

**MESTRADO**  
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS  
EMPRESARIAIS

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
DISSERTAÇÃO

A PRÁTICA DE *REAL EARNINGS MANAGEMENT* NO SETOR  
EMPRESARIAL DO ESTADO

INÊS FILIPA MARTINS BORRAZEIRO

OUTUBRO – 2017

**MESTRADO EM**  
**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS**  
**EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO**  
**DISSERTAÇÃO**

A PRÁTICA DE *REAL EARNINGS MANAGEMENT* NO SETOR  
EMPRESARIAL DO ESTADO

INÊS FILIPA MARTINS BORRAZEIRO

**ORIENTAÇÃO:**

PROFESSORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA FONSECA PINTO

OUTUBRO - 2017

## Resumo

O presente estudo pretende analisar a prática de *Real Earnings Management* (*REM*) nas empresas do setor empresarial do Estado, estabelecendo uma comparação entre estas empresas e as empresas com capitais privados. Irá ainda ser estudada a influência dos períodos de recessão dos níveis de *real earnings management* nas empresas públicas. Com o objetivo de encontrar evidência sobre o tema, foram estudadas 15.272 empresas, em que 1.167 são públicas e 14.105 são privadas. Nesta amostra estão incluídas empresas de 16 países da Europa e de 8 setores de atividade, durante o período de 2008 a 2015. De forma a estudar o nível *real earnings management*, foi utilizada a metodologia de Roychowdhury (2006). Os resultados sugerem que as empresas do setor empresarial do Estado apresentam níveis superiores de *real earnings management* em comparação com as empresas privadas, sendo que a dimensão da empresa, o nível de endividamento, as oportunidades de crescimento e a rendibilidade do ativo mostram ser fatores determinantes desta prática de gestão de resultados. Para finalizar, verificou-se que a crise financeira tem um impacto menos acentuado na prática de *real earnings management* junto das empresas do setor empresarial do Estado.

Palavras-Chave: *real earnings management*, empresas públicas, empresas privadas, crise financeira, Estado.

## **Abstract**

This study analyses the practice of Real Earnings Management (REM) of state owned enterprises (SOE), in comparison non-state-owned enterprises. We also study the impact the of financial crisis on the practice of Real Earnings Management in state-owned enterprises. The sample is composed by 15.272 firms, 1.167 state-owned enterprises and 14.105 non state owned enterprises, belonging to 17 countries from Europe and 8 industries, from the period of 2008 to 2015, we used the methodology adopted by Roychowdhury (2006). The results suggest that the state owned enterprises have a higher level of real earnings management compared to non state owned. The size of the company, the debt, the growth opportunities and the return on assets suggest to be determinants of this practice of earnings management. To conclude the financial crisis has a negative impact on real earnings management practice on public companies.

Keywords: real earnings management, state owned enterprises, private companies, financial crisis, State.

## **Agradecimentos**

À orientadora, Professora Doutora Inês Maria Galvão Teles Ferreira da Fonseca Pinto, por toda a ajuda e orientação. Agradeço a disponibilidade e as sugestões desde o início deste percurso.

À minha família, principalmente aos meus pais, pela constante motivação, carinho e pelo esforço que sempre fizeram para eu chegar aqui.

Ao meu namorado, João Ivan Silva, pelo amor, compreensão, ajuda e disponibilidade durante estes meses de trabalho.

Ao Professor Joaquim Pina do Departamento de Ciências Sociais Aplicadas da Faculdade de Ciências e Tecnologia da Universidade Nova de Lisboa, pela disponibilidade e ajuda prestada.

À Ana Sofia da Silva Castelhana por toda a ajuda, disponibilidade e paciência.

Aos meus amigos pelo incentivo, apoio e presença em todos os momentos importantes.

