável de controlo. Este tipo de empresas são “forçadas” a emitir mais dívida, neste caso, por necessidade e não por opção como no caso anterior.

Relativamente ao modelo C.1 em que pretende-se, desta feita, explicar os indícios de práticas de gestão de resultados em função das mesmas variáveis de controlo (excepto LEV_{n-1}), as premissas relativamente a estas relações são todas elas

confirmadas. À exceção da já referenciada relação negativa com a crise financeira (hipótese 1c).

5.2.2 – Impacto da criação de subamostras nas variáveis de controlo²⁰

Quando a amostra total se desagrega em dois grupos constata-se que no caso dos ajustes da estrutura de capital o sentido das relações mantêm-se nos dois períodos, à exceção da componente NTS no período pré-crise que passa a ser não significativa no período. Na variável explicada acesso ao crédito, as relações não se alteram, excepto a variável SIZE que é não significativa no período da crise.

Em relação às práticas de gestão de resultados, no período pré-crise a variável PROF deixa de revestir de capacidade explicativa no fenómeno, sendo que mantêm-se as demais relações estudadas.

Em suma, embora seja diferente incluir uma variável FC ou partir a amostra em dois grupos distintos, numa primeira fase, as conclusões inferidas não são substancialmente díspares, atribuindo maior robustez aos resultados obtidos.

5.2.3 – Impacto das variáveis endividamento e gestão de resultados²¹

Ao incluir nos três diferentes modelos, a variável EM no caso dos modelos A;B e, LEV1 e LEV2 individualmente, e em conjunto no modelo C, começam-se a tirar as primeiras conclusões em relação ao tema do trabalho.

Em relação à proporção de dívida na estrutura de capital e os *accruals* discricionários encontram-se evidências empíricas de uma relação positiva e significativa no painel 3.1 e 3.2 do modelo A. Sendo que o contributo das práticas de EM, de 2006 a 2007 tem mais influência nos maiores níveis de alavancagem operados pelas empresas do que na amostra total. (coeficiente de 0,0771 vs 0,037, ou seja, diferença aproximadamente de 4% mantendo tudo o resto constante).

No entanto, no período de crise o recurso a práticas de gestão de resultados evidencia que não tem capacidade explicativa na maior ou menor dependência de capitais alheios, ou seja, independentemente do sentido destas práticas as empresas irão ter que reduzir os seus níveis de alavancagem neste período.

²⁰ Painel 2.1 e 2.2. dos modelos A, B e C das tabelas X,XI e XII remetidas em anexo

²¹ Painéis 3.1; 3.2 e 3.3 dos modelos A,B e C das tabelas X,XI e XII remetidas em anexo

No que remete ao modelo B, encontra-se prova de que a relação entre as duas variáveis é positiva e significativa no painel 3.1 e 3.3, embora não significativa no painel 3.2. Isto é, os resultados evidenciam que o menor ou maior acesso à dívida no período pré-crise não se justificava pelo recurso ou não a práticas de gestão de resultados, sendo que existem evidências de que no período crise para aumentar ou diminuir os movimentos da dívida, os indícios de gestão de resultados têm capacidade explicativa.

A confrontação dos respectivos coeficientes permite concluir que as empresas que recorrem a práticas gestão de resultados têm, em média, 20,5% de acesso ao crédito superior às demais e mais 4,9% que na amostra total sob as mesmas condições, mantendo tudo o resto constante.

Em relação ao papel da dívida como mediador da gestão de resultados (modelo C) encontram-se evidências de que no painel 3.1 quer individualmente, quer em conjunto os ajustamentos da estrutura de capital e as variações do crédito têm uma relação positiva e significativa na explicação do fenómeno da gestão de resultados. Constata-se, ainda, que os coeficientes da estrutura de capital são superiores aos da dívida o que pode indiciar que as empresas que operam com maior dependência de CA (maior pressão financeira) podem ter mais incentivos a desenvolver práticas de gestão de resultados do que as empresas que pretendem emitir dívida.

Quando se divide o painel 3.1 em dois grupos (painel 3.2 e 3.3) exorta-se que as relações são consistentes na medida em que quer individualmente quer em conjunto, no período pré-crise os ajustamentos na estrutura de capital são significativos e positivos, enquanto, o acesso à dívida não tem capacidade explicativa. Por outro lado, quando se trata do período crise o nível de alavancagem é não significativo e o acesso ao crédito é positivo e significativo.

Deste modo, encontram-se evidências estatísticas que de 2006 a 2007, a maior ou menor dependência de CA influenciavam as práticas de gestão de resultados ao contrário dos movimentos do acesso ao crédito. No período de crise, as empresas que pretendiam aceder a mais dívida recorrem a mais práticas de gestão de resultados.

Em suma, pode-se inferir que no estudo desta relação para o aumento dos indícios de práticas de gestão de resultados no período pré-crise o factor explicativo era a maior dependência de CA e não a obtenções de dotações de crédito. Ao invés, no caso do período crise o factor explicativo para o incremento do fenómeno do EM serão as

pretensões das empresas acederem a mais dívida e não se são mais ou menos alavancadas. Sendo que as decisões de uma ou outra via, como se constata são independentes.

5.2.4 – Impacto de desfasamentos temporais²²

Ao incluir desfasamentos temporais nos modelos A e B pretende-se inferir se existem indícios de que os gestores são pró-ativos relativamente ao fenómeno da gestão de resultados, ou seja, se este fenómeno é planeado (EM n-1) com um determinado propósito, no presente estudo questões de financiamento. Ou se ao invés, estamos perante um fenómeno reactivo (EM n+1) em que perante as alterações de determinadas condições os gestores reagem às novas circunstâncias.

Neste sentido, consta-se que na amostra total da estrutura de capital evidencia-se que a significância e o sinal em relação aos EM contemporâneos mantém-se.

No entanto, verifica-se que os indícios de práticas de gestão de resultados remetidos para o período seguinte são significativos e negativos. Isto é, indica que os gestores são reactivos em relação ao aumento do peso dos CA na estrutura de capital respondendo com uma redução dos *accruals* discricionários no período seguinte, possivelmente, numa lógica de antecipação de perdas em relação às concorrentes para obter ganhos futuros. Em relação aos EM em n-1 assume-se que não tem capacidade explicativa no nível de alavancagem no momento contemporâneo.

Ainda relativamente à mesma variável explicada, verifica-se que no período pré-crise (painel 4.2) não existem evidências de comportamentos planeados ou reactivos por parte dos gestores em relação ao peso da dívida na estrutura de capital, mantendo a relação constatada com a variável EM em n. Ao contrário, quando se aborda a amostra de crise (painel 4.3) exorta-se uma alteração na relação da variável de gestão de resultados em n que deixa de ser significativa com a variável estrutura de capital sendo constatada, igualmente, ausência de capacidade explicativa para a variável EM n-1.

No entanto, a componente de gestão de resultado subsequente evidencia uma relação negativa e significativa o que indicia que no período de crise uma estrutura de capitais menos dependente de CP, numa atitude conservadora, irá responder no período seguinte com uma redução das práticas de EM.

