



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**A EVOLUÇÃO DA GESTÃO DE RESULTADOS NAS
EMPRESAS COTADAS EUROPEIAS**

CARLOS TEIXEIRA AGUIAR

OUTUBRO – 2017



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO

CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**A EVOLUÇÃO DA GESTÃO DE RESULTADOS NAS
EMPRESAS COTADAS EUROPEIAS**

CARLOS TEIXEIRA AGUIAR

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO
MARTINS DA SILVA**

OUTUBRO – 2017

RESUMO

O objetivo do presente trabalho final de mestrado passa por investigar como tem evoluído a gestão de resultados, através dos *accruals* discricionários e das operações reais, nas empresas cotadas europeias, durante os períodos de crise (2009-2012) e recuperação (2013-2016). Assim, foi recolhida uma amostra da base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk constituída por 652 empresas cotadas de 8 países da União Europeia e de 10 setores de atividade distintos. Como variáveis explicativas e independentes do modelo empírico, para além da variável representativa da crise, foram também incluídas as variáveis dimensão, crescimento, desempenho, endividamento e uma variável *dummy* que determinasse se a empresa era, ou não, auditada por uma *Big Four*. Os resultados evidenciam uma tendência decrescente da gestão de resultados por *accruals* discricionários no período de crise. Contudo, demonstram também que a prática de gestão de resultados é maior no período de crise do que no período de recuperação económica.

Palavras-chave: gestão de resultados por *accruals*; gestão de resultados através de operações reais; crise da dívida soberana; recuperação económica; empresas cotadas europeias.

ABSTRACT

The purpose of the present master's thesis is to investigate how earnings management has evolved, through discretionary accruals and real operations, in European listed companies, during crisis (2009-2012) and recovery (2013-2016) periods. Therefore, it was collected a sample from Amadeus database of Bureau Van Dijk. These data were composed by 652 listed companies from 8 European Union countries and 10 different activity sectors. As explanatory and independent variables of the empirical model, besides the crisis variable, were also included the variables dimension, growth, performance, debt and a dummy variable that determined if the company was, or not, audited by a Big Four. The results show a downward trend in accruals management during the crisis period. However, they also show that earnings management is greater in the crisis period comparing with the period of economic recovery.

Key-words: accruals earnings management; real earnings management; sovereign debt crisis; economic recovery; European listed companies

AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Cristina Gaio, pela sua orientação, sugestões e contribuições cruciais para a conclusão deste estudo, assim como a todos os docentes do Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresarias do ISEG, por todos os conhecimentos transmitidos e pelo desenvolvimento humano que me proporcionaram.

À minha família, principalmente aos meus pais e irmão, pelo suporte e apoio incondicional, carinho e constante preocupação.

À minha namorada, por toda a compreensão, motivação, apoio e, sobretudo, por acreditar sempre em mim e nas minhas capacidades.

A finalizar, mas não em último lugar, aos meus amigos, por toda a ajuda prestada, em especial, ao Carlos Santos e Ana Margarida Oliveira, que me acompanharam e ajudaram na elaboração do trabalho.

ÍNDICE

RESUMO	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
ÍNDICE DE TABELAS	v
ÍNDICE DE FIGURAS	v
ÍNDICE DE ANEXOS	v
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DA LITERATURA.....	3
2.1. A gestão de resultados	3
2.1.1. Gestão de resultados por accruals.....	4
2.1.2. Gestão de resultados através das operações reais	6
2.1.3. Fatores determinantes da prática de gestão de resultados.....	8
2.2. A crise na Europa	12
2.3. A gestão de resultados e a crise	15
3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	18
3.1. Descrição da amostra.....	18
3.2. Gestão de resultados através de accruals discricionários	19
3.3. Gestão de resultados através de operações reais.....	20
3.4. Modelos empíricos	22
4. ANÁLISE DE DADOS	23
4.1. Estatísticas descritivas	23
4.2. Teste de igualdade de médias	24
4.3. Matriz de correlação	26
4.4. O impacto da crise na gestão de resultados	27
4.5. Análise adicional	29
4.6. Análise de robustez.....	32
5. CONCLUSÕES.....	34
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	36
ANEXOS.....	45

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I – Estatísticas descritivas.....	24
---	----

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura I – Evolução da taxa de crescimento trimestral do PIB na Zona Euro e nos EUA...13
Figura II - Evolução da taxa de crescimento trimestral do PIB na Zona Euro14
Figura III – Evolução das métricas de gestão de resultados24

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I – Evolução do PIB per Capita e da taxa de desemprego na Zona Euro.....45
Anexo II – Distribuição da amostra por país45
Anexo III – Distribuição da amostra por setor de atividade.....45
Anexo IV – Descrição das variáveis independentes46
Anexo V – Teste de igualdade de médias48
Anexo VI – Teste de diferença de médias de amostras emparelhadas48
Anexo VII – Matriz de correlação de Pearson.....48
Anexo VIII – Variance inflation factors.....48
Anexo IX – Modelo de regressão para análise principal49
Anexo X – Modelo de regressão para análise adicional50
Anexo XI – Modelo de regressão para análise robustez.....51

1. INTRODUÇÃO

A crise financeira, que se alastrou globalmente, e a crise da dívida soberana, que surgiu mais tarde na Europa, demonstraram a vulnerabilidade das normas contabilísticas (Gorgan et al., 2012). Dada a existência de políticas e/ou técnicas de estimação distintas, muitas empresas aproveitaram a incerteza, a falta de transparência e as lacunas nos regulamentos contabilísticos para gerirem resultados (Gorgan et al., 2012). A prática de gestão de resultados pode ser feita através das operações reais ou através de *accruals* (Healey & Wahlen, 1999). Enquanto a gestão de resultados por *accruals* está estritamente limitada pela atividade contabilística (Dechow et al., 2012), a gestão de resultados através de operações reais está ligada à atividade real da empresa, podendo esta afetar os níveis normais de *cash flows* operacionais e custos de produção (Roychowdhury, 2006).

Assim, o objetivo do presente trabalho final de mestrado é analisar a evolução da gestão de resultados nas empresas cotadas europeias nos períodos de crise da dívida soberana e de recuperação. Como medidas da gestão de resultados utilizaram-se os *accruals* discricionários absolutos, calculados com base no modelo de Jones (1991), modificado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005), assim como os níveis absolutos de *cash flows* operacionais e custos de produção, calculados com base no modelo de Roychowdhury (2006).

A amostra é constituída por 652 empresas cotadas de 8 países da União Europeia e 10 setores de atividade, retirada da base de dados Amadeus, referente aos anos 2007 a 2016.

Os resultados sugerem uma diminuição da gestão de resultados por *accruals* discricionários no período de 2009-2011, corroborando os estudos de Strobl (2013), Habib et al. (2013), Gorgan et al. (2012), Filip & Raffournier (2012) e Francis et al. (2013). Contudo, as empresas gerem mais os resultados no período de crise, com preferência pela gestão de operações reais.

Demonstra-se também que empresas de maior dimensão praticam menos gestão de resultados por *accruals* e através dos custos de produção. Por sua vez, empresas auditadas por Big4 e empresas com maior rendibilidade tendem a gerir menos os resultados através de custos de produção. De forma inversa, verifica-se que empresas em crescimento praticam mais gestão de resultados por *accruals*. Por fim, evidencia-se que quanto maior for o endividamento das empresas, menor a gestão por *accruals*.

Relativamente ao objetivo da gestão de resultados por *accruals* (para aumentar ou diminuir os resultados), verifica-se que durante a crise, assim como em empresas auditadas por Big4, há um decréscimo da gestão de resultados no sentido descendente. Contrariamente, empresas de maior dimensão, com maior rendibilidade e endividamento tendem a gerir mais os resultados no sentido descendente. Por fim, empresas com maior crescimento têm tendência a gerir resultados no sentido ascendente.

Este trabalho contribui para a literatura existente na medida em que, para além de abordar um tema muito atual e pertinente no meio académico, aborda não só ao período de crise de dívida soberana, como também ao período de recuperação, sendo escassos os trabalhos que fazem referência a este último. Adicionalmente, as evidências apresentadas são relativas a três formas distintas de fazer gestão de resultados. O presente trabalho permite também alargar um pouco mais o conhecimento sobre as empresas cotadas europeias e quais as suas motivações para gerirem resultados.

Este trabalho encontra-se dividido em cinco capítulos. Após a presente introdução, o segundo capítulo é composto pela revisão da literatura. No terceiro capítulo é descrita a amostra e a metodologia utilizada para estudar a gestão por *accruals* e das operações reais. No quarto capítulo analisam-se e discutem-se os resultados, e, por fim, no quinto capítulo, são apresentadas as principais conclusões referentes aos resultados obtidos, bem como algumas sugestões para pesquisas futuras e limitações encontradas.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. A gestão de resultados

Os resultados contabilísticos são a principal fonte de informação que os utilizadores de informação financeira têm sobre determinada empresa (Francis et al., 2003) e são essenciais na avaliação da gestão e desempenho da mesma (Dechow, 1994). Os utilizadores de informação financeira exigem que o relato seja preciso e fornecido em tempo oportuno. Porém, a assimetria de informação induz potenciais problemas, uma vez que os *outsiders* têm que confiar nas informações divulgadas, nas quais existe um substancial poder de influência por parte da gestão (Bjurman & Rahman, 2014).

Segundo Healy & Wahlen (1999), a gestão de resultados é a transformação dos mesmos, através do julgamento, quer na estruturação das operações reais, quer nos relatórios financeiros, com o intuito de influenciar as diferentes partes interessadas no desempenho da empresa e, assim, influenciar o seu valor ou resultados contratuais. Contudo, Davidson et al. (1987) não apresentam uma visão tão pejorativa da gestão de resultados. Para os autores, as empresas gerem resultados com o intuito de produzir um nível desejado de resultados.

A prática de gestão de resultados pode ser feita através de duas componentes, tendo estas diferentes níveis de risco ou incerteza (Ewert & Wagenhofer, 2005). A componente de fluxo de caixa associada às operações reais é, em termos de relato, menos incerta e de maior qualidade, ao contrário do que se sucede com os *accruals*, mais incertos, uma vez que incluem julgamentos e avaliações e, assim, um maior potencial de influência sobre os dados financeiros reportados (Healy & Wahlen, 1999).

Segundo Zang (2012), estas duas estratégias de gestão de resultados são substitutas. Isto significa que se os custos da aplicação da gestão das operações reais forem superiores aos custos de aplicação da gestão por *accruals* a gestão por *accruals* é mais aplicada e vice-versa. Contudo, devido a alguns escândalos contabilísticos, tem existido um maior escrutínio da

informação financeira, o que motivou os gestores a utilizarem mais a gestão de operações reais, ao invés da gestão por *accruals*, uma vez que possuem poder de influência sobre as decisões a tomar (Cohen et al., 2008).

Como já identificado, na literatura existente subsistem duas perspectivas distintas referentes à gestão de resultados, a informativa e a oportunista. A perspectiva informativa é a de que a gestão da empresa, com base nas informações internas, pode sinalizar o mercado através dos julgamentos e influência contabilística sobre os relatórios financeiros, de forma a refletir a perspectiva privada da empresa e melhorar a capacidade de prever fluxos de caixa futuros (Subramanyam, 1996; Watts & Zimmerman, 1990). De acordo com os autores, apesar de a contabilidade de *accruals* aumentar a atualidade e relevância das informações para as partes interessadas, a confiabilidade dos resultados deverá permanecer a um nível elevado. Por sua vez, a perspectiva oportunista da gestão de resultados é uma perspectiva alternativa, em que os gestores, para conseguirem atingir as metas de resultados e maximizarem o seu bem-estar pessoal, gerem os resultados e, assim, iludem os *stakeholders* (Dechow & Skinner, 2000; Badertscher et al, 2012). Todavia, é necessário realçar que, segundo Dechow & Skinner (2000), a gestão de resultados ocorre dentro dos princípios contabilísticos geralmente aceites, não tendo o gestor qualquer intenção de os infringir ou distorcer o relato do desempenho da empresa de forma materialmente relevante. Deste modo, caso se verifique a ocorrência de erros contabilísticos que não sejam materialmente relevantes, não se deve considerar a gestão de resultados como uma prática fraudulenta (Mulford & Comiskey, 2002).

2.1.1. Gestão de resultados por accruals

Os *accruals* são construções feitas pelos contabilistas, através dos julgamentos, por forma a melhorarem a capacidade dos resultados refletirem os benefícios económicos prováveis realizados durante o período económico, mas ainda não recebidos (Dechow & Dichev, 2002). A contabilidade de *accruals* assume uma importância acrescida, uma vez que as informações

relativas às variações dos recursos económicos e obrigações, durante um período de tempo, fornecem uma melhor base de análise para avaliar o desempenho passado e futuro da entidade, do que apenas informações sobre recebimentos e pagamentos durante esse mesmo período (FASB, 2010), tornando a informação financeira mais relevante (Dechow & Dichev, 2002). Por exemplo, uma venda a crédito gera *accruals*, contabilizando-se uma conta a receber, apesar de não ter entrado *cash flow* na empresa. Quando o cliente pagar, a conta a receber é eliminada, dando lugar à reversão (Radzi et al., 2011). No mesmo sentido, Dechow (1994) alega que o poder explicativo dos resultados tende a dominar o dos fluxos de caixa.