## Índice

Resumo .....	i
Abstract.....	ii
Agradecimentos .....	iii
Índice .....	iv
Índice de Tabelas .....	vi
Índice de Anexos .....	vii
Lista de abreviaturas e significados .....	viii
1. Introdução.....	1
2. Revisão de Literatura.....	4
2.1 Earnings Management .....	5
2.2 Conceito de <i>AEM</i> e <i>REM</i> .....	10
2.3 Empresas Públicas e Privadas.....	12
2.4 Prática de <i>REM</i> .....	16
3. Metodologia.....	19
3.1 Caracterização da Amostra .....	19
3.2 Medida de <i>REM</i> .....	21
3.3 Modelo Empírico .....	22
4. Análise e Discussão dos Resultados.....	25
4.1 Estatísticas Descritivas .....	25
4.2 Teste <i>T-Student</i> .....	26
4.3 Matriz de Correlação de <i>Pearson</i> .....	27
4.4 Resultados.....	28

5.	Conclusão .....	33
6.	Referências Bibliográficas.....	35
7.	Anexos.....	42

## **Índice de Tabelas**

Tabela I - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo .....	25
Tabela II - Teste-t de Igualdade de Médias .....	26
Tabela III - Resultados obtidos do modelo de regressão .....	28

## Índice de Anexos

Anexo I - Distribuição da amostra por país .....	42
Anexo II – Lista de setores de atividade da amostra .....	43
Anexo III - Distribuição da amostra por setor de atividade.....	43
Anexo IV – Estatísticas descritivas - <i>SOE</i> .....	44
Anexo V – Estatísticas descritivas - <i>NSOE</i> .....	44
Anexo VI - Matriz de Correlação de Pearson.....	44

## **Lista de abreviaturas e significados**

AEM – *Accruals-based earnings management*

Big 4 – As maiores empresas do ramo de auditoria a nível mundial: *Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers*

EMs – *Earnings Management*

I&D – *Investigação e Desenvolvimento*

NAICS – *North American Industry Classification System*

NSOE – *Non State Owned Enterprises*

PME's – *Pequenas e Médias Empresas*

REM – *Real Earnings Management*

ROA – *Return on Assets*

SG&A – *Despesas com vendas, gerais e administrativas*

SOE – *State Owned Enterprise*

## 1. Introdução

A contabilidade tem como principal objetivo fornecer informação a um conjunto de utilizadores, designados de *stakeholders*. As demonstrações financeiras são uma forma de diferenciar as melhores empresas, facilitar a alocação de recursos e possibilitar uma melhor tomada de decisões dos *stakeholders* (Marques & Rodrigues, 2009; Healy & Wahlen, 1999). O normativo contabilístico promove a transparência, eficácia e eficiência do mercado, de forma a que cada empresa consiga apresentar uma imagem verdadeira e apropriada das suas demonstrações financeiras. Ainda assim, existe no normativo contabilístico alguma flexibilidade o que leva as empresas a terem de realizar algumas escolhas contabilísticas tendo em conta as suas características e as necessidades de divulgação.

Tendo os resultados um papel fundamental para a empresa e para a opinião que é criada sobre a mesma, alguns gestores tomam as suas decisões financeiras aplicando métodos contabilísticos ou atividades operacionais, que possibilitam atingir ou exceder objetivos específicos (Graham et al., 2005; Cupertino et al., 2016). Esta gestão encontra-se dentro da flexibilidade do normativo contabilístico (Dechow et al., 1996) e dentro dos padrões éticos quando considerados os interesses dos *stakeholders* (Bruns Jr & Merchant, 1990). Os estudos sobre gestão de resultados (*Earnings Management*), surgiram inicialmente nos países anglo-saxónicos, atualmente na Europa continental têm sido feitos muitos avanços em relação ao estudo dos seus objetivos e consequências (Marques & Rodrigues, 2009).

Existem duas formas diferentes de realizar gestão dos resultados, através dos *Accruals* (*AEM - Accruals Earnings Management*), prática esta que tem sido protagonista de muitas investigações, e através da gestão de atividades reais (*REM – Real Earnings Management*). A prática de *AEM* é feita através da escolha de métodos ou estimativas

contabilísticas que dependem do julgamento do gestor com o objetivo de alterar a verdadeira performance económica da empresa (Dechow & Skinner, 2000; Gunny, 2005; Pereira, 2009). Em alternativa, a prática de *REM* está relacionada com o *timing* ou estrutura de uma operação e com o momento oportuno para a realização de um investimento e/ou financiamento, relacionando-se com o funcionamento operacional da empresa (Gunny, 2005; Gunny, 2010; Marques & Rodrigues, 2009; Roychowdhury, 2006). Um dos objetivos inerentes a estas duas práticas é mostrar uma melhor performance económica, porém, utilizadas em excesso podem levar à falência e a grandes escândalos financeiros, tal como aconteceu com a Enron e da WorldCom, nestes casos devido à utilização abusiva de *AEM* (Bjurman & Rahman, 2014).