²² Painéis 4.1;4.2;4.3 dos modelos A e B das tabelas X,XI remetidas em anexo

Quando se analisa o modelo B constata-se que no período pré-crise (painel 4.2) os indícios de práticas de gestão de resultados contemporâneos e desfasados no tempo não tem capacidade explicativa nos movimentos da dívida, ou seja, o acesso ao crédito neste período é independente deste comportamento. Por outro lado, na amostra total (painel 4.1) assume-se uma relação significativa positiva com os EM no momento n e não significativo nos momentos precedentes e subsequentes.

Constata-se, igualmente, que no período de crise (painel 4.3) as empresas que estejam a ser vetadas ao crédito e queiram ter acesso à dívida reagem com um aumento das práticas de gestão de resultados no período seguinte, bem como evidenciam uma relação positiva e significativa com os EM do mesmo período. Por outro lado, as práticas de gestão de resultados nos períodos precedentes não têm significância no acesso ao crédito no momento contemporâneo.

Em suma, existem evidências empíricas que o fenómeno da gestão de resultados em relação à dívida não é um fenómeno planeado ao contrário da hipótese de investigação levantada no presente trabalho (hip 1 c). Não existem evidências de que as empresas manipulem os seus resultados de forma a obter notações de crédito em períodos seguintes, ou ainda que em períodos após o acesso ao crédito as empresas evidenciem um aumento das práticas de gestão de resultados de forma a não violarem as cláusulas contratuais.

5.2.5 – Análise de Robustez²³

Após analisar-se os resultados decidiu-se fazer uma análise extra que consistia em estimar o modelo B desagregado em dois grupos. Por um lado, um grupo contempla todas as empresas que tiveram acesso ao crédito²⁴ e por outro lado, todos aqueles que foram vetados ao mesmo²⁵ quer por opção quer por incapacidade. A estrutura de análise seguiu o esqueleto aplicado no modelo B e C.

Relativamente ao grupo de empresas que aumentaram a dívida: A variável PROF deixa de ser significativa no painel 4.1 e 4.3, a variável TANG muda de sinal no

²³ Em dados não tabulados testou-se, ainda, que os *accruals* precedentes e os subsequentes não têm capacidade explicativa no valor dos *accruals* discricionários evidenciados no momento contemporâneo, ou seja, as actuações passadas e futuras não influenciam a actuação do gestor no presente. Evidenciou-se, assim, uma prova adicional contra a hipótese levantada 1 que quando as variáveis explicadas são os desfasamentos temporais EM $n-1$ e EM $n+1$ ambas têm uma relação negativa e significativa com a variável FC o que, mantendo tudo o resto constante, resvala para um decréscimo destas do período pré-crise para o período crise.

²⁴ Modelo B painel 4.1;4.2;4.3;4.4;4.5;4.6 da Tabela XIII remetidas em anexo

²⁵ Modelo B painel 4.7;4.8;4.9;4.10;4.11;4.12 da Tabela XIII remetidas em anexo

painel 4.1, SIZE mantem as suas relações, RISK passa a ser positiva, a variável NTS é não significativa no painel 4.2 e GROWTH passa ser não significativa quando se introduzem as variáveis de gestão de resultados. Assim, pode verificar-se que as empresas com maior risco têm forçosamente que recorrer a dívida por não terem, possivelmente, fontes de financiamento alternativas. Sendo consistentes com os resultados evidenciados no tópico 5.2.1 do presente capítulo.

Comparativamente com o grupo de empresas que tiveram diminuições na componente dívida, estas passam a depender positivamente do rácio de alavancagem do período precedente, ao contrário de todos os restantes resultados o que pode indicar que empresas que sejam mais alavancadas são forçados a diminuir a componente da dívida nos períodos seguintes.

Por outro lado, PROF volta a ser negativo e significativo e RISK significativo e negativo o que indicia que empresas com maiores lucros financiam-se, preferencialmente, com capitais próprios e as empresas mais arriscadas foram forçadas a reduzir os seus níveis de dívida. As variáveis SIZE e TANG são positivas o que indica que as empresas de menor dimensão e com menos colaterais foram forçadas, igualmente, a reduzir a dívida. NTS e GROWTH passaram a ser não significativas.

No que toca à relação entre a variável do modelo A de estrutura de capital com o grupo de empresas que aumentaram e diminuíram a dívida é consistentemente positiva e significativa. Isto é, as empresas mais dependentes de CP foram as que emitiram menos vezes dívida e, igualmente, tiveram mais variações negativas desta componente.

Relativamente, aos desfasamentos temporais da variável EM prova-se que quer no período precedente²⁶ quer no período seguinte²⁷ não revestem de capacidade explicativa para o maior acesso ao crédito ou para as reduções da dívida.

No entanto, evidencia-se que existem indícios que as práticas de gestão de resultados no momento *n* tem uma relação positiva e significativa com os aumentos da dívida financeira (painel 4.4 do modelo B) e que tem uma relação negativa e significativa com o grupo das empresas que reduziram esta componente (painel 4.10 do modelo B).

Por outro lado, existem evidências estatísticas nos painéis 5.1 a 5.3 do modelo C de que a dívida é um factor mediador no fenómeno da gestão de resultados na medida

²⁶ Painéis 4.5 e 4.6 no modelo B da Tabela XIII remetidas em anexo

²⁷ Painéis 4.11 e 4.12 no modelo B da Tabela XIII remetidas em anexo

em que as empresas que estão a tornar-se mais alavancadas e a emitir mais dívida são as que recorrem a mais práticas de gestão de resultados. Igualmente, no grupo das empresas que estão a diminuir a sua dependência de CA e a reduzir a dívida nesses períodos (painéis 5.4 a 5.6 do modelo C) são as que recorrem mais vezes a práticas de EM.

Em suma, existem evidências claras de que há uma motivação financiamento/acesso ao crédito subjacente às práticas de gestão de resultados. Encontra-se, igualmente, prova de que este não é um fenómeno planeado sendo que existem indícios de um fenómeno reactivo.

Por exemplo, encontram-se evidências de que depois de aceder ao crédito nos períodos seguintes quando a empresa está a diminuir a sua dependência de CA e a reduzir as suas emissões de dívida os indícios de práticas de gestão de resultados aumentam, possivelmente, para não violar as cláusulas dos contratos.

Capítulo 6. Conclusões, limitações e pistas de investigação futura

6.1 – Conclusões, limitações e pistas de investigação futura

A questão de investigação do presente trabalho reside no estudo das relações entre as decisões de estrutura de capital e as práticas de gestão de resultados. Em particular, o impacto destas práticas na dependência de fundos externos à empresa e no acesso à dívida, assim como, a compreensão da dívida como um factor mediador do fenómeno da gestão de resultados.

Com efeito, constata-se que as variáveis de controlo evidenciam a maioria das relações esperadas levantadas como premissas do estudo, salvo raras excepções. Assim, do modelo A relativamente à envolvência interna da empresa só não se confirma a expectativa relativamente às oportunidades de crescimento. No entanto, quando altera-se a medição da variável explicada do endividamento para condições de acesso ao crédito, modelo B, na envolvência interna não se confirma a relação esperada relativamente ao risco.