Não obstante, o gestor pode gerir o nível de *accruals* para obter o nível desejado de resultados, isto é, fazer gestão de resultados por *accruals* (Healy & Wahlen, 1999). A gestão de resultados por *accruals* está estritamente limitada a uma atividade de contabilidade, onde o gestor pode distorcer a verdadeira imagem da empresa, incorporando uma componente falsa. O efeito direto é uma reversão dos *accruals* nos períodos subsequentes (Dechow et al., 2012), isto é, aplicar medidas corretivas nas demonstrações financeiras futuras (Chan et al., 2001).

O processo de contabilidade de *accruals*, apesar de poder melhorar a capacidade de os resultados refletirem o desempenho operacional periódico, é visto, na literatura existente, como menos persistente do que a componente de operações reais. Uma das razões é o facto de os *accruals* estarem sujeitos a erros de estimativa, uma vez que as regras contabilísticas não são perfeitas e a gestão da empresa nem sempre consegue prever perfeitamente os benefícios e obrigações futuras. Esses erros de estimativa e as suas subsequentes reversões afetam negativamente a persistência dos resultados (Dechow et al., 2014), podendo estes não refletir o desempenho real da empresa (Sloan, 1996). Associado à contabilidade de *accruals* está também o aumento da incerteza, uma vez que são incorporados nos resultados mais hipóteses e julgamentos (Dechow & Dichev, 2002), assim como existe a possibilidade de

gestão de resultados através do aproveitamento da flexibilidade do sistema contabilístico, o que faz com que a medida de desempenho *accruals* seja ambígua (Dechow et al., 2010).

De acordo com Dechow et al. (2010), os *accruals* totais podem ser divididos em *accruals* discricionárias e *accruals* não discricionários. Os *accruals* discricionários são menos justificados pelo ambiente económico, mais sujeitos a manipulação através do sistema de contabilidade e reconhecidos como menos persistentes, enquanto que os *accruals* não discricionários são um reflexo do ambiente económico e a componente que reflete a variação do valor fundamental da empresa (Dechow et al., 2010), uma vez que resultam da sua atividade operacional e de investimento (Gorgan et. al, 2012).

2.1.2. *Gestão de resultados através das operações reais*

Segundo Gunny (2010), a gestão de resultados através das operações reais é um termo geral para as ações dos gestores que mudam o *timing* ou estruturação das operações, investimento e/ou operações de financiamento, com o objetivo de influenciar os resultados, gerando a medida de desempenho produzida pelo sistema contabilístico. São exemplos a sobreprodução e o aumento temporário das vendas, que alteram o *timing* ou estruturação das operações; a diminuição das despesas discricionárias como a investigação e desenvolvimento, assim como despesas gerais, que modificam a política de investimentos; e a recompra de ações, que alteram as operações financeiras (Roychowdhury, 2006).

Roychowdhury (2006) define a sobreprodução como uma produção de bens acima da realmente necessária para atender à procura esperada, gerando um excesso de inventários. Com níveis de produção mais altos, os custos fixos são distribuídos por um maior número de unidades, diminuindo os custos fixos unitários. Enquanto a redução dos custos fixos unitários não for suplantada pelo aumento no custo marginal, o custo total unitário diminui. Isso implica que a empresa apresente melhores margens operacionais. No entanto, segundo Roychowdhury (2006), a empresa incorre em custos de manutenção relativos à

sobreprodução, que não são recuperados no mesmo período através de vendas. Como resultado, os fluxos de caixa das operações são inferiores aos que se obteriam com níveis de vendas normais e os custos de produção anuais em relação às vendas serão maiores.

Por sua vez, segundo Roychowdhury (2006), a gestão de vendas são tentativas de aumento temporário das vendas durante o ano, oferecendo descontos de preços ou termos de crédito mais condescendentes. Segundo o autor, uma forma de gerar vendas adicionais ou alterar o ano fiscal em que estas são realizadas é oferecer descontos de preço de "tempo limitado". Deste modo, os ganhos totais no período corrente são maiores assim que o efeito de aumento de volumes suplanta o efeito de decréscimo do preço. Contudo, por venda líquida de descontos, a entrada de dinheiro é menor à medida que as margens diminuem. Com margens mais baixas, devido aos descontos nos preços, os custos de produção em função das vendas vão ser anormalmente elevados. Tem ainda como possível consequência uma alteração de expectativas de preços por parte dos clientes. O gestor terá assim menores fluxos de caixa ao longo da vida do crédito de vendas e, conseqüentemente, maiores custos de produção em relação ao nível de vendas.

Relativamente às despesas discricionárias, como publicidade e investigação e desenvolvimento, estas podem ser vistas como investimentos em vendas e fluxos de caixa futuros, mas caras no período corrente, diminuindo os resultados correntes e incentivando comportamentos focados apenas no curto prazo (Chen & Zhang, 2007). A diminuição das despesas discricionárias pode, por isso, afetar negativamente os fluxos de caixa futuros (Roychowdhury, 2006).

Por fim, como supramencionado, a recompra de ações pode ser vista como um exemplo de um desvio das operações financeiras. Isto é, se os resultados reais estiverem abaixo da meta estabelecida para estes, as ações são recompradas, evitando uma diminuição do

resultado por ação, uma vez que os lucros passam a ser distribuídos por um menor número de ações em circulação (Hribar et al., 2006; Bens et al., 2003).

2.1.3. Fatores determinantes da prática de gestão de resultados

Subsistem, na literatura existente, vários estudos que têm investigado fatores incentivantes e limitativos da prática de gestão de resultados (Dichev et al, 2013).

Uma das diversas motivações é atingir ou superar as metas estabelecidas para os lucros, afetando o valor de mercado da empresa (Myers et al, 2007), sendo dada grande importância às previsões dos analistas (Graham et al., 2005). Assim, os gestores evitam a todo o custo relatar perdas e diminuir os resultados reportados (Burgstahler & Dichev, 1997). Por exemplo, Baber et al. (1991) sugerem que as despesas de investigação e desenvolvimento são significativamente menores quando comprometem os resultados. Degeorge et al. (1999) acrescentam que é do interesse da empresa relatar crescimento positivo dos lucros para evitar possíveis cortes nos pagamentos dos dividendos e, assim, motivar os acionistas a continuar a investir na empresa e a adquirir capital (Daniel et al., 2008), uma vez que veem o seu valor maximizado e não há a diluição dos resultados por ação (Bens et al, 2002). Skinner & Sloan (2002) afirmam que as empresas que se encontram na fase de crescimento são duramente afetadas no mercado de capitais pelo não cumprimento dos limites mínimos para os seus resultados, sofrendo, segundo Butler et al. (2004), pressões para permanecerem com taxas de rentabilidade atraentes, levando-as, conseqüentemente, a gerir os resultados (Tendeloo & Vanstraelen, 2008). Chen et al. (2010) chegam às mesmas conclusões, mas para empresas que apresentem baixo desempenho. Contrariamente, Carlson & Bathala (1997) sugerem que, com o aumento da rentabilidade e desempenho da empresa, as margens para a prática de gestão de resultados são maiores. Semelhantemente, Upneja et al. (2008) referem que quando o desempenho económico já se encontra muito acima do esperado há uma gestão de resultados de modo a criar reservas para fazer face a períodos futuros mais difíceis.

Outros fatores que motivam a prática de comportamentos oportunistas são as compensações do gestor baseadas no desempenho e reputação da empresa. Empresas em que o gestor recebe elevadas compensações baseadas em medidas de desempenho ligadas aos resultados são mais propensas a verificarem uma maior gestão de resultados (Cheng & Warfield, 2005), por exemplo através da influência sobre os gastos de investigação e desenvolvimento (Cheng, 2004). Dechow & Sloan (1991) demonstram que nos últimos anos de cargo como gestor tende a haver uma redução das despesas discricionárias. Do mesmo modo, quando as compensações dos gestores estão ligadas ao valor contabilístico da empresa e ao preço das ações há evidências de uma maior prática de gestão de resultados, com o objetivo de manter o preço das ações elevado, e, assim, aumentar a sua riqueza e bem-estar pessoal (Cheng & Warfield, 2005). Os gestores podem também, através do julgamento contabilístico, manipular os resultados para aumentar a segurança no emprego (Dechow & Sloan, 1991). Adicionalmente, verifica-se um incentivo a gerir os resultados em situações em que a reputação da empresa é importante para ter uma maior atratividade no mercado de trabalho e, assim, conseguir, por exemplo, os melhores recursos de capital humano ou aumentar a sua reputação (Healy, 1985).

As motivações contratuais, que incluem os contratos com diferentes partes, como os credores financeiros, fornecedores e clientes e os contratos implícitos com os acionistas, podem também levar à prática de gestão de resultados (Burgstahler & Dichev, 1997). No caso dos contratos de financiamento, existem cláusulas estabelecidas para o desempenho da empresa, a partir dos valores contabilísticos desta, como uma medida controladora. Caso a empresa não cumpra essas cláusulas poderá incorrer em custos adicionais, para além dos custos de financiamento (Healy & Wahlen, 1999). Essas cláusulas estabelecidas são mais rígidas quando a empresa incorre em perdas ou não cumpre determinadas condições, incentivando os gestores a gerir os resultados através de operações reais (Roychowdhury,

2006). Por sua vez, Carlson & Bathala (1997) afirmam que o endividamento é um incentivo a práticas de gestão de resultados, nomeadamente ao alisamento destes, com o objetivo de minimizar o risco percebido para o credor e/ou cumprir as condições de financiamento, assim como não serem prejudicados com custos adicionais (Dhaliwal, 1980; Zimmer, 1986). Park & Shin (2004) afirmam que as empresas que se encontram muito endividadas fazem gestão de resultados para encobrirem os problemas financeiros. Contrariamente, Francis et al. (2004) chegaram à conclusão de que empresas com forte dependência de financiamento externo apresentam um maior nível de divulgação de informação, uma vez que estão sujeitas a forte escrutínio. Por forma a atrair os clientes e fornecedores, as empresas têm também, como já referenciado supra, motivos para apresentar uma imagem positiva. Essa imagem trará uma maior credibilidade e margem de negociação (Burgstahler & Dichev, 1997), existindo, por esse motivo, maiores incentivos à prática de gestão de resultados (Roychowdhury, 2006).

Outro determinante da prática de gestão de resultados é a restrição imposta pelo escrutínio dos auditores. Por exemplo, as maiores empresas de auditoria, como as *Big Four* (Big 4), têm mais experiência, enfrentam maior risco de reputação e, conseqüentemente, investem mais em recursos de auditoria para detetar a gestão de resultados (Becker et al., 1998). Assim, segundo Tendeloo & Vanstraelen (2008), a gestão de resultados tende a diminuir em empresas auditadas por uma *Big 4*. De notar que, de acordo com Roychowdhury (2006), é menos provável que os auditores detetem a gestão de resultados através de operações reais, uma vez que pode ser estratégia da empresa, por exemplo, reduzir despesas discricionárias. No mesmo sentido, Chi et al. (2011) sugerem que as empresas auditadas por *Big 4* praticam mais gestão de resultados através das operações reais.

Em termos institucionais, o sistema legal é um dos principais determinantes da gestão de resultados identificados na literatura. Leuz et al. (2003) alegam que os ambientes legais e institucionais dos países têm forte poder de influência sobre os resultados, sendo que quando

estes são mais eficazes há uma menor prática de gestão dos resultados (Burgstahler et al., 2006). Inversamente, quanto menor for o incentivo à transparência e a proteção aos investidores, maior a possibilidade de haver gestão de resultados (Daske et al., 2006; Han et al., 2010). Por fim, a gestão de resultados por *accruals* é reduzida pelo escrutínio do regulador e pela rigidez das normas contabilísticas (Cohen et al., 2008).

No caso específico das empresas cotadas, uma vez que estas têm que fornecer uma maior quantidade de informação, espera-se que a prática de gestão de resultados seja menor, uma vez que há uma maior exposição, incentivando a apresentação de resultados com maior qualidade (Burgstahler et al., 2006). O mesmo acontece com empresas de maior dimensão. Segundo Albrecht & Richardson (1990) e Tendeloo & Vanstraelen (2008) estas empresas têm menores incentivos a alisar e gerir os resultados. Park & Shin (2004) apontam como causa o grande interesse que estas empresas têm, sendo ativamente seguidas pelo mercado. Porém, Moses (1987) alega que o facto de as empresas de maior dimensão serem sujeitas a um maior acompanhamento por parte do governo e público em geral incentiva-as a alisar resultados de modo minimizar os custos esperados de uma possível intervenção externa.

No caso particular da gestão de operações reais, Zang (2012) argumenta que os seus custos de aplicação correspondem à alteração do valor da empresa, como consequência económica do desvio das atividades de negócios ideais. Porém, tem impactos diferentes, consoante o ambiente operacional da empresa. No caso de um ambiente de alta pressão e muito competitivo é mais dispendioso para a empresa desviar-se das práticas comerciais normais, uma vez que esta reduziria a sua posição de mercado em relação aos seus concorrentes. Assim, o nível de competição dentro de uma indústria restringe o uso de gestão das operações reais. Zang (2012) evidencia também que taxas de imposto marginais mais elevadas restringem as empresas de usar gestão das operações reais para aumentar os resultados. Por fim, Zang (2012) alega que as empresas em dificuldades financeiras encaram a aplicação da

gestão das operações reais como um mecanismo caro de gerir os resultados, uma vez que o principal objetivo destas é melhorar as atividades operacionais e, por isso, devido aos altos custos relacionados, o autor sugere que as empresas em dificuldades financeiras reduzem a gestão através de operações reais.