A prática de gestão de resultados está associada a diferentes incentivos, estes são partilhados tanto pelas empresas públicas, como pelas privadas. A grande maioria dos estudos centram-se nas empresas privadas e cotadas em bolsa, segundo Viana (2009) estas tendem a mostrar uma menor utilização de gestão de resultados. Noutro prisma, Givoly et al. (2010) mostram que existem duas visões sobre a prática de *EMs* e o tipo de empresa, cotada ou não cotada em bolsa. De acordo com a “*Demand Hypothesis*” as empresas cotadas evidenciam uma menor prática de *EMs*, na medida em que a monitorização e o controlo feito pelos *stakeholders* é superior em relação à qualidade necessária a apresentar. Enquanto que segundo a “*Opportunistic Behavior*”, a pressão para atingir determinados objetivos, que não quebrem expectativas, nas empresas cotadas leva a maior gestão dos resultados. Quando o tema recai sobre as empresas públicas, sem que seja diferenciada a sua presença em bolsa, existem, mais uma vez, diferentes conclusões na literatura, alguns autores defendem que estas utilizam mais esta prática assim como outros autores afirmam o contrário. Segundo Ben-Nasr, Boubakri, & Cosset (2015) as empresas do setor empresarial do Estado estão associadas a uma menor qualidade dos

resultados, ou seja, a um maior nível de utilização de *EMs*. Porém, estes mesmo autores, admitem que pode existir outro ponto de vista relacionado com a credibilidade defendida pelo Estado, que leva a concluir que estas mesmas empresas utilizam menos *EMs*.

Associado ao tema de *EMs* estão os períodos de recessão e de crescimento económico, onde mais uma vez, a literatura apresenta conclusões diferenciadas. A literatura estudada aplicou a investigação em territórios diferentes, podendo ser esta uma razão para que não exista coerência. Segundo Ahmad-Zaluki, Campbell, & Goodacre (2011) a procura por manter a reputação da empresa ou o aumento das suas ações, num período financeiro complicado, leva a que em períodos de crise existam incentivos à prática de *EMs*. Por outro lado e segundo Filip & Raffournier (2014), estes períodos levam a uma menor prática de *EMs*, isto porque o mercado está tolerante na apresentação de resultados mais fracos por parte da empresa.

Por ainda existirem poucas investigações nas empresas do setor empresarial do Estado e na sua prática de *REM*, o objetivo deste estudo passa por comparar os níveis utilizados desta prática na Europa e perceber qual destas empresas se mostra mais disponível para esta forma de *EMs*. Para além da comparação entre o tipo de empresa, será também analisada a diferença de comportamentos entre os anos de recessão e os anos de crescimento económico. Para tal, foram estudadas 15.272 empresas, durante um horizonte temporal de 8 anos que inclui o ano de 2008 até 2015, inclusive. Para o desenvolvimento da medida de *REM* foi empregue a metodologia de Roychowdhury (2006). Foi desenvolvido um modelo empírico de forma a testar as hipóteses em estudo, este modelo foi baseado na literatura existente que tem vindo a mostrar a influência que os determinantes escolhidos têm na medida de *REM*. Foi desenvolvida uma análise estatística das variáveis e os resultados mostram que existe, efetivamente, diferença na utilização de *REM* por parte das empresas públicas em comparação com as privadas,

sendo as empresas do setor empresarial do Estado as que, em média, mais utilizam *REM* nas suas demonstrações financeiras. Porém, quando o período é de crise financeira, as empresas públicas tendem a ter um comportamento menos acentuado no que respeita ao nível de *REM*, em comparação com as empresas privadas.