Relativamente à envolvência externa nas variáveis de controlo, confirma-se a premissa relativamente aos benefícios fiscais não resultantes da dívida no modelo B e falha quando se trata do modelo A. O comportamento das variáveis de controlo no

modelo de gestão de resultados (modelo C) confirma todas as expectativas da literatura até ao início do estudo da relação com o endividamento.

Por esta via, confirma-se a génese do presente trabalho que augurava que com a crise financeira evidenciavam-se contracções no acesso ao crédito às empresas não cotadas europeias confirmando-se as hipóteses 1 a) e b). No entanto, existem evidências empíricas de que as práticas de gestão de resultados diminuíram do período pré-crise para o da crise, colocada em causa a hip. 1 c).

O estudo da relação dos fenómenos permite concluir, em primeiro lugar, que no período da crise a redução da oferta de crédito irá tornar as empresas, em média, na sua estrutura de capital menos alavancadas, independentemente, das práticas de gestão de resultados. Porém, encontram-se evidências de que o maior ou menor acesso ao crédito depende e com significância positiva das práticas de gestão de resultados.

Por outro lado, no período pré-crise as práticas de gestão de resultados têm capacidade explicativa nos níveis de alavancagem em que as empresas operam e não nos movimentos da dívida. Ao invés, a relação inverte-se quando se estuda o período de crise exortando que os EM tem capacidade de justificar o acesso a mais ou menos dívida, enquanto que passam a ser irrelevantes para a estrutura de capital.

No estudo do fenómeno da gestão de resultados como sendo uma actuação planeada ou reactiva por parte dos gestores, encontra-se evidência de que a componente planeamento não tem capacidade explicativa para a actuação dos mesmos.

No entanto, constata-se que na amostra total as práticas de gestão de resultados subsequentes têm capacidade explicativa na estrutura de capital em que uma empresa opera, mas não se prende com razões de acesso ao crédito pois este não é significativo com a variável explicativa do modelo B. Por outro lado, no período pré-crise as variações na dívida são independentes das práticas de EM e no período de crise a relação é significativa e negativa o que justificou uma análise extra para clarificar as relações enunciadas.

Assim, por último concluiu-se para o grupo de empresas do modelo B que estão a emitir e a reduzir dívida, as variáveis de EM desfasadas no tempo não revestem de capacidade explicativa. Contrariamente, as práticas de gestão de resultados contemporâneas evidenciam comportamentos distintos, conforme o grupo que se inserem. É significativa positiva no caso das empresas que estão a emitir dívida e significativa negativa em circunstâncias de redução de dívida.

Por fim, como anteriormente constatado, encontra-se prova de que a dívida é um factor mediador do fenómeno de EM.

Isto é, verifica-se que empresas com maior dependência de CA e que estão a emitir dívida são as que recorrem a mais práticas de gestão de resultados. Igualmente, as empresas que estão a reduzir os seus níveis de alavancagem e a reduzir a emissão de dívida são as que recorrem a mais práticas de EM.

Em suma, encontra-se prova que existe uma motivação financiamento/acesso ao crédito subjacente às práticas de gestão de resultados confirmando-se a hipótese 2 c) que a sua relação é positiva e significativa.

A hipótese 1 c) falha parcialmente, na medida em que as evidências indicam que a actuação dos gestores não é planeada e constata-se que o nível destas práticas reduziu no período de crise. No entanto, existem provas estatísticas de que o EM pode ser um fenómeno reactivo. Por exemplo, em períodos posteriores a uma emissão de dívida uma dada empresa que esteja a reduzir os seus níveis de alavancagem e de dívida aumenta os seus indícios de práticas de gestão de resultados, que pode indicar que o gestor actua para não violar as cláusulas estabelecidas no contrato de crédito. Podem, ainda, existir casos de empresas que estão a ser vetadas no acesso ao crédito estarem a ser “forçadas” a recorrer a práticas de gestão de resultados para deixarem de estar excluídas, confirmando parcialmente a hip 1 c).

Para concluir o trabalho, o conjunto de limitações a apontar ao estudo reside no facto do período de análise ser limitado e limitativo nas conclusões, por abranger, apenas, dados europeus e a falta de medidas de cariz institucional/mecanismos de *governance*. Consequentemente, este poderá ser um ponto de partida para investigação futura.

Referências Bibliográficas

- Akbar, S., Ormrod, P., e Rehman, S. (2013). The Impact of Recent Financial Shocks on the Financing and Investment Policies of UK Private Firms. *International Review of Financial Analysis*, 26 (4): 59- 70.
- Barth, M., W. Beaver, J. Hand e W. Landsman (1999). Accruals, Cash flows, and Equity Values. *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, Nº 3, pp. 205-229.
- Baxter, N. D., (1967). Leverage, Risk of Ruin and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 22(3), pp. 395-403.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*(October): 443-465.
- Beatty, Anne, Joseph e Weber. (2003). The Effects of Debt Contracting on Voluntary Accounting Method Changes. *Accounting Review* 78(1):119.
- Bessler, W., Drobetz, W. e Kazemieh, R. (2011). Factors affecting capital structure decisions. In: Capital Structure and Corporate Financing Decisions- Theory, evidence, and practice. *Kolb Series in Finance*, John Wiley & Sons.
- Bowen, R., Rajgopal, S. e Venkatachalam, M. (2008). Accounting Discretion, Corporate Governance and Firm Performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(02), 351-405.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. e Marcus, A. J., (2009). Fundamentals of Corporate Finance. 6 Ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.
- Burgstahler, D. e I.Dichev (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Nº 1, pp. 99-126.
- Bushman, R., e Smith, A., (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32, pp. 237-333.
- Butler, M., Leone, A. e Willenborg, M. (2004). An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), 139-165.
- Cahan, S. F. (1992), The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: a Refined Test of the Political-cost Hypothesis. *Accounting Review*, Vol. 67, Nº 1, pp. 77-95.

- Cohen, D., Dey, A. e Lys, T. (2008). Real and Accruals-based Earnings Management in the Pre - and Post - Sarbanes Oxley Periods. *The Accounting Review*, 83 (3), 757-787.
- Cohen, D. A.(2003). Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences. Working Paper, Northwestern University.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. e Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management, *Accounting and Finance*, 45, 241-267.
- DeAngelo, H. e R. Masulis. 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics* 8(1).
- Dechow, P. e I. Dichev. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35–59.
- Dechow, P. e Skinner. D. J. (2000). Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners and regulators. *Accounting Horizons*, v.14 (2), p. 235-250.
- DeFond, M. L. e J. Jiambalvo (1994). Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Nºs. 1 e 2, pp. 145–176.
- Dichev, Ilia D. e Douglas J. Skinner (2002). Large–Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research* 40(4):1091-1123.
- Fama, E. F. e French, K. R., (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt.. *Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 1-33.
- Ferri, M.G. e Jones, W.H. (1979). Determinants of Financial Structure: New Methodological Approach. *Journal of Finance*, 34, June, pp. 631-644.
- Fischer, E. O., Heinkel, R. e Zechner, J., (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), pp. 19-40.
- Frank, M. Z., e Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1-37.
- Frank, M. Z., e Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M. e Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), pp. 51-69.