2.2. A crise na Europa

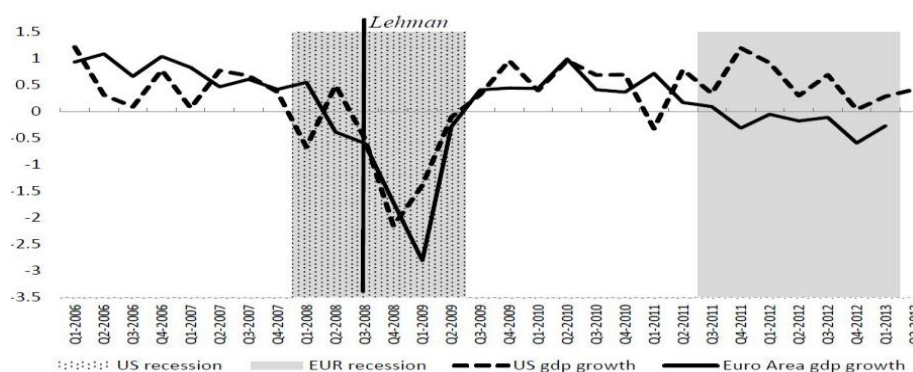
A crise económica na Europa e no resto do mundo, para muitos, teve origem no colapso do mercado imóvel dos Estados Unidos da América (EUA), em 2007, como consequência dos valores especulativos das habitações comercializadas estarem muito acima do seu valor real (Gorgan et al., 2012), afetando imediatamente os países da zona euro, devido às fortes relações entre os continentes (Ferreira, 2014). Assim, a partir do fim do ano de 2007, aquando a falência do Lehman Brothers¹, a Zona Euro presenciou uma crise financeira, com decréscimos significativos da taxa de crescimento do produto interno bruto (PIB) (Berglöf et al., 2009). A crise, no entanto, teve maior impacto nos países do sul da Europa, pois não conseguiram acompanhar as reformas monetárias que ocorreram na União Europeia, apresentavam maior instabilidade financeira e uma economia menos sólida que os restantes, afetando, conseqüentemente, o crescimento económico e endividamento público, o que, por sua vez, levou a um aumento das taxas de juro (Comissão Europeia, 2014).

Em 2009, verificou-se uma tentativa de estabilização da economia. Os mercados financeiros internacionais começaram a recuperar, assim como a produção industrial, e estabilizaram-se os índices de confiança. Contudo, houve um aumento gradual da taxa de desemprego, como consequência dos choques financeiros que se fizeram sentir em alguns setores (Berglöf et al., 2009). O bom desempenho médio dos países pertencentes à Zona Euro

¹ Antigo banco de investimentos e de outros serviços financeiros, com atuação global, apesar do seu mercado principal ser nos Estados Unidos da América. A empresa abriu falência em 2008, como consequência dos prejuízos causados pela crise financeira vivida em 2007 nos Estados Unidos da América, devido à concessão de créditos hipotecários de alto risco.

transparecia uma ideia de sucesso (Ferreira, 2014), no entanto ocultava casos como os de grandes défices na Balança de Transações Correntes de Grécia, Portugal, Espanha, Irlanda e Itália, que exigiam um forte endividamento externo, proveniente de poupanças privadas de países com maior poderio financeiro, como a Alemanha, para financiar os seus gastos nacionais (Carlin, 2011). O problema é que esse financiamento não assentava numa base sustentável a longo prazo, de forma a suportar essa mesma dívida, surgindo problemas graduais de dívida soberana, originando instabilidade na Zona Euro (Reichlin, 2013). Assim, mais tarde, em 2011, surgiu a crise da dívida soberana, traduzindo-se numa segunda recessão, ocorrida apenas na Zona Euro, como se pode verificar na Figura 1 (Reichlin, 2013).

Figura I – Evolução da taxa de crescimento trimestral do PIB na Zona Euro e nos EUA



Fonte: Reichlin (2013)

Como resposta à deterioração das contas públicas, e de forma a iniciar um período de recuperação da crise da dívida soberana, apareceram as políticas orçamentais “contracionistas” que, através do aumento dos impostos e da redução das despesas, tinham o objetivo de diminuir os défices excessivos. Em janeiro de 2013, efetivou-se o acordo de Basileia III, que veio regular a liquidez e o capital dos bancos, com o objetivo de promover um setor bancário mais resistente (Ferreira, 2014). Para evitar uma deterioração da estabilidade económica, a União Europeia decidiu também criar o Mecanismo Europeu de Estabilidade, assim como reservas monetárias para facilitar o crédito aos Estados que apresentassem maiores dificuldades económicas. Implementou, também, o Tratado sobre a

Estabilidade, Coordenação e Governança² (Comissão Europeia, 2014). Assim, com base em estas medidas, observou-se um desenvolvimento eficiente dos mercados financeiros, traduzido por um aumento do PIB, a fim de assegurar um crescimento económico estável, possibilitando, por exemplo, empréstimos de longo prazo para as empresas (Das et al., 2010).

Segundo Dimitras et al. (2015) e Qinglu (2005) o crescimento do PIB é um indicador utilizado e adequado para determinar o período que a economia atravessa. No mesmo sentido, Kamin (1999), Honkapohja (2014) e Francis et.al. (2011) sugerem que quando se apuram taxas de crescimento do PIB negativas verifica-se um estado de crise. Inversamente, quando se identifica um crescimento positivo do PIB, verifica-se um estado de desenvolvimento económico. Assim, com base na Figura 2, é possível notar um período de recuperação e crescimento económico na área Euro a partir do primeiro trimestre de 2013, uma vez que a taxa de crescimento do PIB apresenta uma tendência claramente crescente.

Figura II - Evolução da taxa de crescimento trimestral do PIB na Zona Euro



Fonte: próprio autor

Dados: OECD

Por sua vez, Leuz et al. (2003) defendem que o crescimento económico de um país é medido através do PIB per capita, enquanto que, para Pierce & Sweeney (2010), deve-se usar como *proxy* a taxa de desemprego. A partir do anexo I constata-se, mais uma vez, a ideia de

² O tratado estipula que os países devem manter em equilíbrio os seus orçamentos de acordo com a regra de equilíbrio orçamental, mantendo um deficit orçamental abaixo de 3% do PIB e um deficit estrutural abaixo 1% do PIB se o rácio da dívida em relação ao PIB for inferior a 60% e 0,5% se se o rácio da dívida em relação ao PIB for superior a 60% (Comissão Europeia, 2014).

recuperação à crise da dívida soberana que se abateu sobre a Europa, uma vez que, a partir de 2013, o crescimento do PIB per capita aumenta em relação aos períodos passados e a taxa de desemprego começa a diminuir de forma acentuada.

2.3. A gestão de resultados e a crise

Após o grande crescimento económico global do início do século XXI, a ideia dominada pela globalização foi ofuscada pelos escândalos financeiros e pelo aparecimento da crise económica global, que veio provar a falta de qualidade do relato financeiro, afetando o bom funcionamento dos mercados (Gorgan et al., 2012).

A qualidade da informação financeira caracteriza-se como a capacidade de o sistema contabilístico captar o desempenho financeiro (Dechow et al., 2010). Assim, resultados de alta qualidade são aqueles que não só refletem com precisão o desempenho operacional atual da empresa, como também são um bom indicador do desempenho operacional futuro e uma medida sumária útil para avaliar o seu valor (Dechow & Schrand, 2004). Deste modo, a prática de gestão de resultados oportunista tem um impacto negativo na qualidade do relato financeiro (Dechow et al., 2010).

Com a crise global, muitas empresas aproveitaram a incerteza, a falta de transparência e as lacunas nos regulamentos contabilísticos e relataram resultados impressionantes sem um aumento real de valor, demonstrando a vulnerabilidade das normas contabilísticas. Dada a existência de políticas e/ou técnicas de estimação distintas, as opções contabilísticas levaram a escolhas que nem sempre produziam o melhor resultado no processo de tomada de decisão (Gorgan et al., 2012).

Torna-se, assim, vital, para a construção de uma economia global, haver qualidade no relato financeiro, sendo que a contabilidade, para se adaptar às mudanças mundiais e atender às necessidades cada vez mais complexas dos utilizadores de informação financeira, deve aumentar a relevância da informação fornecida (Gorgan et al., 2008). É importante haver

confiança nas demonstrações financeiras, devendo estas fornecer uma visão justa da posição e desempenho financeiro (Gorgan et al., 2012), tal como pretendido pelas Normas Internacionais de Contabilidade³. Estas exigem que as demonstrações financeiras contenham informações de alta qualidade, transparentes, comparáveis e úteis (Jermakowicz & Gornik-Tomaszewski, 2006; Christensen et al., 2015; Horton et al., 2013). Contudo, embora seja recomendado que as escolhas das políticas contabilísticas e técnicas de estimação sejam feitas para obter a melhor informação para a tomada de decisão, a possibilidade do gestor influenciar os resultados para criar uma imagem atraente da empresa aumenta a incerteza quanto à integridade das informações contabilísticas fornecidas aos seus utilizadores (Gorgan et al., 2012). Nesse sentido, a prática de gestão de resultados parece ser mais óbvia quando as empresas estão a enfrentar algumas restrições impostas por situações determinadas pela crise económica (Gorgan et al., 2012). Porém, não é essa a conclusão de grande parte da literatura.

Em períodos de dificuldade financeira, marcados pela crise, Kousenidis et al. (2013) demonstraram que, em geral, a qualidade de resultados aumenta se não existirem incentivos para a prática de gestão de resultados. Por exemplo, segundo March & Shapira (1992), em momentos de crise as empresas têm receio de arriscar gerir resultados, mas o possível incentivo que advém de um endividamento elevado pode estimular essas empresas a esconderem as dificuldades financeiras (Bartov et al., 2002). No mesmo sentido, Filip & Raffournier (2012) e Francis et al. (2013) argumentam que a qualidade de resultados aumenta em períodos de crise nas empresas cotadas europeias, como consequência da redução de incentivos à prática de gestão de resultados. Strobl (2013) sugere também que é menos

³ A implementação global das Normas Internacionais de Contabilidade é vista como uma solução para a obtenção de relatórios financeiros de alta qualidade (Gorgan et al., 2012). No entanto, Ball (2006) considera que, devido à existência de aspetos distintos, especialmente económicos e políticos, espera-se que a implementação das Normas Internacionais de Contabilidade seja desigual no mundo, sendo inevitáveis diferentes práticas nos relatórios financeiros. Destarte, as vantagens de um único conjunto de normas de que os utilizadores devem beneficiar, tais como redução dos custos de informação e obtenção de informações livres de risco, são minimizadas (Ball, 2006).

provável que os gestores façam gestão de resultados neste período, assim como Habib et al. (2013), que afirmam que em períodos mais conturbados, os incentivos à prática de gestão de resultados são menores. Gorgan et al. (2012), ao analisarem de forma empírica a evolução dos *accruals* discricionários, evidenciam um declínio em período de crise⁴. Na mesma linha, Francis et al. (2011) afirmam que perante um cenário de crise, pelo facto do fraco desempenho das empresas poder relacionar-se com envolvente económica, as empresas têm menos pressão e, por isso, fazem menos gestão de resultados através de operações reais. Inversamente, empresas instaladas em economias em crescimento (medido pelo PIB) sentem maior pressão e, por isso, são mais incentivadas a gerir os resultados. Também Conrad et al. (2002) e Strobl (2013) afirmam que os gestores são mais propensos a fazer gestão de resultados durante uma fase de crescimento económico do que num panorama de crise.

Uma possível razão para, com a entrada da crise, haver uma diminuição da gestão de resultados e conseqüente aumento da qualidade do reporte financeiro é o facto dos utilizadores de informação financeira apresentarem uma maior preocupação com os resultados, devido à possibilidade de estes serem instáveis e decrescentes (Kousenidis et al., 2013), desincentivando as empresas a fazerem gestão dos mesmos (Habib et al., 2013). Inversamente, em períodos com condições de negócio favoráveis, a maioria das empresas apresentam bons resultados e é expectável, por parte destas, que os utilizadores de informação financeira acreditem não existem incentivos para gerirem resultados, o que poderá estimular, no caso de uma empresa de baixo valor por exemplo, os gestores a gerirem resultados (Cohen & Zarowin, 2007).

⁴ De salientar que os resultados do estudo de Gorgan et al. (2012) não permitem atribuir todo o declínio da gestão de resultados exclusivamente à crise económica, uma vez que existem outros fatores que poderiam ter influenciado esse declínio, tais como o aumento da vigilância dos investidores, a nova regulamentação dos órgãos profissionais, as investigações das instituições governamentais, entre outros.

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Descrição da amostra

Com vista à análise do objetivo de estudo do presente trabalho, foi recolhida uma amostra da base de dados Amadeus de Bureau Van Dijk no mês de julho de 2017. Os dados da amostra correspondem a um período de análise de 10 anos, de 2007 a 2016, e são referentes a todas as empresas cotadas dos primeiros 15 países da União Europeia (UE15), correspondendo a um total de 5.497 empresas.

No entanto, foram retiradas da amostra as empresas para as quais não existiam dados disponíveis necessários ao cálculo das métricas de gestão de resultados, assim como as instituições financeiras e instituições de administração pública, uma vez que têm contabilidade e regulação próprias, seguindo as advertências de alguns estudos anteriores (Leuz et al., 2003; Roychowdhury, 2006; Zang, 2012). De forma a evitar um enviesamento de resultados foram também eliminadas da amostra as empresas que tivessem um ativo total inferior a 43.000.000€⁵ no último ano de dados disponíveis. Além disso, para evitar possíveis *outliers* que enviesassem a análise, foram eliminados os dados abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99 em todas as variáveis necessárias ao estudo. Por fim, seguindo as recomendações de Cohen et al. (2008) e Gaio (2010), retiraram-se da amostra os setores de atividade e os países que no total tinham menos de 8 e 10 empresas, respetivamente, correspondendo aos países da Áustria, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo, Holanda e Portugal e aos setores de atividade de agricultura, silvicultura e pesca (A.), abastecimento de água, esgotos, gestão de resíduos e atividades de remediação (E.), atividades reais do Estado (L.), educação (P.), saúde humana e atividade de trabalho social (Q.), artes, entretenimento e recreação (R.) e outros serviços (S.).