A principal motivação para a realização deste trabalho é o facto de ser um tema atual e sobre uma prática cada vez mais utilizada pelas empresas. Para além disso, a falta de literatura e de convergência em alguns autores, leva a que seja um tema interessante para desenvolver e estudar, podendo tomar diversos rumos e questões de investigação.

Este estudo contribui para a literatura existente uma vez que pode ser interessante para diferentes *stakeholders* da informação financeiras e entidades normalizadoras de contabilidade. Para além disso consegue conjugar dois temas ainda pouco desenvolvidos, o estudo da prática de *REM* e as empresas do setor empresarial do Estado.

A restante investigação encontra-se dividida em 5 partes, o capítulo 2 é composto pela revisão de literatura que ajuda no entender de conceitos fundamentais, assim como no estudo do que já foi desenvolvido por outros autores sobre o tema, para além de ainda incorporar as hipóteses a testar. No capítulo 3 é apresentada a caracterização da amostra, a metodologia utilizada e o modelo empírico, assim como as variáveis em estudo. No capítulo 4 são descritos os resultados e para finalizar, no capítulo 5 são apresentadas as principais conclusões, assim como, as limitações do estudo e algumas pistas de investigação futura.

## **2. Revisão de Literatura**

O interesse pelo estudo sobre a gestão dos resultados (*EMs – Earnings Management*) tem vindo a aumentar surgindo diversas investigações sobre o tema, das quais a maioria recaem sobre a prática de gestão dos resultados discricionários (*AEM - Accruals Earnings Management*) e não tanto sobre a gestão dos resultados através das

atividades reais (*REM – Real Earnings Management*), esta última será estudada no seguimento deste trabalho. Uma das razões para que tenha havido um maior foco pela *AEM* deve-se aos escândalos financeiros que surgiram associados a este tipo de prática, nomeadamente, da Enron e da WorldCom (Bjurman & Rahman, 2014). Esta também é uma das razões apontadas por Graham, Harvey, & Rajgopal (2005) para que os gestores hoje em dia, estejam mais dispostos para a prática de *REM* em vez de *AEM*, como veremos futuramente. Os gestores recorrem a *EMs* por mais do que uma razão, podendo apontar os custos de agência, a assimetria de informação e os incentivos como fatores impulsionadores desta prática (Carlson & Bathala, 1997). Para ir além da literatura já existente, é importante procurar desenvolver o conhecimento sobre a prática de *REM* no setor empresarial do Estado, uma vez que este é um setor pouco estudado e as investigações que são feitas encontram-se viradas, mais uma vez, para *AEM*.

Tendo como objetivo perceber as temáticas do estudo empírico, é necessário fazer uma revisão de literatura focada essencialmente nos seguintes pontos: *EMs*, incentivos associados ao tema, conceito de *AEM* e de *REM*, empresas pertencentes ao Estado e os possíveis determinantes de *REM* incorporados nas hipóteses.

## **2.1 Earnings Management**

O resultado apresentado em cada período é uma das medidas que expõe a performance económica das empresas, sendo esta a métrica mais utilizada na tomada de decisão dos vários *stakeholders* (Marques & Rodrigues, 2009), para além dos gestores acreditarem que esta é a mais relevante para os seus utilizadores (Graham et al., 2005). A investigação relacionada com o tema geral deste estudo, surgiu em primeira instância nos países anglo-saxónicos (Marques & Rodrigues, 2009), sendo que a partir daí, o conceito de *EMs* tem vindo a ser referido em vários estudos como patamar inicial de diversas investigações. A definição mais utilizada é a dos autores Healy & Wahlen (1999),

presente na página 368: “*Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers.*”.

É necessário perceber que este conceito deve-se restringir a práticas aceitas pelas normas contabilísticas utilizadas por cada empresa (Dechow et al., 1996) e apesar de se perder parte da precisão, relevância e fiabilidade da informação contabilística, *EMs* não deve ser vista como uma atividade fraudulenta (Healy & Wahlen, 1999; Marques & Rodrigues, 2009). A fraude ocorre quando são utilizadas formas abusivas, agressivas e falsas representações, consistindo numa escolha intencional que leva a distorcer a imagem da empresa e a obter vantagens competitivas (Santos, 2016; Mulford & Comiskey, 2011). Os autores Ding, Zhang, & Zhang (2007) e Liu & Lu (2003) argumentam que a aplicação de *EMs* é, em parte, o resultado dos conflitos de interesses que surgem entre o grupo de *stakeholders*.