- Gu, Z.; Lee, C. J. e Rosett, J. G. (2005) What determines the variability of accounting accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 313-334.
- Healy, P. e Whalen, J. M. (1999) .A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, v..13 (4), p. 365-383.
- Ivashina, V., e Scharfstein, D. (2010). Bank lending during the financial crisis of 2008. *Journal of Financial Economics*, 97(3), 319-338.
- Jelinek, K. (2007). The effect of leverage increases on earnings management. *Journal of Business and Economic Studies* 13: 24-46.
- Jensen, M. C., (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Jiraporn, P.; Miller, G. A.; Yoon, S.S.; e Kim, Y.S., (2007). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. Working paper, p.2. Retrieved from www.ssrn.com.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Kothari, R., A. J. Leone e C. E. Wasley. (2005). Performance matched discretionary accrual measure. *Journal of Accounting and Economics* 39, 163-197.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. H., (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28(1), pp. 911-922.
- Leuz, C., Nanda, D. e Wysocki, P. D. (2003). Earnings Management and investor protection: an international comparasion. *Journal of Finance and Economics*, 69(3), pp. 505-527.
- McNichols, M. F. (2003). Discussion of “Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation”. *Review of Accounting Studies* 8(2-3): 385-391.
- McNichols, M. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy* (19): 313-345.
- Modigliani, F., e Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443, jun.
- Modigliani, F. & Miller , M.H., (1958). The cost of capital, corporation finance and theory of investment. *American Economic Review*, Volume 48, pp. 261-297.

- Myers, Stewart, Spring (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, v.15, n.2 , p. 81 – 102.
- Myers, S. C., e Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2),187-221.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Volume 5, pp. 147-175.
- Nardi, P. C. C.e Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade e Finanças*, 20(50), 77-100
- Penman, S. H. ,e X-J. Zhang, (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77, 237–264.
- Rajan, R.G. e Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data, *Journal of Finance*, 50(5), 1421-60.
- Reynolds, J. K. e J. R. Francis (2001). Does Size Matter? The Influence of Large Clients on Office-Level Auditor Reporting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, pp. 375-40.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W. e Jordan, B.D. (2003). Fundamental Corporate Finance, McGraw-Hill Companies, Inc., Sixty edition, International Edition
- SCHIPPER, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*. Sarasota, v. 3, p. 91-102.
- TITMAN, S. e WESSELS, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, Vol. 43, N.º 1, pp. 1-19.
- Watts, R. L. e Zimmerman (1986). Positive Accounting Theory. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Welch, I., (2011). Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial- Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes. *Internacional Review of Finance*, 11 (1) ,pp. 1-17.

Anexos**Tabela I - Resultados das pesquisas empíricas**

Característica da empresa ou da envolvimento	Relação positiva com o endividamento	Relação negativa com o endividamento	Relação positiva com as práticas de EM	Relação negativa com as práticas de EM
Rendibilidade	Jensen (1986)	Titman e Wessels (1988); Harris e Raviv (1991); Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2009); (Gaud et al. 2005); Fama e French (2002)		Beasley (1996); Davidvson et al. (2005); Kothari et al (2005); Jirapon et al (2007)
Dimensão	Harris e Raviv (1991); Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2009); Fama e French (2002); Ferri e Jones (1979)	Titman e Wessels (1988)	Cahan (1992)	Reynolds e Francis (2001)
Tangibilidade	Titman e Wessels (1988); Harris e Raviv (1991); Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2009); Gaud et al. (2005); Fama e French (2002)			Jones (1991)
Oportunidades de crescimento	Fama e French (2002); Harris e Raviv (1991)	Titman e Wessels (1988); Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2009); Gaud et al. (2005)	McNichols (2000,2003); Butler et al. (2004)	
Risco		Titman e Wessels (1988); Harris e Raviv (1991); Fama e French (2002); Frank e Goyal (2009); Ferri e Jones (1979)	Bushman e Smith (2001)	
Benefício fiscal não relacionado com a dívida	Harris e Raviv (1991)	DeAngelo e Massulis (1980); Titman e Wessels (1988)	Jelinek (2007); Jensen (1986)	

Tabela II - Relação das variáveis de controlo com as teorias de base

Característica da empresa ou da envolvimento	TOT	POT	EM
Rendibilidade	(-)	(-)	(-)
Dimensão	(+)	(-)(+)	(-)(+)
Tangibilidade	(+)	(+)	(-)
Oportunidades de crescimento	(-)	(-)	(+)
Risco	(-)	(+)	(+)
Benefício fiscal não relacionado com a dívida	(-)	(não conclusiva)	(+)

Tabela III - Descrições das variáveis

Variáveis	Siglas	Descrição
Explicadas Estrutura de capital	LEV1	Variação no <i>Long Term Debt/ Equity ratio</i>
Variações da dívida	LEV2	Variação nos Log do <i>Long Term Debt</i>
<i>Earnings Management</i>	EM	Valor absoluto dos resíduos da regressão do JM91
Controlo Estrutura de capital em n-1	LEV1 n-1	<i>Long Term Debt/ Equity ratio</i> em n-1
Rendibilidade	PROF	EBITDA/ Total dos Activos
Dimensão	SIZE	Log (Total do Activo)
Tangibilidade	TANG	Activos Fixos / Activos Totais
Oportunidades de crescimento	GROWTH	Taxa de crescimento do activo líquido
Risco	RISK	Log do desvio padrão do EBITDA
Benefícios fiscais não resultantes da dívida	NTS	Depreciações e Amortizações / Total dos Activos
Ano	Year	Serão criadas n – 1 variáveis Dummy correspondente aos anos da amostra de dados, assumindo o valor 1 caso a observação pertença a esse ano, ou o valor 0, caso contrário
Indústria	IND	Serão criadas n – 1 variáveis Dummy correspondente ao número de sectores da amostra de dados, assumindo o valor 1 caso a observação pertença a esse sector, ou o valor 0, caso contrário
Crise financeira internacional	FC	Será criada uma variável binária para os anos da recente crise financeira internacional sendo que assumirá o valor 1 no período de 2008 a 2013 e 0 caso contrário, ou seja, de 2006 a 2007
<i>Earnings Management</i> planeados	EM n-1	Valor absoluto dos resíduos da regressão do JM91 precedente, ou seja, anterior ao momento contemporâneo n
<i>Earnings Management</i> reactivos	EM n+1	Valor absoluto dos resíduos da regressão do JM91 subsequente, ou seja, posterior ao momento contemporâneo n