⁵ Sendo este um dos critérios para as empresas de pequena e média dimensão, segundo a Recomendação da Comissão 2003/361/CE

O anexo II apresenta a distribuição da amostra por país, sendo possível observar que grande parte da amostra é constituída por empresas do Reino Unido, França e Alemanha, com 25,77%, 23,62% e 16,56% do total da amostra, respetivamente. Relativamente aos setores de atividade, a distribuição da amostra é apresentada no anexo III, onde se pode observar que os setores mais representados são os das atividades profissionais, científicas e técnicas e o setor da fabricação, com 32,56% e 29,45% do total da amostra, respetivamente.

3.2. Gestão de resultados através de *accruals* discricionários

Para estimar a gestão de resultados através de *accruals* discricionários recorreu-se ao modelo de Jones (1991)⁶ modificado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005), presente na equação (1). Este modelo visa ajustar a discricionariedade do reconhecimento de crédito de vendas nas receitas (Dechow et al., 1995), levar em linha de conta o desempenho da empresa, através da inclusão da variável de retorno sobre os ativos (Kothari et al., 2005), assim como resolver problemas de heteroscedasticidade, através da divisão das variáveis pelo ativo total do ano anterior (Jones, 1991):

$$(1) \frac{AccT_{t,i}}{AT_{t-1,i}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{t-1,i}} + \beta_2 \frac{\Delta Vendas_{t,i} - \Delta CRec_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \beta_3 \frac{PPE_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \beta_4 ROA_{t,i} + \varepsilon_{t,i}$$

Este modelo ajusta-se das influências económicas sobre os *accruals* totais ($AccT_{t,i}$) da empresa i no momento t , considerando os seguintes fatores não discricionários: variações das vendas ($\Delta Vendas_{t,i}$), variações nas contas a receber ($\Delta CRec_{t,i}$), *Net Property, Plant and Equipment* ($PPE_{t,i}$) e o retorno sobre o ativo ($ROA_{t,i}$). Por sua vez, o nível de *accruals* discricionários é o valor absoluto do resíduo da regressão (1), equivalente à fração dos *accruals* totais que não pode ser explicada pela evolução dos fatores supra mencionados ($\varepsilon_{t,i}$) (Gorgan et al., 2012).

⁶ Jones (1991), com base na teoria de Healy (1985), propôs um modelo para determinar o nível de *accruals* discricionários, separando-os do nível de *accruals* não discricionários. O modelo ajusta os *accruals* das influências económicas, pressupondo que estes são influenciados por *Property, Plant and Equipment* e pelas vendas.

$$(2) \quad AD_{t,i} = |\varepsilon_{t,i}|$$

De notar que os coeficientes da equação (1) foram estimados por setor de atividade, uma vez que o nível de *accruals* dependiam do tipo de negócio da empresa.

Os *accruals* totais ($AccT_{t,i}$) são calculados, seguindo Healy & Wahlen (1999), pela diferença entre as variações do ativo corrente ($\Delta AC_{t,i}$), do passivo corrente ($\Delta PC_{t,i}$) e de caixa e equivalentes de caixa ($\Delta Caixa_{t,i}$) e pelo valor de depreciações e amortizações ($Dep_{t,i}$).

$$(3) \quad AccT_{t,i} = \Delta AC_{t,i} - \Delta PC_{t,i} - \Delta Caixa_{t,i} - Dep_{t,i}$$

3.3. Gestão de resultados através de operações reais

O método mais usual para determinar a gestão de resultados através das operações reais é o evidenciado por Roychowdhury (2006). Segundo o autor, para detetar a gestão de operações reais são investigadas três componentes: os padrões de *cash flows* operacionais, as despesas discricionárias e os custos de produção. Os *cash flows* operacionais representam os fluxos de caixa provenientes das operações das empresas, relatados nas demonstrações de fluxo de caixa. As despesas discricionárias referem-se às despesas com publicidade, investigação e desenvolvimento e despesas de vendas, administrativas e gerais. Por sua vez, os custos de produção referem-se à soma dos custos dos produtos vendidos com a variação dos inventários (Roychowdhury, 2006). Por falta de dados para determinar todas as componentes de despesas discricionárias, apenas foram utilizados os padrões de *cash flows* operacionais e os custos de produção.

Tal como Roychowdhury (2006), recorreu-se ao modelo de Dechow et al. (1998) para determinar o nível normal de *cash flow* operacional da empresa *i* no momento *t* ($CFO_{t,i}$) e o nível normal de custos de produção da empresa *i* no momento *t* ($PROD_{t,i}$). O nível normal de *cash flows* operacionais da empresa *i* no momento *t* ($CFO_{t,i}$) é obtido em função das vendas totais da empresa ($Vendas_{t,i}$) e sua respetiva variação ($\Delta Vendas_{t,i}$).

$$(4) \quad \frac{CFO_{t,i}}{AT_{t-1,i}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{t-1,i}} + \beta_2 \frac{Vendas_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \beta_3 \frac{\Delta Vendas_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \varepsilon_{t,i}$$

Por sua vez, o nível previsto de custos de produção da empresa i no momento t ($PROD_{t,i}$) é determinado em função das vendas totais no momento t ($Vendas_{t,i}$) e sua respetiva variação no momento t ($\Delta Vendas_{t,i}$) e no momento $t-1$ ($\Delta Vendas_{t-1,i}$).

$$(5) \quad \frac{PROD_{t,i}}{AT_{t-1,i}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{AT_{t-1,i}} + \beta_2 \frac{Vendas_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \beta_3 \frac{\Delta Vendas_{t,i}}{AT_{t-1,i}} + \beta_4 \frac{\Delta Vendas_{t-1,i}}{AT_{t-1,i}} + \varepsilon_{t,i}$$

Seguindo Roychowdhury (2006), nas equações (4) e (5), com o objetivo de controlar o facto de as empresas terem dimensões diferentes, os coeficientes são divididos pelo ativo total do momento $t-1$ ($AT_{t-1,i}$).

Para calcular o *cash flow* operacional atual recorreu-se ao estudo de Gaio (2010):

$$(6) \quad Atual_CFO_{t,i} = RL_{t,i} - (\Delta AC_{t,i} - \Delta PC_{t,i} - \Delta Caixa_{t,i} + \Delta Divida_{t,i} - Dep_{t,i})$$

Constata-se que, segundo Gaio (2010), os *cash flows* operacionais atuais no momento t da empresa i ($Atual_CFO_{t,i}$) variam em função do resultado líquido ($RL_{t,i}$), das variações do ativo e passivo corrente ($\Delta AC_{t,i}$ e $\Delta PC_{t,i}$ respetivamente), da variação de caixa e equivalentes de caixa ($\Delta Caixa_{t,i}$), da variação de dívida de curto prazo incluída no passivo corrente ($\Delta Divida_{t,i}$) e do montante de depreciações e amortizações ($Dep_{t,i}$).

Relativamente ao custo de produção atual ($Atual_PROD_{t,i}$), de acordo com Roychowdhury (2006), este é calculado através da soma entre o custo dos bens vendidos ($CV_{t,i}$) e a variação de inventários ($\Delta Inv_{t,i}$),

$$(7) \quad Atual_PROD_{t,i} = CV_{t,i} + \Delta Inv_{t,i}$$

De forma a obter o custo dos bens vendidos, devido à não disponibilização de dados por parte de um grande número de empresas e de modo a não reduzir em demasia a amostra, não se pode seguir Roychowdhury (2006). Para tal, recorreu-se a Burgstahler et al. (2006), que

definem o custo dos bens vendidos como a diferença entre as vendas ($Vendas_{t,i}$) e o resultado operacional ($ROp_{t,i}$):

$$(8) \quad CV_{t,i} = Vendas_{t,i} - ROp_{t,i}$$

Qualquer desvio do nível normal das equações (3) e (4) foi considerado como um nível anormal de *cash flows* operacionais ($A_CFO_{t,i}$) e um nível anormal de custos de produção ($A_PROD_{t,i}$).

$$(9) \quad A_CFO_{t,i} = Atual_CFO_{t,i} - CFO_{t,i}$$

$$(10) \quad A_PROD_{t,i} = Atual_PROD_{t,i} - PROD_{t,i}$$

Para o estudo foram analisados os valores absolutos de $A_CFO_{t,i}$ e $A_PROD_{t,i}$. De notar ainda que os coeficientes das equações (4) e (5) foram estimados por sector de atividade, de forma a controlar possíveis divergências ao nível da atividade operacional das empresas.

3.4. Modelos empíricos

O objetivo do presente estudo é analisar a evolução da gestão de resultados no espectro temporal de 2009 a 2016, abrangendo dois períodos, o período de crise, referente ao final da crise financeira e início da crise de dívida soberana (2009-2012), e o período de recuperação (2013-2016). Para tal, fizeram-se testes de igualdade de médias para todos os anos, de forma a verificar a significância estatística da diferença de médias entre os anos, assim como analisaram-se os seguintes modelos, de modo a verificar o impacto da crise e de outras variáveis influentes da gestão de resultados:

$$(11) \quad AD_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

$$(12) \quad A_CFO_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

$$(13) \quad A_PROD_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

As variáveis dependentes $AD_{t,i}$, $A_CFO_{t,i}$ e $A_PROD_{t,i}$ representam, respetivamente, a gestão por *accruals*, e a gestão de operações reais através de *cash flows* operacionais e de custos de produção. A variável *dummy Crise* assume valor “1” se a observação se enquadrar no período de crise (2009 a 2012) e valor “0” se se enquadrar no período de recuperação (2013 a 2016). Relativamente à variável *dummy Big4*, esta assume valor “1” se a empresa for auditada por uma grande empresa de auditoria e valor “0” caso contrário. Por sua vez, a variável *Dim* representa a dimensão da empresa e é medida pelo logaritmo natural do total de ativos da empresa. Quanto à variável *Cresc*, esta representa o crescimento da empresa através do rácio da variação das vendas com o total de ativos. A variável *ROA* revela o retorno sobre o ativo, enquanto que a variável *Endiv* representa o nível de endividamento da empresa, obtido através da soma do endividamento de curto e longo prazo. Por fim as variáveis *dummies País* e *Setor* são variáveis de controlo que representam o respetivo país e setor de atividade da empresa. No anexo IV são apresentadas as descrições de todas as variáveis independentes dos modelos, assim como os sinais esperados com base na literatura existente.

4. ANÁLISE DE DADOS

4.1. Estatísticas descritivas

Na tabela I são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis que integram o modelo empírico. Como se pode observar o valor absoluto médio do nível de *accruals* discricionários é de 0,04747, enquanto que o valor absoluto do nível médio de *cash flows* operacionais e custos de produção anormais é de 0,05256 e 0,04614, respetivamente. Por sua vez, a variável de controlo *Big4* tem um valor médio de 0,77. Sendo esta uma variável *dummy*, significa que a maioria das empresas da amostra são auditadas por *Big4*. Verifica-se também que, em média, as empresas apresentam um crescimento de 2,94%, um ROA de 4,14%, um endividamento de 31,88% e uma dimensão próxima de 636 milhões de euros ($e^{20,2719}$).

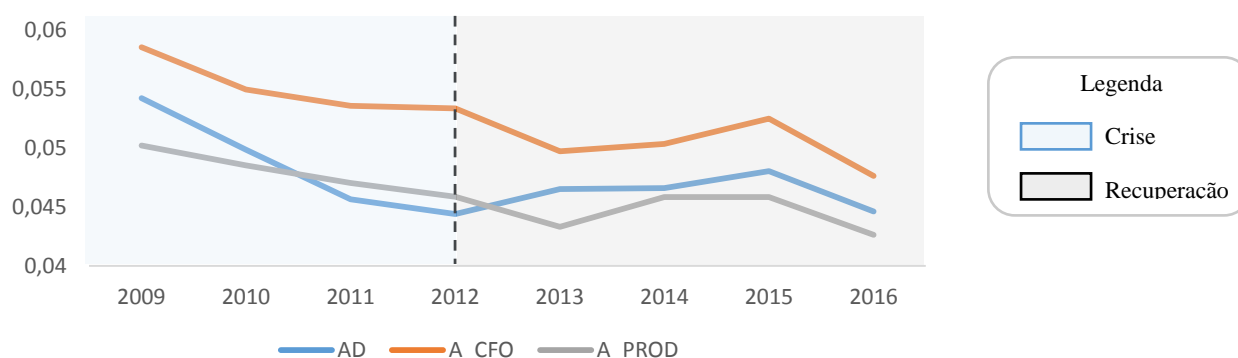
Tabela I – Estatísticas descritivas

Variável	Nº Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>AD</i>	5216	0,04747	0,0342	0,04667	0,00003	0,4637
<i>A_CFO</i>	5216	0,05256	0,0416	0,04636	0,000006	0,3421
<i>A_PROD</i>	5216	0,04614	0,0342	0,04227	0,000003	0,3134
<i>Crise</i>	5216	0,50	0,50	0,50	0	1
<i>Big4</i>	5216	0,77	1,00	0,423	0	1
<i>Dim</i>	5216	20,2719	19,916	1,8643	16,824	25,243
<i>Cresc</i>	5216	0,02943	0,0294	0,1338	-1,582	0,6345
<i>ROA</i>	5216	0,04137	0,0409	0,0564	-0,285	0,2532
<i>Endiv</i>	5216	0,318831	0,3081	0,1437	0,2665	1,026

Fonte: próprio autor

4.2. Teste de igualdade de médias

Com base na figura III observa-se um declínio da gestão por *accruals* de 2009 até ao final de 2012 (período de crise). Todavia, a partir de 2013 (período de recuperação) verifica-se uma inversão, começando estes valores a aumentar até 2016, onde voltam a diminuir. Semelhantemente, é possível constatar que no período de crise há uma diminuição da gestão de operações reais. Porém, no ano de 2013, quando se inicia o período de recuperação, observa-se novo decréscimo da gestão de operações reais que, contudo, começa a aumentar a partir do início de 2014 e até ao final de 2015. Em 2016, tal como acontece com a gestão por *accruals*, volta-se a verificar uma tendência decrescente.