Para além da perda de precisão da situação económica, outro dos problemas apontado por diversos autores, é a assimetria de informação criada pela prática de *EMs*. A assimetria de informação deve ser entendida como a divulgação pela empresa de informações lacunares aos seus *stakeholders* (Nascimento & Reginato, 2008). Ge (2009) defende que a prática de *EMs* distorce a qualidade tanto dos resultados como da informação contabilística, o que tende a afetar os investidores e as estimativas que estes fazem em relação aos retornos atuais e futuros. A produção de relatórios mais frequentes poderia ser uma solução para se conseguir reduzir a assimetria de informação, porém seria preciso um maior esforço cognitivo por parte dos *stakeholders* para processarem o aumento de informação (Tang et al., 2015). Ferreira (2011) afirma que no setor público,

perante a assimetria de informação e numa envolvente com um elevado custo de monitorização, acaba por ser mais difícil detetar técnicas de *EMs*.

Graham et al. (2005) afirma que os gestores procuram atingir ou exceder os resultados de modo a reforçar a credibilidade da empresa junto do mercado, manter ou aumentar o preço por ação, melhorar a consideração que o exterior tem pelos órgãos de gestão e como forma de criar perspectivas futuras de crescimento. Ding, Zhang, & Zhang (2007) completa esta ideia afirmando que a gestão dos resultados acaba por ser um meio para atingir um fim, sendo a solução para este problema o entendimento de quais os incentivos e motivações que sustentam esta prática. Vários autores concordam que alguns dos incentivos passam pela procura por atingir as previsões dos analistas e do mercado, conseguir evitar perdas e não apresentar decréscimo nos resultados (Burgstahler & Eames, 2006; Jian & Wong, 2010; Santos, 2016). Marques & Rodrigues (2009) afirmam que a utilização de *EMs* é ainda uma forma dos gestores alcançarem benefícios próprios, isto pode acontecer uma vez que o preço por ação é normalmente a base para a remuneração dos gestores e para outros planos de incentivos (Ding et al., 2007). No estudo de Healy & Wahlen (1999) estes já tinham evidenciado que *EMs* ocorre pela preocupação que a gestão tem sobre a perceção do mercado, o aumento das regalias dos gestores, os vínculos contratuais que atuam com base nos resultados e a possibilidade de entidades reguladoras virem a atuar sobre a empresa. Esta prática pode ser vista essencialmente como forma de evitar custos e atrair vantagens para a empresa no seu todo, como por exemplo, a atração de financiamento a baixo custo ou a diminuição das restrições no concebimento de crédito (Dechow et al., 1996). Schipper (1989) afirma simplesmente que os *EMs* vêm dar resposta a situações particulares, como os impostos e a regulamentação. Segundo Burgstahler, Hail, & Leuz (2006), os incentivos criados pelo

mercado e por fatores institucionais são determinantes realmente importantes na qualidade das demonstrações financeiras.