Tabela IV - Resumo dos determinantes e hipóteses de investigação

Determinante	Descrição	Sinal esperado
PROF	É expectável que empresas menos rentáveis sejam: A) Sejam mais alavancadas; B) Tenham que recorrer a mais dívida; C) Sejam mais propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → PROF (-)✓ B) LEV2 → PROF (-)✓ C) EM → PROF (-)✓
SIZE	É expectável que empresas de menor dimensão sejam: A) menos alavancadas; B) “forçadas” a que recorrer a mais dívida; C) propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → SIZE (+)✓ B) LEV2 → SIZE (-)✓ C) EM → SIZE (-)✓
TANG	É expectável que empresas mais tangíveis: A) sejam mais alavancadas; B) tenham maior acesso ao crédito; C) sejam menos propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → TANG (+)✓ B) LEV2 → TANG (+)✓ C) EM → TANG (-)✓
GROWTH	É expectável que empresas com maior número de oportunidades de crescimento: A) sejam menos alavancadas; B) tenham que emitir mais dívida; C) sejam mais propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → GROWTH (-)× B) LEV2 → GROWTH (+)✓ C) EM → GROWTH (+)✓
RISK	É expectável que empresas mais ariscadas: A) sejam menos alavancadas; B) estejam vetadas ao acesso ao crédito; C) sejam mais propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → RISK (-)✓ B) LEV2 → RISK (-)× C) EM → RISK (+)✓
NTS	É expectável que empresas com maiores benefícios fiscais não resultantes da dívida: A) sejam menos alavancadas; B) emitam menos dívida; C) sejam mais propensas a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 → NTS (-)× B) LEV2 → NTS (-)✓ C) EM → NTS (+)✓
Hipótese de investigação	Descrição	Sinal esperado
H1	Num contexto de crise económica e financeira, é expectável que as empresas apresentem: A) menores níveis de alavancagem; B) reduzam o recurso à dívida; C) tenham mais incentivos para a práticas de gestão de resultados	A) LEV1 (-)✓ B) LEV2 (-)✓ C) EM (+)×
H2	É expectável que exista: A e C) uma relação positiva e significativa entre as decisões de endividamento de uma empresa e os incentivos às práticas de gestão de resultados; B e C) uma relação positiva e significativa entre o acesso ao crédito e os incentivos às práticas de gestão de resultados	A e C) LEV1 «-» EM (+)✓ B e C) LEV2 «-» EM (+)✓

Tabela V - Distribuição da amostra por país

País	Número de empresas	Percentagem
Áustria	252	0,2%
Bélgica	11877	11,5%
Bulgária	1405	1,4%
Croácia	1962	1,9%
Rep.Checa	3542	3,4%
Estónia	300	0,3%
Finlândia	2696	2,6%
França	5974	5,8%
Alemanha	807	5,8%
Grécia	3221	0,8%
Hungria	2863	2,8%
Irlanda	23	0,02%
Itália	33652	32,5%
Letónia	36	0,04%
Luxemburgo	31	0,03%
Holanda	82	0,08%
Polónia	37	0,04%
Portugal	4548	4,4%
Eslováquia	1965	1,9%
Espanha	5136	5%
Suécia	10893	10,5%
U.K.	12158	11,8%
	N: 103460	Total: 100%

Tabela VI – Distribuição da amostra por sector de actividade

Código NAICS2012	Grupo de indústria	Nº empresas na amostra total: (valor absoluto e peso)
11	Agricultura, florestas, pesca e caça	Nº: 1066; Peso: 1%
21	Indústrias extractivas	Nº: 574; Peso: 0,6%
22	<i>Utilities</i>	Nº: 1796; Peso: 1,7%
23	Construção	Nº: 6332; Peso: 6,1%
31-33	Industrial	Nº: 46077; Peso: 44,5%
42	Comércio por grosso	Nº: 16352; Peso: 15,8%
44-45	Comércio e retalho	Nº: 4714; Peso: 4,6%
48-49	Transporte e armazenamento	Nº: 5276; Peso: 5,1%
51	Informação	Nº: 2298; Peso: 2,2%
53	Imobiliário	Nº: 1507; Peso: 1,5%
54	Serviços profissionais, científicos e técnicos	Nº: 5267; Peso: 5,1%
55	Gestão de empresas	Nº: 3329; Peso: 3,2%
56	Serviços administrativos, suporte e gestão de resíduos	Nº: 3608; Peso: 3,5%
61	Serviços educativos	Nº: 208; Peso: 0,2%
62	Cuidados de saúde e assistência social	Nº: 1661; Peso: 1,6%
71	Arte, entretenimento e recreação	Nº: 69; Peso: 0,07%
72	Hotelaria e restauração	Nº: 1613; Peso: 1,6%
81	Outros serviços (excepto administração pública)	Nº: 1091; Peso: 1,1%
		Total: 103460; Peso: 100%

Tabela VII – Distribuição da amostra por anos

Ano	Freq.Absoluta	Peso relativo	Freq. Acumulada
2006	11576	11,19%	11,19%
2007	12656	12,23%	23,42%
2008	12803	12,37%	35,80%
2009	12646	12,22%	48,02%
2010	13221	12,78%	60,80%
2011	13456	13,01%	73,80%
2012	13541	13,09%	86,89%
2013	13561	13,11%	100,00%
Total	103460	100,00	

Tabela VIII – Estatísticas Descritivas das variáveis dos Modelos A; B e C ²⁸Amostra Total – Painel 1

	LEV1T	LEV2T	EMT	LEVn-	PROFT	SIZET	TANGT	GROWHT	NTST	RISKT
M	-0,02	-0,006	0,075	0,416	0,106	7,591	0,264	0,059	0,041	6,063
P50	0	0	0,053	0,078	0,093	7,485	0,216	0,037	0,035	6,018
Sd	0,402	1,356	0,073	0,855	0,082	0,468	0,214	0,167	0,03	0,547
Cv	-20,136	-238,306	0,98	2,055	0,773	0,062	0,813	2,847	0,724	0,09
Min	-4,367	-6,459	2,07e-	-0,575	-0,147	6,798	0,002	-0,379	0,001	4,645
Max	4,162	6,619	0,51	9,466	0,439	9,396	0,917	1,142	0,176	7,858
Sk	-0,202	0,298	1,891	4,325	0,767	1,046	0,853	1,224	1,301	0,378
ks	35,556	16,719	7,284	28,767	4,323	3,893	2,986	6,898	4,958	3,168

Amostra Pré-Crise – Painel 2.1

	LEV1BC	LEV2TBC	EMBC	LEVn-1BC	PROFBC	SIZEBC	TANGBC	GROWTHBC	NTSBC	RISKBC
M	-0,014	0,029	0,08	0,446	0,12	7,56	0,255	0,104	0,042	5,865
P50	0	0	0,057	0,081	0,106	7,458	0,204	0,075	0,035	5,827
Sd	0,451	1,414	0,078	0,907	0,084	0,481	0,209	0,176	0,03	0,576
Cv	-32,073	48,44	0,971	2,031	0,705	0,064	0,822	1,683	0,719	0,096
Min	-4,331	-6,459	0,0000	-0,573	-0,145	6,798	0,002	-0,378	0,001	4,645
Max	4,156	6,618	0,476	9,375	0,439	9,394	0,916	1,142	0,176	7,856
Sk	-0,231	0,431	1,81	4,071	0,723	1,004	0,954	1,278	1,245	0,418
ks	29,629	15,524	6,743	25,418	4,039	3,827	3,229	6,561	4,683	3,086