Figura III – Evolução das métricas de gestão de resultados

Fonte: próprio autor

De modo a complementar a análise, foi realizado um teste de igualdade de médias. A hipótese nula (H_0) do teste é a não existência de diferenças estatisticamente significativas das

médias das métricas de gestão de resultados entre os períodos de crise e recuperação, isto é, as médias são aproximadamente iguais. O anexo V apresenta os resultados do teste. Verifica-se que para a variável de *accruals* discricionários não se rejeita H_0 ($p\text{-value} > 0,1$), ou seja, não existe uma diferença estatisticamente significativa das médias entre os períodos de crise e recuperação. Inversamente, para a gestão de operações reais, há evidências estatisticamente significativas de diferenças de médias entre os períodos de crise e recuperação, sendo essas diferenças positivas, o que indica que a gestão de operações reais foi maior no período de crise do que no período de recuperação. No entanto nada se pode afirmar se estas práticas aumentaram ou diminuíram nos períodos de crise e recuperação, apenas é possível verificar que o crescimento da gestão de operações reais no período de recuperação (visível na figura III) não foi suficiente para compensar a diminuição verificada no período de crise.

Por sua vez, o anexo VI apresenta o teste de diferença de médias de amostras emparelhadas. Este teste tem o objetivo de verificar se a evolução anual da gestão de resultados é estatisticamente significativa através de uma comparação das médias. A hipótese nula deste teste é semelhante à hipótese nula do teste anterior (H_0 : não existem diferenças estatisticamente significativas das médias das respetivas variáveis entre os anos em questão). Verifica-se que, para a gestão por *accruals*, apenas se rejeita a hipótese de igualdade de médias na passagem dos anos 2009-2010 e 2010-2011, sendo a diferença de médias negativa, ou seja, há uma diminuição da gestão por *accruals* de 2009-2011 (períodos de crise), corroborando os estudos de Strobl (2013), Habib et al. (2013), Gorgan et al. (2012), Filip & Raffournier (2012) e Francis et al. (2013). Isto acontece porque, segundo Francis et al. (2011), num cenário de crise o fraco desempenho das empresas pode estar relacionado com a envolvente económica e, por isso, as empresas têm menos pressão para gerirem resultados. Outro fator relevante é o facto de os utilizadores de informação financeira apresentarem uma maior preocupação com os resultados, devido à possibilidade de estes serem instáveis e

decrecentes em períodos de crise (Kousendis et al., 2013), desincentivando as empresas a gerirem resultados (Habib et al., 2013). É necessário ter ainda em conta que, segundo Gorgan et al. (2012), o decréscimo da gestão de resultados através de *accruals* discricionários pode não se dever exclusivamente à crise, existindo outros fatores determinantes, tais como o aumento da vigilância dos investidores, a nova regulamentação dos órgãos profissionais, as investigações das instituições governamentais, entre outros.

Relativamente à gestão de resultados através dos *cash flows* operacionais, nas passagens dos anos 2012 para 2013 e 2015 para 2016 verifica-se um decréscimo da gestão de resultados (já em período de recuperação). Por sua vez, a gestão de resultados através de custos de produção diminuiu na passagem de 2015 para 2016. Contudo, nada se pode afirmar quanto à evolução da gestão de resultados neste período de recuperação, visto não existir significância estatística dos anos 2013 a 2015.

4.3. Matriz de correlação

No anexo VII é apresentada a matriz de correlação de Pearson. Verifica-se que existe correlação positiva e estatisticamente significativa entre a gestão de operações reais (ambos os métodos) e a variável crise, o que está em linha com o evidenciado no teste de igualdade de médias, ou seja, a gestão de operações reais foi maior no período de crise do que no período de recuperação; entre a dimensão e as variáveis crescimento, ROA e *Big4*; entre o crescimento e endividamento; e entre o ROA e *Big4*.

Observando as correlações negativas, estas assumem valores estatisticamente significativos nas relações entre a gestão por *accruals* e de operações reais através de custos de produção e as variáveis *Big4*, tal como acontece nos estudos de Tendeloo & Vanstraelen (2008) e Becker et al., (1998); dimensão, estando de acordo com as evidências de Albrecht & Richardson (1990), Tendeloo & Vanstraelen (2008), Burgstahler et al., (2006) e Park & Shin (2004); e ROA, corroborando Chen et al. (2010) e Unpneja et al. (2008). Verifica-se

também uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre a crise e as variáveis dimensão e crescimento.

Tudo indica não existir multicolinearidade, uma vez que os valores apresentados para as correlações são baixos (o valor máximo e estatisticamente significativo de correlação é -0,097 entre as variáveis *accruals* discricionários e crescimento). Todavia, calcularam-se os *variance inflation factors*, apresentados na anexo VIII. Como os valores são inferiores a 10 para todas as variáveis, elimina-se a possibilidade do problema de relações lineares nas variáveis independentes.

4.4. O impacto da crise na gestão de resultados

O anexo IX apresenta os resultados das regressões estimadas pelo método dos mínimos quadrados (*pooled OLS*) no *software* Stata v.14.2, com o objetivo de analisar a diferença estimada da gestão de resultados através de *accruals* discricionários e das operações reais nos períodos de crise e recuperação. Para cada métrica de gestão de resultados são apresentadas quatro regressões distintas, de forma a controlar os efeitos produzidos pelo setor de atividade e pelas características dos países na gestão de resultados: apenas com *dummy* sector [regressões (1), (5) e (9)], apenas com *dummy* país [regressões (2), (6) e (10)], com *dummies* sector e país [regressões (3), (7) e (11)] e sem *dummies* sector e país [regressões (4), (8) e (12)].

Começando por analisar os *p-values* obtidos para a estatística F, verifica-se que em todas as regressões os valores são menores que 0,05, rejeitando-se a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, ou seja, conclui-se que as regressões são válidas e estatisticamente significativas para explicar a gestão de resultados. No entanto, é necessário salientar que se verifica fraco poder explicativo das regressões, o que, segundo Arun et al. (2015), acaba por ocorrer com frequência neste tipo de estudos.

Ao serem analisadas as regressões é possível concluir que, para a variável Crise, os valores são positivos e estatisticamente significativos para todas as formas de gerir resultados. Assim,

pode-se afirmar que existe uma diferença positiva estimada entre a gestão de resultados nos períodos de crise e de recuperação, mantidas todas as outras variáveis constantes. Isto significa que a prática de gestão de resultados foi maior no período de crise do que no período de recuperação, corroborando o evidenciado no teste de igualdade de médias. É possível ainda verificar que no período de crise a prática de gestão de resultados foi feita sobretudo através de operações reais, uma vez que os coeficientes apresentam maiores valores. Os escândalos contabilísticos recentes que originaram, conseqüentemente, um maior escrutínio da informação financeira (Cohen et al., 2008) podem servir de explicação. Assim, os gestores viram-se motivados a usar a gestão de resultados através de operações reais ao invés da gestão de resultados por *accruals*, uma vez que possuíam poder de influência sobre as decisões operacionais a tomar. Dentro das duas práticas possíveis de gestão de resultados através das operações reais, verifica-se que a que apresenta maiores valores é a gestão de resultados através de *cash flows* operacionais.

Analisando a variável *Big4*, verifica-se uma relação negativa e estatisticamente significativa com a gestão de resultados através de custos de produção, corroborando Tendeloo & Vanstraelen (2008) e Becker et al. (1998). Tal pode dever-se ao facto de estas grandes empresas de auditoria terem mais experiência e enfrentarem maiores riscos de reputação. Por isso, investem mais em recursos de auditoria que detetem a gestão de resultados (Becker et al., 1998).

Por sua vez, a variável *dimensão* apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa com as variáveis dependentes gestão de resultados por *accruals* e gestão de resultados através dos custos de produção, conforme Albrecht & Richardson (1990), Park & Shin (2004) e Tendeloo & Vanstraelen (2008), uma vez que estas empresas estão mais expostas e têm maiores incentivos a relatarem resultados de qualidade (Burgstahler et al., 2006).

Relativamente à variável independente crescimento, existe uma relação positiva e estatisticamente significativa com a gestão por *accruals*, corroborando as afirmações de Skinner & Sloan (2002), Butler et al. (2004) e Tendeloo & Vanstraelen (2008). Tal pode justificar-se pelo facto de as empresas em fase de crescimento serem duramente afetadas pelo mercado de capitais se não cumpram os limites mínimos para os seus resultados (Skinner & Sloan 2002), pressionando-as a gerirem os resultados.

Analisando as relações entre a variável independente ROA e as variáveis dependentes gestão de resultados por *accruals* e gestão de resultados através de *cash flows* operacionais e de custos de produção verifica-se que estas são negativas e estatisticamente significativas, corroborando Chen et al. (2010). Uma possível explicação é o facto de as empresas com baixa rentabilidade serem duramente afetadas no mercado se não cumprirem os limites mínimos para os seus resultados, pressionando-as a apresentarem taxas de rentabilidade atraentes.

Por fim, é possível concluir que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a variável independente endividamento e a variável dependente gestão por *accruals*, indo ao encontro do estudo de Francis et. al (2004). Uma possível justificação é o facto de as empresas que têm um nível alto de endividamento externo estarem sujeitas a um forte escrutínio e, como tal, os incentivos a gerir resultados são menores (Francis et al., 2004).

4.5. Análise adicional

De modo a completar a análise, foram constituídos dois modelos que pretendem analisar o impacto da crise na gestão de resultados por *accruals*, sendo esta última dividida em gestão de resultados por *accruals* para aumentar os resultados (AD+) e gestão de resultados por *accruals* para diminuir os resultados (AD-):

$$(14) \quad AD +_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise_{t,i} + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

$$(15) \quad AD -_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise_{t,i} + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

Os resultados obtidos estão presentes no anexo X. Começando por analisar a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, esta é rejeitada, ou seja, conclui-se que as regressões são válidas e estatisticamente significativas para explicar a gestão de resultados através de *accruals* discricionários. Porém, como no modelo principal, continua-se a verificar uma fraca capacidade explicativa.

Em relação à variável Crise, esta apresenta baixa significância estatística. No entanto, verifica-se uma relação negativa com a gestão de resultados através de *accruals* discricionários para diminuir os resultados, ou seja, existem evidências estatísticas de que, em períodos de crise, os gestores tendem a usar menos a gestão de resultados no sentido descendente.

Quanto à variável *dummy* Big4, apenas na gestão de resultados por *accruals* para diminuir resultados se verifica significância estatística dos coeficientes, assumindo valores negativos. Assim, quando a empresa é auditada por uma Big4 tem tendência a diminuir a gestão por *accruals* no sentido descendente. Tal pode dever-se, por exemplo, ao facto de as maiores empresas de auditoria, como as Big 4, terem mais experiência, enfrentarem maior risco de reputação e, conseqüentemente, investirem mais em recursos de auditoria para detetar a gestão de resultados (Becker et al., 1998).

Por sua vez, os coeficientes da variável dimensão são estatisticamente significativos, verificando-se um impacto negativo da dimensão da empresa na gestão por *accruals* para aumentar os resultados e, inversamente, um impacto positivo da dimensão na gestão por *accruals* para diminuir os resultados. Deste modo, os resultados sugerem que empresas de maior dimensão tendem a diminuir os resultados através de *accruals* discricionários. Uma possível razão para tal pode ser o facto de a empresa já ter ultrapassado a expectativa que o

mercado tinha em relação aos seus resultados, sendo que, segundo Moses (1987), como as empresas de maior dimensão são sujeitas a um maior acompanhamento por parte do governo e público em geral, existe um incentivo a alisar resultados.

Em relação aos coeficientes da variável crescimento, estes apenas apresentam significância estatística na gestão de resultados por *accruals* para aumentar os resultados, sendo os seus coeficientes positivos, ou seja, quanto maior for o crescimento da empresa, maior a tendência a gerir resultados no sentido ascendente. Uma possível razão para tal é a enunciada por Degeorge et al. (1999). Segundos os autores, é do interesse da empresa relatar crescimento positivo dos lucros para evitar possíveis cortes nos pagamentos dos dividendos. Isso motivará os acionistas a continuar a investir na empresa e a adquirir capital (Daniel et al., 2008), uma vez que veem o seu valor maximizado e não há a diluição dos resultados por ação (Bens et al, 2002). Outra motivação pode ser a evidenciada por Skinner & Sloan (2002), que afirmam que as empresas que se encontram na fase de crescimento são duramente afetadas no mercado de capitais pelo não cumprimento dos limites mínimos para os seus resultados, sofrendo, segundo Butler et al. (2004), pressões para permanecerem com taxas de rentabilidade atraentes.