Nas empresas públicas, as ferramentas de *EMs* são ainda utilizadas para mostrar a boa performance e competência do gestor, deste modo, determinados autores afirmam que a competição política acaba por ser um fator decisivo na decisão de utilização deste tipo de prática (Ferreira, Carvalho, & Pinho, 2013; Ferreira, 2011). Liu & Lu (2003) reforçam a ideia precedente, uma vez que admitem que os gestores de entidades públicas tendem a praticar *EMs* para agradar aos seus superiores e conseguirem uma progressão na carreira mais acelerada. O estudo de Prior, Surroca, & Tribó (2008) mostra ainda que existe uma associação positiva entre o nível de *EMs* e o nível de responsabilidade social, neste caso o gestor é incentivado a praticar *EMs* de forma a defender uma imagem socialmente responsável para a empresa, agradando os seus *stakeholders* e evitando o ativismo destes contra a empresa. Outros autores seguem a linha de pensamento dos incentivos associados ao mercado, mas na vertente das empresas públicas. Estes afirmam que as empresas públicas através da prática de *EMs* procuram essencialmente obter autorização para a realização de uma oferta pública inicial (*IPO*), de onde possam alcançar o preço mais elevado possível, atrair investimento externo, conseguir emitir novas ações e ainda estimular a remuneração baseada na performance (Ding et al., 2007; Chen et al., 2011; Aharony et al., 2010). No período anterior à realização da *IPO* a prática de *EMs* pode ainda ser motivada pela perspectiva de oportunidades futuras de *tunneling*, ou seja, a exploração de recursos dos acionistas minoritários em benefício da empresa (Aharony et al., 2010). Para além dos benefícios ligados a si mesmas, as empresas do setor empresarial do Estado têm inerentes incentivos sociais de carácter mais amplo, nota que estes podem vir a afetar negativamente a rentabilidade da empresa (Musacchio et al., 2015). Desta forma, é possível destacar a prática de *EMs* que possibilita, de novo, a

transferência de recursos empresariais para objetivos sociais e/ou políticos – *tunneling* –, que nem sempre ajudam a maximizar o valor da empresa para os seus acionistas (Chen et al., 2011). Há quem defenda que as empresas do setor empresarial do Estado não têm apenas incentivos para que elas próprias apresentem bons resultados, o interesse recai também sobre empresas privadas. Ou seja, é do interesse dos gestores de empresas públicas apoiar empresas privadas para que continuem a ser uma fonte de empregabilidade e desenvolvimento regional, sendo isto um ciclo uma vez que acabam por ajudar a atingir os objetivos do Estado (Jian & Wong, 2010). Os incentivos na vertente de entidades totalmente públicas, como as autarquias, relacionam-se com a maximização dos votos próprios que venham a atrair a reeleição, para além de todas as outras motivações apresentadas anteriormente (Ferreira, 2011).

Para além dos incentivos que o *EMs* proporciona, será interessante perceber as consequências que a não realização desta prática teria para a empresa e para o mercado. Na situação em que a gestão não é capaz de atingir os resultados previstos pelos analistas, o mercado tende a concluir que a empresa tem pobres perspectivas para o futuro, fazendo com que o valor da ação venha a diminuir. Além disso, muitos gestores indicam que nestas situações, as explicações e justificações que têm de dar aos *stakeholders* sobre o pobre resultado apresentado e o tempo desperdiçado em aspetos negativos, acaba por ser um fator crítico. Se através de *EMs* o objetivo for alcançado, os gestores podem focar-se em mostrar aos seus *stakeholders* as perspectivas otimistas que têm para o futuro, captando assim a atenção para uma vertente mais positiva da empresa (Graham et al. 2005). É necessário ter em conta que quando esta prática é detetada pelo mercado, o efeito obtido é contrário ao que seria esperado, isto significa que os custos de capital tendem a aumentar e as estimativas dos investidores para o valor da empresa baixam, assim como a credibilidade e a reputação associadas à empresa como um todo (Dechow et al., 1996). O

mesmo ocorre no setor público onde o utilizador penaliza os gestores que recorrem a *EM*, sendo visível em democracias mais antigas onde o utilizador é mais informado e experiente (Ferreira, 2011).