²⁸ M = Média ; P50= Mediana ; Sd= Desvio-padrão ;Cv= Coeficiente de variação ; Min= Mínimo ; Max= Máximo ; Sk= Assimetria; Ks = Curtose

Amostra Crise – Painel 2.2

	LEV1C	LEV2C	EMC	LEVn-1C	PROFC	SIZEC	TANGC	GROWTHC	NTSC	RISKC
M	-0,022	-0,016	0,073	0,407	0,102	7,6	0,266	0,045	0,041	6,123
P50	0	0	0,051	0,078	0,089	7,493	0,219	0,025	0,035	6,069
Sd	0,386	1,338	0,072	0,839	0,081	0,463	0,216	0,161	0,03	0,524
Cv	-17,719	-81,815	0,981	2,061	0,794	0,061	0,81	3,62	0,725	0,086
Min	-4,367	-6,459	2,07e-	-0,575	-0,147	6,799	0,002	-0,379	0,001	4,647
Max	4,162	6,619	0,51	9,466	0,439	9,396	0,917	1,142	0,176	7,858
Sk	-0,191	0,247	1,912	4,411	0,78	1,067	0,823	1,206	1,318	0,48
Ks	37,826	17,083	7,445	29,969	4,437	3,918	2,921	7,08	5,047	3,191

Tabela IX – Matrizes de Correlação de Spearman das variáveis dos Modelos A; B e C²⁹

Amostra Total – Painel 1

	LEV1T	LEV2T	EMT	LEVn-	PROFT	SIZE T	TANGT	GROWHT	NTST	RISKT	FC
LEV1T	1										
LEV2T	0,7592	1									
EMT	0,0450	0,0364	1								
LEVn-IT	-0,3436	-0,1839	-0,0828	1							
PROFT	-0,0958	-0,0261	0,0545	-0,0839	1						
SIZE T	0,0223	0,0189	-0,0423		-0,1172	1					
TANGT	-0,061	-0,0076	-0,1016	0,3041	0,1113	-0,0091	1				
GROWTH	0,0816	0,2019	0,1236	-0,0094	0,1319		-0,0526	1			
NTST	-0,047	-0,0431	-0,0291	0,1376	0,3297	-0,0752	0,5640	-0,1159	1		
RISKT	0,031	-0,0065	0,0415	-0,1391	0,0713	0,7013	-0,0442	-0,0785	0,0266	1	
FC	-0,0146	-0,0387	-0,0358	-0,0074	-0,0968	0,0441	0,0191	-0,1620	-0,011	0,1961	1

Amostra Pré-Crise – Painel 2.1

	LEV1B	LEV2B	EMBC	LEVn-	PROFBC	SIZEB	TANGB	GROWTHB	NTSB	RISKB
LEV1BC	1									
LEV2BC	0,7699	1								
EMBC	0,0455	0,0297	1							
LEVn-1BC	-0,3214	-0,1422	-0,0790	1						
PROFBC	-0,1018	-0,0455	0,0466		1					
SIZEBC			-0,0519		-0,1448	1				
TANGBC	-0,0375	0,0245	-0,0954	0,2830	0,1197		1			
GROWTH	0,1289	0,2145	0,1692	-0,0155	0,0862	-0,0573	-0,0641	1		
NTSBC	-0,0495	-0,0413	-0,0393	0,1400	0,3293	-0,0718	0,5859	-0,1494	1	
RISKBC	-0,0171	-0,0242	0,0498	-0,0832	0,1334	0,6290	-0,0281	-0,0254	0,0171	1

²⁹ Significante a 5 % em negrito; Significante a 10 % não negrito ; Não significante a 10% em branco

Amostra Crise – Pannel 2.2

	LEV1C	LEV2C	EMC	LEVn-1C	PROFC	SIZEC	TANGC	GROWTHC	NTSC	RISK
LEV1C	1									
LEV2C	0,7562	1								
EMC	0,0442	0,0368	1							
LEVn-1C	-0,3508	-0,1974	-0,0844	1						
PROFC	-0,0977	-0,0261	0,0522	-0,0846	1					
SIZEC	0,0273	0,0269	-0,0372		-0,1033	1				
TANGC	-0,0678	-0,0161	-0,1025	0,3110	0,1129	-0,0107	1			
GROWTH	0,0653	0,1933	0,1037	-,0092	0,1275	0,0225	-0,0461	1		
NTSC	-0,0464	-0,0443	-0,0265	0,1367	0,3305	-0,0758	0,5582	-0,1107	1	
RISK	0,0519	0,0103	0,0497	-0,1586	0,0808	0,7303	-0,0551	-0,0524	0,0337	1

Tabela X - Impacto da gestão de resultados nos ajustamentos da estrutura de capital³⁰

³¹Modelo A: $LEV1_{i,t} = b_0 + b_1 LEVn-1_{i,t} + b_2 PROF_{i,t} + b_3 SIZE_{i,t} + b_4 TANG_{i,t} + b_5 GROWTH_{i,t} + b_6 RISK_{i,t} + b_7 NTS_{i,t} + b_8 FC_{i,t} + b_9 EM_{i,t} + b_{10} EM_{n-1,i,t} + b_{11} EM_{n+1,i,t} + b_{12} YEAR_{i,t} + b_{13} IND_{i,t} + b_{14} COUNTRY_{i,t}$

Variáveis da empresa	Sinal Esperado	Painel 1	Painel 2.1	Painel 2.2	Painel 3.1	Painel 3.2	Painel 3.3	Painel 4.1	Painel 4.2	Painel 4.3
LEVn-1	?	-0,148 (-102,39)	-0,177 (-56,87)	-0,139 (-85,03)	-0,148 (-)	-0,177 (-)	-0,139 (-85,03)	-0,147 (-85,78)	-0,163 (-57,57)	-0,143 (-77,05)
PROF	-	-0,499 (-31,08)	-0,58 (-16,18)	-0,473 (-26,49)	-0,499 (-31,08)	-0,577 (-)	-0,472 (-26,48)	-0,489 (-26,03)	-0,556 (-11,07)	-0,477 (-23,36)
SIZE	+	0,021 (5,23)	0,018 (2,20)	0,022 (4,56)	0,022 (5,23)	0,019 (2,33)	0,023 (4,65)	0,024 (4,63)	0,02 (1,62)	0,025 (4,50)
TANG	+	0,093 (12,90)	0,214 (12,42)	0,064 (8,29)	0,093 (12,90)	0,218 (14,17)	0,07 (8,37)	0,078 (9,23)	0,176 (7,29)	0,064 (7,21)
GROWTH	-	0,176 (23,22)	0,32 (19,90)	0,13 (15,35)	0,176 (23,22)	0,308 (19,31)	0,128 (14,92)	0,165 (18,8)	0,332 (14,68)	0,127 (13,40)
RISK	-	-0,021 (-5,67)	-0,029 (-4,19)	-0,017 (-3,82)	-0,021 (-5,57)	-0,03 (-4,34)	-0,017 (-3,93)	-0,022 (-4,013)	-0,042 (-3,87)	-0,018 (-3,69)
Envolvência externa										
NTS	-	0,264 (5,36)	0,03 (0,27)	0,3 (5,44)	0,264 (5,26)		0,3 (5,43)	0,32 (5,50)		0,315 (5,07)
FC	-	-0,013 (-2,56)			-0,013 (-5,67)			-0,027 (-5,58)		
Gestão de resultados										