Relativamente à variável ROA, os seus coeficientes assumem valores estatisticamente significativos e negativos na relação com a gestão por *accruals* para aumentar os resultados e positivos na relação com a gestão por *accruals* para diminuir os resultados, o que indicia que quanto maior for o retorno sobre o ativo da empresa, maior tende a ser a gestão de resultados através de *accruals* no sentido descendente. Uma possível razão é a enunciada por Upneja et al. (2008), que referem que quando o desempenho económico já se encontra muito acima do esperado há uma gestão de resultados de modo a criar reservas para fazer face a períodos futuros mais difíceis.

Por fim, os coeficientes da variável endividamento apenas assumem valores estatisticamente significativos nas regressões explicativas da gestão por *accruals* para diminuir os resultados. Estes assumem valores positivos, o que significa que as empresas mais endividadas tendem a gerir os resultados no sentido descendente. Uma possível razão é a evidenciada por Carlson & Bathala (1997), que afirmam que empresas endividadas, com o objetivo de minimizar o risco percebido para o credor e/ou cumprir as condições de financiamento, tendem a diminuir a volatilidade dos resultados, não sendo, conseqüentemente, prejudicadas com custos adicionais (Dhaliwal, 1980; Zimmer, 1986).

4.6. *Análise de robustez*

De modo a tentar aumentar a capacidade explicativa dos modelos que estudam a gestão de resultados através de operações reais foram introduzidas três novas variáveis explicativas, com base no estudo de Roychowdhury (2006): o passivo corrente operacional, o nível de inventários e as dívidas de clientes às empresas.

Segundo Roychowdhury (2006), o passivo corrente operacional, sendo este resultado da subtração das dívidas de financiamento de curto prazo ao passivo corrente total, representa o crédito comercial e outras dívidas de curto prazo. Como tal, quanto maior for este valor, menor é a capacidade de a empresa pagar aos seus fornecedores e, conseqüentemente, maior o risco. Isso faz com que os fornecedores sejam mais rígidos nas condições de crédito e prazos de pagamentos. Deste modo, os gestores têm um incentivo a gerir os resultados quando o passivo corrente operacional é maior (Roychowdhury, 2006).

Relativamente ao nível de inventários, Roychowdhury (2006) afirma que um elevado montante pode ser indicativo de práticas de gestão de operações reais, nomeadamente a sobreprodução, que tem como objetivo reduzir o custo total unitário, por via da diminuição dos custos fixos unitários.

Por fim, Roychowdhury (2006) evidência que montantes elevados de dívidas de clientes podem ser reveladores de práticas de gestão de resultados, nomeadamente a oferta de condições de crédito mais condescendes ou preços mais apelativos, com vista a aumentar as vendas naquele período. Adicionalmente, por forma a atrair clientes, as empresas tentam ao máximo apresentar uma imagem positiva, o que lhes trará maior credibilidade e margem de negociação (Burgstahler & Dichev, 1997).

Assim, chegaram-se aos seguintes modelos explicativos da gestão de resultados através de operações reais:

$$(16) \quad A_CFO_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise_{t,i} + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \beta_7 PCOp_{t,i} + \beta_8 Clientes_{t,i} + \beta_9 Invent_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

$$(17) \quad A_CFO_{t,i} = \beta_0 + \beta_1 Crise_{t,i} + \beta_2 Big4_{t,i} + \beta_3 Dim_{t,i} + \beta_4 Cresc_{t,i} + \beta_5 ROA_{t,i} \\ + \beta_6 Endiv_{t,i} + \beta_7 PCOp_{t,i} + \beta_8 Clientes_{t,i} + \beta_9 Invent_{t,i} + \sum País_{t,i} + \sum Setor_{t,i}$$

O anexo XI apresenta os resultados obtidos. Tal como nos outros modelos, rejeita-se a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, ou seja, conclui-se que as regressões são válidas e estatisticamente significativas para explicar a gestão de resultados. Contudo, continua-se a verificar uma fraca capacidade explicativa das regressões.

Quanto à variável Crise, os seus coeficientes assumem valores positivos e estatisticamente significativos nas duas formas de gerir resultados através das operações reais. Corroborando a análise principal, evidencia-se a existência de um impacto positivo da crise na gestão de operações reais, mantidas todas as outras variáveis constantes. Isto significa que as empresas apresentaram um maior nível de gestão de resultados no período de crise, em comparação com o período de recuperação. Em relação às variáveis introduzidas, apenas o nível de inventários se relaciona negativamente com a prática de gestão de resultados através de *cash flows* operacionais. Relativamente às restantes variáveis, os resultados obtidos estão em linha com os anteriores.

5. CONCLUSÕES

O objetivo principal deste estudo passa pela análise da evolução da gestão de resultados nas empresas cotadas europeia, analisando o impacto dos períodos de crise da dívida soberana (período de 2009-2012) e de recuperação económica (2013-2016).

Com base nos resultados, evidencia-se uma tendência decrescente da gestão de resultados por *accruals* discricionários no período de 2009-2011 (crise), corroborando os estudos de Strobl (2013), Habib et al. (2013), Gorgan et al. (2012), Filip & Raffournier (2012) e Francis et al. (2013). Contudo, os resultados sugerem que as empresas gerem mais os resultados no período de crise do que no período de recuperação económica.

Em relação às outras variáveis independentes e explicativas da gestão de resultados, demonstra-se que empresas de maior dimensão praticam menos gestão de resultados por *accruals* e através dos custos de produção. Por sua vez, verifica-se que empresas auditadas por Big4 tendem a gerir menos os resultados através dos custos de produção. Semelhantemente, quanto maior for o retorno sobre o ativo da empresa menor a gestão de resultados através de *accruals* e das operações reais. De forma inversa, verifica-se um impacto positivo no crescimento de resultados gestão por *accruals*. Por fim, evidencia-se que quanto maior for o endividamento das empresas, menor a gestão de resultados por *accruals*.

Relativamente ao objetivo da gestão de resultados por *accruals* (para aumentar ou diminuir os resultados), evidencia-se que durante a crise há um decréscimo da gestão de resultados no sentido descendente. No mesmo sentido, empresas auditadas por Big4 tendem a diminuir a gestão de resultados no sentido descendente. Conclui-se também que empresas de maior dimensão, com maior rendibilidade e endividamento tendem a gerir mais os resultados no sentido descendente. Inversamente, verifica-se empresa com crescimento maior têm tendência a gerir resultados no sentido ascendente.

Espera-se com este estudo contribuir para a literatura sobre gestão de resultados em épocas de crise, e especialmente para a ainda escassa literatura sobre gestão de resultados via operações reais.

Este estudo contém, naturalmente, algumas limitações. Primeiro, o facto de a base dados Amadeus apenas ter dados para 10 anos, o que impossibilitou a análise de um período amostral mais longo. De referir também a falta de dados necessários para o cálculo das despesas discricionárias, impossibilitando o cálculo de uma das três medidas de gestão de operações reais. Adicionalmente, embora se tenham adotado medidas muito utilizadas na literatura, é difícil medir a gestão de resultados, uma vez que não se conseguem determinar as intenções dos gestores.

Como estudos futuros, poderá ser interessante alargar a análise a empresas não cotadas, assim como introduzir uma medida agregada de gestão das operações reais. Outro estudo possivelmente relevante seria analisar o impacto de medidas governamentais na evolução da gestão de resultados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Albrecht, W. & Richardson, F. (1990). Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(5), pp.713-730.
- Arun, T., Almahrog, Y. & Ali-aribi, Z. (2015). Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, pp.137–146.
- Baber, W., Fairfield P. & Haggard J. (1991). The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *The Accounting Review*, 66(4), pp.818–829.
- Badertscher, B. A., Collins, D. W. & Lys, T. Z. (2012). Discretionary accounting choices and the predictive ability of accruals with respect to future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), pp.330-352.
- Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors. *Accounting & Business Research*, 36(773), pp. 5-27
- Ball, R., Robin, A. & Wu, J. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1), pp. 235–270.
- Bartov, E., Givoly, D. & Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33 (2), pp. 173-204.
- Basu, K. & Stiglitz, J. E. (2015). Sovereign Debt and Joint Liability: An Economic Theory Model for Amending the Treaty of Lisbon. *The Economic Journal*. 125 (586), pp. 115-130.
- Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, J. & Subramanyam, K. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15 (1), pp.1–24.
- Bens, D., Nagar, V. & Wong, M. (2002). Real investment implications of employee stock option exercises. *Journal of Accounting Research*, 40(2), pp.359–393.

- Bens, D.A., Nagar, V., Skinner, D.J. & Wong, M. H. F. (2003). Employee stock options, EPS dilution and stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (1-3), pp.51-90.
- Berglöf, E., Korniyenko, Y., Zettelmeyer, J., & Plekhanov, A. (2009). Understanding the crisis in emerging Europe. *European Bank for Reconstruction and Development*, WP/9, pp. 109.
- Bjurman, A. & Rahman, A. (2014). Who is winning the earnings game? A study about earnings management and subsequent stock returns in the US equities market.
- Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). Earnings Management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp.99-129.
- Burgstahler, D., Hail, L. & Leuz, C. (2006), The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81, pp. 983–1016.
- Butler, M., Leone, A. & Willenborg, M. (2004). An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 37(2), pp.139-165.
- Carlin, W. (2011). 10 questions about the Eurozone crisis and whether it can be solved. *London: UCL European Institute*.
- Carlson, S. & Bathala, C. (1997). Ownership differences and firms' income smoothing behaviour. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (2), pp.179-196.
- Chan, K., Chan, L. K., Jegadeesh, N., & Lakonishok, J. (2001). Earnings quality and stock returns. *National bureau of economic research*.
- Chen, C., Wang, L., Liu, K. & Chen, T. (2010). Application of project cash management and control for infrastructure. *Journal of Marine Science and Technology*, 18(5), pp.644-651.

- Chen, P. & Zhang, G. (2007). How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 43(2), pp.219-244.
- Cheng, Q., & Warfield, T. D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, 80(2), pp.441-476.
- Cheng, S. (2004). R&D expenditures and CEO compensation. *The Accounting Review*, 79(2), pp.305–328.
- Chi, W., Lisic, L. & Pevzner, M. (2011). Is enhanced audit quality associated with greater real earnings management?. *Accounting Horizons*, 25(2), pp.315-335.
- Christensen, H. B., Lee, E., Walker, M. & Zeng, C. (2015). Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption?. *European Accounting Review*, 24(1), pp. 31-61.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2007). Earnings management over the business cycle. *New York University, Stern School of Business*.
- Cohen, D. A., Dey, A. & Lys, T. Z. (2008). Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The Accounting Review*, 83(3), pp.757-787.
- Comissão Europeia (2014). A resposta à crise da dívida. Disponível em: <<http://ec.europa.eu/>> [acesso em: julho de 2017].
- Conrad, J., Cornell, B. & Landsman, W.R. (2002). When is bad news really bad news? *The Journal of Finance*, 57 (6), pp. 2507–2532.
- Coppens, L. & Peek, E. (2005). An Analysis of Earnings Management by European Private Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14, pp. 1-17.
- Daniel, N. D., Denis, D. J., & Naveen, L. (2008). Do firms manage earnings to meet dividend thresholds? *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), pp.2-26.

- Das, U. S., Papapioannou, M., Pedras, G., Ahmed, F., & Surti, J. (2010). Managing public debt and its financial stability implications. *International Monetary Fund*.
- Daske H., Gebhardt G. & McLeay S. (2006). The Distribution of Earnings Relative to targets in the European Union. *Accounting and Business Research*, 36 (3), 137-168
- Davidson, S., Stickney, C., & Weil, R. (1987). Accounting: The language of business. Thomas Horton and Daughter. *Sun Lakes Arizona*.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.3-42.
- Dechow, P. M. & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s1), pp.35-59.
- Dechow, P. M. & Schrand, C. (2004). Earnings Quality.
- Dechow, P. M. & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14, pp.235-250.
- Dechow, P. M. & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation. *Journal of Accounting & Economics*, 14, pp.51-89.
- Dechow, P. M., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), pp.344-401.
- Dechow, P. M., Hutton, A. P., Kim, J. H. & Sloan, R. G. (2012). Detecting earnings management: A new approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), pp.275-334.
- Dechow, P. M., Kothari, S. & Watts, R. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, pp. 133–168.

- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, pp. 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Zha, J. (2014). Stock prices and earnings: A history of research. *Annual Review of Financial Economics*, 6, pp.343-363.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), pp.1-33.
- Dichev, I. D., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), pp. 1-33.
- Dimitras, A. I., Kyriakou, M. I. & Iatridis, G. (2015). Financial crisis, GDP variation and earnings management in Europe. *Research in International Business and Finance*, 34 (1), pp.338-354
- Dhaliwal, D.S. (1980). The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods. *The Accounting Review*, 55, pp.78-85.
- Ewert, R. & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review*, 80(4), pp.1101–1124.
- FASB (2010). The Objective of General Purpose Financial Reporting.
- Ferreira, L. G. (2014). Recuperação pós-crise e desempenho macroeconómico de longo-prazo: o papel do sistema bancário na Zona Euro (*Master's thesis*, FEUC).
- Filip, A. & Raffournier, B. (2012). The impact of the 2008-2009 financial crisis on earnings management: The European evidence. *Illinois International Journal of Accounting Symposium*, 49(4), 455-478.
- Francis, B., Hasan, I. & Wu, Q. (2013). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. *Accounting Horizons*, 27 (2), pp.319-346.

- Francis, B., Hasan, I. & Li, L. (2011). A cross-country study of legal environment and real earnings management. *Working Paper, Lally School of Management and Technology, Rensselaer Polytechnic Institute*.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79, pp. 967–1010.
- Francis, J., Schipper, K. & Vincent, L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20, pp.121-164
- Gaio, C. (2010). The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world. *European Accounting Review*, 19, pp. 693-738.
- Gorgan, C., Gorgan, V., Diaconu, P. & Coman, N. (2008). Globalization impact on the development of new directions as related to accounting. *The Annals of The University of Oradea, Economic Series*, 17(3), pp.1245-1250.
- Gorgan, C., Gorgan, V., Dumitru, V. F. & Pitulice, I. C. (2012). The Evolution of the Accounting Practices During the Recent Economic Crisis: Empirical survey regarding the Earnings Management. *Amfiteatru Economic*, 14, pp.550-562.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of accounting and economics*, 40(1), pp.3-73.
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), pp.855-888.
- Habib, A., Uddin Bhuiyan, B. & Islam, A. (2013). Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis. *Managerial Finance*, 39(2), pp.155-180.

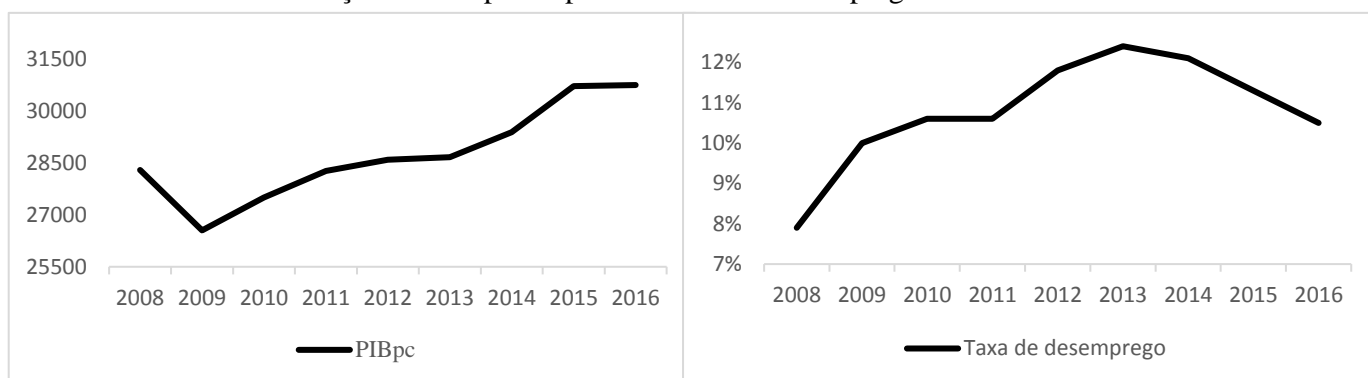
- Han S., Kang T, Salter S. & Yoo Y. (2010). A Cross-Country Study on the Effects of National Culture on Earnings Management. *Journal of International Business Studies*, 41 (1), pp. 123-141
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1), pp.85-107.
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, pp.365-383.
- Honkapohja, S. (2014). The euro area crisis: a view from the north. *Journal of Macroeconomics*, 39 (1), pp. 260-271.
- Horton, J., Serafeim, G. & Serafeim, I. (2013). Does mandatory IFRS adoption improve the information environment?. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), pp. 388-423.
- Hribar, B., Jenkins, N. T. & Johnson, W.B. (2006). Stock repurchases as a earnings management devide. *Journal of Accounting and Economics*, 41 (1-2), pp.3-27.
- Jermakowicz, E. & Gornik-Tomaszewski, S. (2006). Implementing IFRS from the perspective of EU publicly traded companies. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15 (2), pp.170-196.
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), pp. 193-228.
- Kamin, S. (1999). The current international financial crisis: how much is new? *Journal of International Money and Finance*, 18 (4), 501–514.
- Kothari, S. P., Leone, A. J. & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), pp. 163-197.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C. & Negakis, C. I. (2013). The effects of the European debt crisis on earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 30, pp. 351-362.

- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.
- March, J. G. & Shapira, Z. (1992). Variable risk preferences and the focus of attention. *Psychological Review*, 99 (1), pp. 172-183
- Merino, B. (1981). Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications. *Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Companx*, 152, pp. 118.
- Moses, O. (1987). Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review*, 62 (2), pp. 358-377.
- Mulford, C. & Comiskey E. (2002). The Financial Numbers Game. *John Wiley & Sons, Inc.*
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007). Earnings momentum and earnings management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), pp.249-284.
- Qinglu, J. (2005). Business Cycle, Accounting Behaviour and Earnings management.
- Park, Y. & Shin, H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10, pp.431-457.
- Pierce, B. & Sweeney, B. (2010). The relationship between demographic variables and ethical decision making of trainee accountants. *International Journal of Auditing*, 14 (1), pp. 79-99.
- Radzi, S., Islam, M. & Ibrahim, S. (2011). Earning Quality in Public Listed Companies: A Study on Malaysia Exchange for Securities Dealing and Automated Quotation. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), pp. 233-244.
- Reichlin, L. (2013). The ECB and the banks: the tale of two crises.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp.335-370.

- Skinner, D. & Sloan, R. (2002). Earnings surprises, growth expectations and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), pp.289-312.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, pp.289-315.
- Strobl, G. (2013). Earnings manipulation and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 51(2), pp. 449-473.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), pp.249-281.
- Tendeloo, B. & Vanstraelen, A. (2008). Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market. *European Accounting Review*, 17 (3), pp.447-469.
- Upneja, A. et al. (2008). Impact of earnings manipulation on valuation of publicly traded restaurant firms in the United States. *Journal of Foodservice Business Research*, 11(2), pp.124-137.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, pp.131-156.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the tradeoff between real activities manipulation and accrual based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), pp.675-703.
- Zimmer, I. (1986). Accounting for interest by real estate developers. *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp.37-51.

ANEXOS

Anexo I – Evolução do PIB per Capita e da taxa de desemprego na Zona Euro



Fonte: próprio autor

Dados: Pordata

Anexo II – Distribuição da amostra por país

País	Nº empresas	Percentagem
Reino Unido	168	25,77%
França	154	23,62%
Alemanha	108	16,56%
Itália	69	10,58%
Suécia	46	7,06%
Grécia	42	6,44%
Finlândia	34	5,21%
Espanha	31	4,75%
Total	652	100%

Fonte: próprio autor

Anexo III – Distribuição da amostra por setor de atividade

(Nace Rev.2) Setor de Atividade	Nº empresas	Percentagem
B. Minas e pedreiras	8	1,23%
C. Fabricação	211	32,36%
D. Fornecimento de eletricidade, gás, energia e ar condicionado	12	1,84%
F. Construção	33	5,06%
G. Comércio por grosso e retalho; Reparação de veículos motorizados e motocicletas	64	9,82%
H. Transporte e armazenamento	26	3,99%
I. Atividades de alojamento e serviços de alimentação	14	2,15%
J. Informação e comunicação	67	10,28%
M. Atividades profissionais, científicas e técnicas	192	29,45%
N. Atividades de serviços administrativos e de apoio	25	3,83%
Total	652	100%

Fonte: próprio autor

Anexo IV – Descrição das variáveis independentes

Variável	Descrição da variável	Revisão de literatura	Sinal
<i>Crise</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor “1” se corresponder a determinado ano e “0” caso contrário	Strobl (2013) sugere que é menos provável que os gestores façam gestão de resultados em período de crise, assim como Habib et al. (2013), que afirmam que em período mais conturbados, os incentivos à prática de gestão de resultados são menores. No mesmo sentido, Gorgan et al. (2012), Filip & Raffournier (2012), Francis et al. (2013) e Francis et al. (2011) evidenciam um declínio da gestão de resultados em períodos de crise. Inversamente, em períodos de recuperação, Francis et al. (2011), Conrad et. al (2002) e Stobl (2013) afirmam que os gestores são mais propensos a gerirem resultados.	n.a.
<i>Big4</i>	Variável <i>dummy</i> que assume valor “1” se a empresa for auditada por uma <i>Big4</i> e valor “0” caso contrário	Segundo Tendeloo & Vanstraelen (2008), a gestão de resultados tende a diminuir na presença de <i>Big Four</i> , uma vez que estas têm mais experiência, enfrentam mais risco de reputação e, conseqüentemente, investem mais em recursos de auditoria para detetar a gestão de resultados (Becker et al., 1998).	-
<i>Dim</i>	Dimensão da empresa, medida pelo logaritmo natural do total de ativos da empresa	Segundo Albrecht & Richardson (1990) e Tendeloo & Vanstraelen (2008) empresas de maior dimensão têm menores incentivos a alisarem e gerirem os resultados, uma vez que há uma maior exposição (Burgstahler et al., 2006) e maior interesse do mercado (Park & Shin, 2004). Contrariamente, Moses (1987) alega que empresas de maior dimensão têm maior incentivo a gerirem e alisarem resultados.	-
<i>Cresc</i>	Crescimento da empresa, medido pelo rácio da variação das vendas com o total dos ativos	Skinner & Sloan (2002) afirmam que as empresas que se encontram na fase de crescimento são duramente afetadas no mercado de capitais pelo não cumprimento dos limites mínimos para os seus resultados, sofrendo, segundo Butler et al. (2004), pressões para permanecerem com taxas de rentabilidade atraentes e, levando-as, conseqüentemente a gerirem os resultados (Tendeloo & Vanstraelen, 2008).	+
<i>ROA</i>	Retorno sobre o ativo, medida através do rácio entre o resultado líquido e o ativo total	Chen et al. (2010) afirmam que empresas que apresentem baixa <i>performance</i> têm maiores incentivos a gerirem os resultados. Por sua vez, Carlson & Bathala (1997) sugerem que, com o aumento da rentabilidade e da <i>performance</i> da empresa as margens para a prática de gestão de resultados são maiores. No mesmo sentido, Upneja et al. (2008) referem que empresas com grande desempenho económico têm maior tendência a gerirem resultados.	+

<i>Endiv</i>	Nível de endividamento da empresa, medido pelo rácio entre o endividamento (de curto e longo prazo) e o ativo total do período	Segundo Roychowdhury (2006) as cláusulas dos contratos de financiamento são mais rígidas quando as empresas incorrem em perdas ou não cumprem determinadas condições, incentivando os gestores a gerirem os resultados através de operações reais. Por sua vez, Carlson & Bathala (1997) afirmam que o endividamento é um incentivo a práticas de gestão de resultados com o objetivo minimizar o risco percebido para o credor e/ou cumprir as condições de financiamento, assim como não serem prejudicados com custos adicionais (Dhaliwal, 1980; Zimmer, 1986). Também Park & Shin (2004) afirmam que as empresas que se encontram muito endividadas fazem gestão de resultados. Contrariamente, Francis et al. (2004) chegaram à conclusão de que empresas com forte dependência de financiamento externo apresentam maiores níveis de divulgação de informação, uma vez que estão sujeitas a forte escrutínio	+
\sum País	Variáveis <i>dummies</i> que assumem valor “1” caso a empresa pertença ao respetivo país e valor “0” caso contrário	Variável de controlo das características dos países, como uma determinante de práticas de gestão de resultados. De acordo com Leuz et al. (2003), os ambientes legal e institucional característicos de cada país têm influência sobre os resultados reportados. Por exemplo, países onde há elevada proteção dos investidores, os incentivos à prática de gestão de resultados são menores (Burgstahler et al., 2006) e vice-versa (Daske et. al, 2006; Han et al.,2010). Por sua vez, segundo Basu & Stiglitz (2015), as políticas macroeconómicas próprias de um país podem afetar o crescimento e desenvolvimento do seu tecido empresarial. Outra característica importante é o nível de fiscalidade. Empresas residentes em países onde haja forte ligação entre o sistema fiscal e o sistema contabilístico têm fortes incentivos a apresentarem resultados mais baixos que os reais (Coppens & Peek, 2005). Por fim, os mercados de ações são outra característica própria de cada país, esperando-se que quanto mais desenvolvidos estes sejam, maior a exigência de informação financeira de alta qualidade (Ball et al., 2003)	n.a.
\sum Setor	Variáveis <i>dummies</i> que assumem valor “1” caso a empresa pertença ao respetivo setor de atividade e valor “0” caso contrário	Variável de controlo dos setores de atividade, como uma determinante de práticas de gestão de resultados. Segundo Merino, B. (1981) e Albrecht & Richardson (1990) existe uma relação entre o tipo setor de atividade em que as empresas operam e a prática de gestão de resultados, uma vez que estes setores têm características distintas e as empresas estão expostas a oportunidades e restrições próprias do mesmo.	n.a.

Fonte: próprio autor

Anexo V – Teste de igualdade de médias

Variáveis	Crise (1)		Recuperação (0)		Diferença de médias (1) - (0)	p-value
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio Padrão		
AD	0,0485	0,0474	0,0464	0,0459	0,0021	0,106
A_CFO	0,0551	0,0472	0,050	0,0454	0,0051	0
A_PROD	0,0479	0,0432	0,0444	0,0413	0,0035	0,003

AD: gestão de resultados através *accruals* discricionários; **A_CFO:** gestão de resultados através de *cash flows* operacionais; **A_PROD:** gestão de resultados através de custos de produção.