³⁰ Estrutura semelhante para as Tabelas X;XI;XII;XIII e XIV : Variáveis descritas na tabela IV ; Significância a 5 % a negrito; Não significante a 5% não negrito

³¹ *Cross-sectionally pooled cross-sectional leverage model*

EM	+				0,037 (2,21)	0,071 (1,97)	0,023 (1,20)	0,045 (2,28)	0,127 (2,52)	0,025 (1,20)
EM n-1	+							-0,01 (-0,52)	0,026 (0,55)	-0,018 (-0,92)
EM n+1	+							-0,044 (-2,28)	0,003 (0,06)	-0,056 (-2,65)
Dummy YEAR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy IND	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy COUNTRY	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
F-Teste		227,77 0,000	80,45 0,000	161,68 0,000	223,57 0,000	84,55 0,000	158,54 0,000	156,89 0,000	38,77 0,000	127,01 0,000
R ²		0,1028	0,1412	0,0926	0,1028	0,1413	0,0927	0,0983	0,1286	0,094
N		103460	24232	79228	103460	24232	79228	76358	12656	63702

Tabela XI - Impacto da gestão de resultados no acesso ao crédito

$$^{32}\text{Modelo B: } LEV2_{i,t} = b_0 + b_1 LEV_{n-1}_{i,t} + b_2 PROF_{i,t} + b_3 SIZE_{i,t} + b_4 TANG_{i,t} + b_5 GROWTH_{i,t} + b_6 RISK_{i,t} + b_7 NTS_{i,t} + b_8 FC_{i,t} + b_9 EM_{i,t} + b_{10} EM_{n-1}_{i,t} + b_{11} EM_{n+1}_{i,t} + b_{12} YEAR_{i,t} + b_{13} IND_{i,t} + b_{14} COUNTRY_{i,t}$$

Variáveis da empresa	Sinal Esperado	Painel 1	Painel 2.1	Painel 2.2	Painel 3.1	Painel 3.2	Painel 3.3	Painel 4.1	Painel 4.2	Painel 4.3
LEV _{n-1}	?	-0,051 (-9,84)	-0,07 (-6,70)	-0,044 (-7,36)	-0,05 (-9,79)	-0,07 (-6,69)	-0,044 (-7,39)	-0,054 (-8,97)	-0,066 (-4,73)	-0,049 (-7,61)
PROF	-	-0,571 (-10,03)	-0,767 (-6,38)	-0,507 (-7,83)	-0,578 (-10,39)	-0,775 (-6,66)	-0,503 (-7,94)	-0,597 (-9,24)	-0,998 (-6,44)	-0,519 (-7,45)
SIZE	-	-0,032 (-2,13)	-0,075 (-2,68)	0,019 (-1,09)	-0,037 (-3,94)	-0,08 (-4,06)		-0,039 (-3,57)	-0,090 (-3,76)	
TANG	+	0,163 (6,43)	0,284 (4,91)	0,132 (4,69)	0,173 (6,84)	0,286 (4,95)	0,142 (5,08)	0,216 (7,35)	0,402 (5,15)	0,182 (5,85)
GROWTH	+	0,634 (24,01)	0,641 (12,05)	0,623 (20,35)	0,623 (23,31)	0,634 (11,77)	0,608 (19,73)	0,594 (19,37)	0,63 (8,59)	0,585 (17,60)
RISK	?	-0,0006 (-0,51)	-0,0075 (-0,28)	-0,005 (-0,32)						
Envolvência externa										
NTS	-	-0,54 (-3,09)	-0,956 (-2,54)	-0,45 (-2,28)	-0,574 (-3,33)	-0,966 (-2,56)	-0,469 (-2,40)	-0,638 (-3,13)	-0,929 (-1,81)	-0,559 (-2,50)
FC	-	-0,031 (-2,13)			-0,04 (-2,30)			-0,027 (1958)		

³² Cross-sectionally pooled cross-sectional debt model

Gestão de resultados										
EM	+				0,156 (2,61)	0,016 (0,13)	0,205 (3,01)	0,24 (3,50)	0,272 (1,67)	0,201 (2,71)
EM n-1	+							-0,029 (-0,45)	0,055 (0,36)	-0,047 (-0,65)
EM n+1	+							-0,112 (-1,65)	-0,006 (-0,04)	-0,153 (2,07)
Dummy	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy IND	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
F-Teste		17,75 0,000	7,59 0,000	12,4 0,000	17,87 0,000	7,59 0,000	12,73 0,000	13,58 0,000	6,86 0,000	10,20 0,000
R ²		0,0088	0,0142	0,0078	0,0089	0,0142	0,0078	0,0092	0,0249	0,008
N		103460	24232	79228	103460	24232	79228	76358	12656	63702

Tabela XII- Dívida como factor mediador do fenómeno da gestão de resultados

³³ **Modelo C:** $EM_{i,t} = b_0 + b_1 PROF_{i,t} + b_2 SIZE_{i,t} + b_3 TANG_{i,t} + b_4 GROWTH_{i,t} + b_5 RISK_{i,t} + b_6 NTS_{i,t} + b_7 FC_{i,t} + b_8 LEV1_{i,t} + b_9 LEV2_{i,t} + b_{11} YEAR_{i,t} + b_{12} IND_{i,t} + b_{13} COUNTRY_{i,t}$

Variáveis da empresa	Sinal Esperado	Painel 1	Painel 2.1	Painel 2.2	Painel 3.1	Painel 3.2	Painel 3.3
PROF	-	-0,009 (-3,19)	-0,01 (-1,54)	-0,009 (-2,64)	-0,009 (-2,99)		-0,008 (-2,49)
SIZE	-	-0,022 (-28,89)	-0,017 (-11,48)	-0,025 (-27,04)	-0,022 (-28,86)	-0,017 (-11,49)	-0,025 (-37,01)
TANG	-	-0,047 (-30,06)	-0,053 (-17,87)	-0,045 (-31,00)	-0,047 (-36,05)	-0,053 (-17,82)	-0,045 (-31,00)
GROWTH	+	0,081 (59,02)	0,093 (32,83)	0,078 (49,05)	0,081 (58,41)	0,915 (32,32)	0,078 (48,62)
RISK	+	0,023 (33,34)	0,016 (13,32)	0,025 (30,98)	0,023 (33,33)	0,016 (13,44)	0,025 (30,96)
Envolvência externa							
NTS	+	0,151 (16,47)	0,188 (9,39)	0,137 (13,31)	0,15 (16,45)	0,18 (9,34)	0,137 (13,32)
FC	+	-0,008 (-8,74)			-0,008 (-8,72)		
Endividamento							
LEV1	+				0,001 (2,18)	0,003 (2,39)	0,0006 (0,90)
LEV2	+				0,00038 (2,18)	-0,00005 (-0,17)	0,0005 (2,88)
Dummy YEAR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy IND	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy COUNTRY	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
F-Teste		126,60	49,23	123,65	159,69	48,24	119,01