Fonte: próprio autor

Anexo VI – Teste de diferença de médias de amostras emparelhadas

Anos	AD		A_CFO		A_PROD	
	≠ médias	p-value	≠ médias	p-value	≠ médias	p-value
2009-2010	-0,0044	,082	-0,0036	,116	-0,0017	,347
2010-2011	-0,0042	,078	-0,0014	,514	-0,0015	,367
2011-2012	-0,0013	,526	-0,0002	,923	-0,0012	,494
2012-2013	0,0021	,319	-0,0036	,067	-0,0026	,106
2013-2014	0,0001	,971	0,0006	,767	0,0025	,102
2014-2015	0,0014	,506	0,0022	,317	0,0000	,992
2015-2016	-0,0034	,147	-0,0049	,022	-0,0032	,054

AD: gestão de resultados através *accruals* discricionários; **A_CFO:** gestão de resultados através de *cash flows* operacionais; **A_PROD:** gestão de resultados através de custos de produção.

Fonte: próprio autor

Anexo VII – Matriz de correlação de Pearson

	AD	A_CFO	A_PROD	CRISE	Big4	Dim	Cresc	ROA	Endiv
AD	1								
A_CFO	-0,009	1							
A_PROD	0,01	0,418**	1						
CRISE	0,022	0,055**	0,041**	1					
Big4	-0,027*	-0,024	-0,055**	0	1				
Dim	-0,083**	-0,018	-0,074**	-0,053**	0,28**	1			
Cresc	0,018	-0,016	-0,005	-0,107**	-0,012	0,035*	1		
ROA	-0,097**	-0,025	-0,046**	0,008	0,124**	0,035*	0,003	1	
Endiv	-0,022	0	-0,02	0,023	-0,004	-0,02	0,028*	0,023	1

AD: gestão de resultados através *accruals* discricionários; **A_CFO:** gestão de resultados através de *cash flows* operacionais; **A_PROD:** gestão de resultados através de custos de produção; **CRISE:** variável *dummy* que assume valor “1” se estiver no período de crise e valor “0” se estiver no período de recuperação; **Dim:** dimensão da empresa; **Cresc:** crescimento da empresa; **ROA:** retorno sobre o ativo da empresa; **Endiv:** endividamento da empresa.

* p<0.05, ** p<0.01

Fonte: próprio autor

Anexo VIII – Variance inflation factors

	Crise	Big4	Dim	Cresc	ROA	Endiv
VIF's	1,015	1,101	1,09	1,014	1,016	1,002

Fonte: próprio autor

Anexo IX – Modelo de regressão para análise principal

Variáveis	AD				A_CFO				A_PROD			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>Constante</i>	0.0817*** (9.2642)	0.1006*** (12.7904)	0.0886*** (9.1063)	0.0925*** (13.3663)	0.0602*** (6.3173)	0.0642*** (8.3902)	0.0708*** (7.1562)	0.0572*** (7.9077)	0.0640*** (8.3192)	0.0802*** (11.8751)	0.0693*** (8.5342)	0.0787*** (12.3570)
<i>Crise</i>	0.0022* (1.6910)	0.0021 (1.6246)	0.0022* (1.7235)	0.0021 (1.5914)	0.0048*** (3.7538)	0.0049*** (3.8163)	0.0048*** (3.7504)	0.0049*** (3.7999)	0.0033*** (2.8200)	0.0033*** (2.8118)	0.0033*** (2.7951)	0.0033*** (2.8102)
<i>Big4</i>	0.0003 (0.1835)	-0.0006 (-0.3306)	-0.0009 (-0.4878)	0.0008 (0.4863)	-0.0022 (-1.3713)	-0.0018 (-1.0620)	-0.0016 (-0.9498)	-0.0021 (-1.2753)	-0.0040*** (-2.6616)	-0.0026 (-1.5967)	-0.0030* (-1.8598)	-0.0033** (-2.2056)
<i>Dim</i>	-0.0016*** (-4.5460)	-0.0018*** (-5.5217)	-0.0014*** (-4.0490)	-0.0020*** (-6.1123)	-0.0005 (-1.3121)	-0.0002 (-0.4673)	-0.0005 (-1.2601)	-0.0002 (-0.6507)	-0.0014*** (-4.4266)	-0.0013*** (-4.4051)	-0.0014*** (-4.4284)	-0.0014*** (-4.6761)
<i>Cresc</i>	0.0094** (2.1089)	0.0086** (1.9711)	0.0096** (2.1597)	0.0086** (1.9632)	-0.0045 (-0.9641)	-0.0036 (-0.7686)	-0.0047 (-1.0040)	-0.0037 (-0.7885)	0.0001 (0.0291)	0.0000 (0.0095)	-0.0008 (-0.1802)	0.0005 (0.1321)
<i>ROA</i>	-0.0836*** (-6.4011)	-0.0737*** (-5.4905)	-0.0794*** (-5.8740)	-0.0787*** (-6.0540)	-0.0181* (-1.6713)	-0.0149 (-1.3263)	-0.0078 (-0.6892)	-0.0184* (-1.7083)	-0.0316*** (-3.0374)	-0.0190* (-1.7779)	-0.0143 (-1.3402)	-0.0299*** (-2.8689)
<i>Endiv</i>	-0.0073* (-1.6535)	-0.0069 (-1.5680)	-0.0067 (-1.5353)	-0.0074* (-1.6690)	0.0014 (0.3126)	0.0001 (0.0192)	0.0018 (0.4056)	-0.0001 (-0.0228)	-0.0058 (-1.4142)	-0.0064 (-1.5571)	-0.0054 (-1.3016)	-0.0064 (-1.5511)
<i>dummy setor</i>	sim	não	sim	não	sim	não	sim	não	sim	não	sim	não
<i>dummy pais</i>	não	sim	sim	não	não	sim	sim	não	não	sim	sim	não
Observações	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216
R ²	0.0269	0.0257	0.0347	0.0172	0.0152	0.0096	0.0205	0.0042	0.0252	0.0193	0.0364	0.0103
Teste F	10.22	8.871	8.616	12.90	5.602	4.247	5.099	3.962	11.18	8.598	10.17	9.232
Prob > F	0	0	0	0	0	4.07e-07	0	0.000586	0	0	0	4.38e-10

AD: gestão de resultados através *accruals* discricionários; **A_CFO:** gestão de resultados através de *cash flows* operacionais; **A_PROD:** gestão de resultados através de custos de produção; **Crise:** variável *dummy* que assume valor “1” se estiver no período de crise e valor “0” se estiver no período de recuperação; **Big4:** variável *dummy* que assume valor “1” se a empresa for auditada por uma Big4 e valor “0” caso contrário; **Dim:** dimensão da empresa; **Cresc:** crescimento da empresa; **ROA:** retorno sobre o ativo da empresa; **Endiv:** endividamento da empresa.

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

Fonte: próprio autor

Anexo X – Modelo de regressão para análise adicional

Variáveis	AD+				AD-			
	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
Constante	0.0966*** (7.8862)	0.1145*** (9.7921)	0.1038*** (7.3459)	0.1066*** (11.0274)	-0.0682*** (-5.4462)	-0.0875*** (-8.0826)	-0.0758*** (-5.6033)	-0.0789*** (-7.9922)
Crise	0.0016 (0.8934)	0.0015 (0.8409)	0.0017 (0.9470)	0.0015 (0.8026)	-0.0030* (-1.6831)	-0.0030* (-1.6536)	-0.0028 (-1.5317)	-0.0027 (-1.4656)
Big4	-0.0026 (-1.1346)	-0.0026 (-1.0039)	-0.0027 (-1.0772)	-0.0024 (-1.0317)	-0.0015 (-0.5828)	-0.0018 (-0.7134)	-0.0039* (-1.6987)	-0.0047** (-2.0455)
Dim	-0.0023*** (-4.9890)	-0.0025*** (-5.5708)	-0.0021*** (-4.5746)	-0.0027*** (-6.0056)	0.0007 (1.4711)	0.0012** (2.3971)	0.0009* (1.7693)	0.0014*** (2.8630)
Cresc	0.0140** (2.2981)	0.0133** (2.2118)	0.0151** (2.4573)	0.0126** (2.1138)	-0.0037 (-0.5864)	-0.0037 (-0.5837)	-0.0041 (-0.6412)	-0.0040 (-0.6414)
ROA	-0.1001*** (-4.8866)	-0.0902*** (-4.3605)	-0.0975*** (-4.6082)	-0.0952*** (-4.7181)	0.0657*** (3.6701)	0.0621*** (3.4815)	0.0709*** (4.1224)	0.0666*** (3.8815)
Endiv	0.0010 (0.1693)	0.0014 (0.2339)	0.0010 (0.1649)	0.0014 (0.2256)	0.0150** (2.3952)	0.0158** (2.5248)	0.0154** (2.4394)	0.0162** (2.5614)
dummy setor	sim	não	sim	não	sim	não	sim	não
dummy pais	não	sim	sim	não	não	sim	sim	não
Observações	2,643	2,643	2,643	2,643	2,573	2,573	2,573	2,573
R2	0.0457	0.0385	0.0346	0.0271	0.0283	0.0243	0.0368	0.0143
Teste F	5.262	6.714	6.019	10.45	6.201	4.397	5.325	5.584
Prob > F	0	0	0	0	0	2.07e-07	0	9.14e-06

AD+: gestão de resultados através *accruals* discricionários no sentido ascendente; AD-: gestão de resultados através *accruals* discricionários no sentido descendente; Crise: variável *dummy* que assume valor “1” se estiver no período de crise e valor “0” se estiver no período de recuperação; Big4: variável *dummy* que assume valor “1” se a empresa for auditada por uma Big4 e valor “0” caso contrário; Dim: dimensão da empresa; Cresc: crescimento da empresa; ROA: retorno sobre o ativo da empresa; Endiv: endividamento da empresa.

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

Fonte: próprio autor

Anexo XI – Modelo de regressão para análise robustez

Variáveis	A_CFO				A_PROD			
	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
Constante	0.0566*** (4.8278)	0.0608*** (6.0876)	0.0683*** (5.6135)	0.0545*** (5.6903)	0.0586*** (6.0340)	0.0776*** (8.8845)	0.0661*** (6.4457)	0.0758*** (9.1102)
Crise	0.0048*** (3.7280)	0.0049*** (3.7801)	0.0048*** (3.7283)	0.0049*** (3.7545)	0.0033*** (2.8446)	0.0033*** (2.8135)	0.0033*** (2.8167)	0.0033*** (2.8090)
Big4	-0.0022 (-1.3791)	-0.0019 (-1.0723)	-0.0017 (-0.9566)	-0.0020 (-1.2670)	-0.0040*** (-2.7157)	-0.0026 (-1.5982)	-0.0030* (-1.8669)	-0.0033** (-2.2236)
Dim	-0.0003 (-0.5498)	0.0000 (0.0186)	-0.0003 (-0.6179)	-0.0001 (-0.1861)	-0.0011*** (-2.5853)	-0.0012*** (-2.9245)	-0.0012*** (-2.8231)	-0.0013*** (-3.0899)
Cresc	-0.0045 (-0.9659)	-0.0037 (-0.7849)	-0.0047 (-1.0008)	-0.0037 (-0.8006)	0.0000 (0.0074)	-0.0001 (-0.0147)	-0.0008 (-0.1954)	0.0005 (0.1147)
ROA	-0.0182* (-1.6822)	-0.0148 (-1.3182)	-0.0079 (-0.6995)	-0.0182* (-1.6917)	-0.0319*** (-3.0576)	-0.0188* (-1.7553)	-0.0143 (-1.3339)	-0.0299*** (-2.8641)
Endiv	0.0015 (0.3407)	0.0003 (0.0701)	0.0019 (0.4338)	0.0001 (0.0204)	-0.0058 (-1.4101)	-0.0063 (-1.5325)	-0.0054 (-1.2992)	-0.0064 (-1.5333)
PCOp	-0.0007 (-0.4252)	-0.0002 (-0.1358)	-0.0001 (-0.0516)	-0.0009 (-0.5738)	0.0006 (0.4266)	0.0010 (0.6886)	0.0011 (0.8055)	0.0003 (0.1915)
Clientes	0.0024 (0.6574)	0.0031 (0.8333)	0.0021 (0.5712)	0.0039 (1.0690)	-0.0022 (-1.0507)	-0.0005 (-0.2588)	-0.0020 (-0.9458)	-0.0002 (-0.1164)
Invent	-0.0039 (-1.1983)	-0.0058* (-1.8433)	-0.0045 (-1.3895)	-0.0045 (-1.4264)	-0.0023 (-0.8305)	-0.0039 (-1.4391)	-0.0028 (-1.0022)	-0.0024 (-0.8862)
dummy setor	sim	não	sim	não	sim	não	sim	não
dummy país	não	sim	sim	não	não	sim	sim	não
Observações	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216	5,216
R2	0.0155	0.0102	0.0208	0.0048	0.0255	0.0195	0.0366	0.0104
Teste F	4.753	3.732	4.562	3.029	9.535	7.319	9.111	6.513
Prob > F	1.13e-10	6.49e-07	0	0.00129	0	0	0	2.82e-09

A_CFO: gestão de resultados através de *cash flows* operacionais; **A_PROD:** gestão de resultados através de custos de produção; **Crise:** variável *dummy* que assume valor “1” se estiver no período de crise e valor “0” se estiver no período de recuperação; **Big4:** variável *dummy* que assume valor “1” se a empresa for auditada por uma Big4 e valor “0” caso contrário; **Dim:** dimensão da empresa; **Cresc:** crescimento da empresa; **ROA:** retorno sobre o ativo da empresa; **Endiv:** endividamento da empresa; **PCOp:** passivo corrente operacional da empresa; **Clientes:** valor de dívidas de clientes a receber; **Invent:** valor de inventários no ativo.

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

Fonte: próprio autor