³³ *Cross-sectionally pooled cross-sectional earnings management model*

		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
R ²		0,0742	0,0839	0,0711	0,0743	0,0840	0,0712		
N		103460	24232	79228	103460	24232	79228		

Tabela XIII - Modelo B dividido entre dois grupos de 4.1 a 4.6 grupo de empresas com variações positivas na componente dívida e de 4.7 a 4.12 grupo de empresas que esta a reduzir a dívida

Variáveis da empresa	Painel 4.1	Painel 4.2	Painel 4.3	Painel 4.4	Painel 4.5	Painel 4.6	Painel 4.7	Painel 4.8	Painel 4.9	Painel 4.10	Painel 4.11	Painel 4.12
LEV _{n-1}	-0,372 (-35,53)	-0,366 (-18,91)	-0,367 (-29,61)	-0,38 (-31,11)	-0,358 (-13,57)	-0,391 (-27,78)	0,214 (30,55)	0,202 (13,17)	0,216 (27,04)	0,216 (26,57)	0,194 (9,89)	0,221 (24,57)
PROF	-0,177 (-1,15)	-0,834 (-2,83)	0,073 (0,41)		-1,425 (-3,60)		-0,535 (-5,42)	-0,489 (-2,48)	-0,588 (-5,25)	-0,661 (-6,19)	-0,84 (-3,12)	-0,643 (-5,51)
SIZE	-0,608 (-17,58)	-0,515 (-8,70)	-0,69 (-16,02)	-0,576 (-14,04)	-0,486 (-5,50)	-0,629 (-13,45)	0,294 (12,27)	0,16 (3,53)	0,36 (12,52)	0,28 (9,89)	0,115 (1,73)	0,323 (10,23)
TANG	-0,606 (-10,83)	-0,567 (-4,90)	-0,631 (-9,90)	-0,515 (-7,86)	-0,4 (-2,69)	-0,58 (-8,12)	0,633 (16,54)	0,63 (7,05)	0,627 (14,83)	0,625 (15,36)	0,63 (5,07)	0,623 (14,16)
GROWTH	0,208 (3,67)	0,27 (2,58)	0,196 (2,89)	-0,019 (-0,29)	0,066 (0,46)	0,008 (-0,12)	0,086 (1,79)	-0,14 (-1,38)	-0,07 (-1,27)			
RISK	0,447 (14,52)	0,261 (5,20)	0,566 (14,48)	0,417 (11,36)	0,260 (3,36)	0,490 (11,62)	-0,267 (-12,71)	-0,129 (-3,42)	-0,336 (-13,13)	-0,257 (-10,21)	-0,098 (-1,71)	-0,297 (-10,57)
Envolverência externa												
NTS	-2,154 (-5,10)	-1,59 (-1,84)	-2,423 (-4,90)	-2,194 (-4,67)		-2,244 (-4,32)	-0,145 (-0,52)	-0,679 (-1,11)	0,66 (0,21)			
FC	-0,207 (-5,34)			-0,132 (-3,48)			0,131 (4,62)			0,083 (3,09)		
Gestão de resultados												
EM				1,822 (11,17)	1,721 (4,86)	1,743 (9,53)				-0,86 (-7,43)	-0,742 (-2,671)	-0,971 (-6,33)
EM n-1				0,109 (0,74)	0,399 (1,20)	0,041 (0,25)				-0,164 (-1,54)	-0,091 (-0,37)	-0,173 (-1,56)
EM n+1				-0,302 (-1,92)	-0,21 (-0,64)	-0,326 (-1,84)				-0,018 (-0,17)	0,185 (0,72)	-0,05 (-0,43)
Dummy YEAR	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy IND	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy COUNTRY	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
F-Teste	62,72 0,000	27,60 0,000	47,10 0,000	49,46 0,000	18,25 0,000	40,67 0,000	50,92 0,000	18,44 0,000	41,92 0,000	40,97 0,000	7,45 0,000	36,63 0,000
R ²	0,1022	0,1463	0,0980	0,1084	0,1797	0,1047	0,0599	0,0796	0,0597	0,0626	0,0616	0,0649
N	28149	7295	20854	20799	3711	17088	41406	9005	32401	30706	4809	25897

Tabela XIV - Modelo C dividido entre dois grupos de 4.1 a 4.6 grupo de empresas com variações positivas na componente dívida e de 4.7 a 4.12 grupo de empresas que esta a reduzir a dívida

Variáveis da empresa	Painel 5.1	Painel 5.2	Painel 5.3	Painel 5.4	Painel 5.5	Painel 5.6
PROF	0,108 (1,66)	0,031 (2,36)	0,004 (0,55)	-0,038 (-7,94)	-0,046 (-4,41)	-0,035 (-6,51)
SIZE	-0,018 (-10,91)	-0,007 (-2,61)	-0,019 (-10,60)	-0,022 (-19,24)	-0,177 (-7,71)	-0,024 (-17,83)
TANG	-0,039 (-15,68)	-0,047 (-9,16)	-0,036 (-13,76)	-0,044 (-24,12)	-0,048 (-10,73)	-0,043 (-21,5)
GROWTH	0,096 (35,73)	0,100 (21,27)	0,095 (33,58)	0,07 (30,16)	0,088 (17,40)	0,064 (24,35)
RISK	0,017 (11,47)	0,006 (2,88)	0,017 (10,71)	0,022 (22,11)	0,016 (8,73)	0,025 (20,49)
Envolvência externa						
NTS	0,0156 (0,87)	0,03 (0,83)	0,007 (0,32)	0,2 (14,97)	0,267 (8,65)	0,177 (12,05)
FC	-0,005 (-3,05)			-0,012 (-8,50)		
Endividamento						
LEV1	0,008 (8,56)	0,010 (6,11)	0,008 (7,82)	-0,007 (-9,10)	-0,005 (-3,16)	-0,008 (-8,95)
LEV2	0,003 (9,8)	0,003 (5,81)	0,003 (8,04)	-0,002 (-10,18)	-0,003 (-5,97)	-0,002 (-7,57)
Dummy YEAR	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy IND	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Dummy COUNTRY	✓	✓	✓	✓	✓	✓
F-Teste	64,12 0,000	20,93 0,000	45,89 0,000	64,86 0,000	19,48 0,000	49,40 0,000
R ²	0,1024	0,1173	0,0993	0,0750	0,0891	0,0709
N	28149	7295	20854	41406	9005	32401