## **2.2 Conceito de *AEM* e *REM***

Existem dois conceitos inerentes à prática de *EMs*, sendo eles, a gestão de resultados discricionária pelos *accruals* (*AEM – Accruals Earnings Management*) e a gestão dos resultados através das atividades reais (*REM – Real Earnings Management*) (Neves, 2016). Começando pela prática de *AEM*, esta é feita através da escolha de métodos e/ou estimativas contabilísticas que dependem do julgamento do gestor e constituem decisões relacionadas com o registo contabilístico de onde se exclui as rubricas de Caixa e Depósitos à Ordem (Dechow & Skinner, 2000; Gunny, 2005; Marques & Rodrigues, 2009; Pereira, 2009). O atraso na diminuição de ativos ou a criação de dívidas incobráveis, são dois exemplos desta prática de *EMs* (Roychowdhury, 2006). Neste trabalho o foco recai sobre *REM*, técnica essencialmente orientada para ações que desviam a empresa do seu funcionamento operacional normal, sendo motivadas pelo desejo de iludir alguns *stakeholders*, de forma a que estes pensem que os objetivos foram atingidos através do decurso típico das operações (Roychowdhury, 2006). Existem autores que definem esta prática como a alteração do *timing* ou da estrutura de uma operação de investimento e/ou financiamento que vá influenciar os resultados (Albrecht & Richardson, 1990; Gunny, 2005; Gunny, 2010; Marques & Rodrigues, 2009). De uma forma geral, *REM* inclui todas as atividades que alterem diretamente o fluxo de caixa com vista a atingir um objetivo específico (Bjurman & Rahman, 2014).

Roychowdhury (2006) evidencia algumas técnicas de *REM* que ajudam o gestor a atingir as previsões estipuladas pelo mercado, sendo elas a redução das despesas discricionárias – *I&D*, publicidade, *SG&A* – a concessão de maiores descontos ou oferta

de condições de crédito mais favoráveis aos seus clientes e o excesso de produção. Este excesso de produção será superior à procura do mercado, de forma a que a empresa consiga registar um menor custo unitário fixo e aumentar as margens das vendas. Para além destas técnicas, Graham et al. (2005) mostra que também é possível realizar *REM* através da gestão dos recursos humanos, ou seja, adiar ou eliminar o recrutamento ou a formação, da gestão da venda de investimentos, do agrupamento de vários tipos de ativos financeiros e futura troca em títulos negociáveis nos mercados de capitais. Admite ainda que ao persuadir os clientes para práticas operacionais diferentes das habituais, anunciando aumento de preço no futuro ou diminuições no presente, os gestores exploram outra forma de *REM*, sempre com o objetivo de aumentar a quantidade vendida.

Apesar de muitos estudos se centrarem na prática de *AEM*, muitas outras investigações mostram que as práticas de *REM* tendem a ser cada vez mais utilizadas (Graham et al., 2005; Cohen et al., 2008). Uma das razões defendida por vários autores para a maior utilização de *REM* em vez de *AEM* está relacionada com o escrutínio que é feito pelos auditores, sendo que *REM* é uma prática que dificilmente é questionada, isto por se basear em decisões de preço e produção, enquanto através de *AEM* o controlo por parte do auditor é muito maior (Cohen & Zarowin, 2010; Graham et al., 2005; Gunny, 2005; Roychowdhury, 2006). As práticas de *REM* também deverão ser mais utilizadas pelo gestor quando existe a impossibilidade de atingir o objetivo através de *AEM* (Roychowdhury, 2006), ou quando a flexibilidade contabilística da empresa é limitada (Gunny, 2005). Em termos éticos é interessante ver que existe evidência em como os gestores consideram *AEM* uma prática menos aceitável em comparação com *REM* (Bruns Jr & Merchant, 1990). No geral, os gestores consideram que estão a tomar uma decisão oportuna ao praticarem *EMs*, uma vez que estão a salvaguardar os objetivos da empresa,

tendo em conta o momento presente e as consequências futuras, que possam ser ou não revertidas (Graham et al., 2005).

Roychowdhury (2006) defende que nem sempre a prática de *REM*, visto no longo prazo, pode contribuir para o aumento do valor da empresa, isto por poder vir a existir um efeito negativo sobre os *cash flows* de períodos futuros. Da mesma forma, estudos apontam para uma relação negativa entre a prática de *REM* e o *ROA* dos períodos subsequentes, isto porque o gestor se encontra disponível para sacrificar *cash flows* futuros em contrapartida de resultados no momento (Cupertino et al., 2016; Gunny, 2010). Porém, autores como Marques & Rodrigues (2009) e Taylor & Xu (2010), afirmam que numa perspetiva de longo prazo ou quando realizadas apenas em situações ocasionais, estas práticas não implicam necessariamente um efeito significativo e negativo, isto porque são reversíveis, podendo sempre a empresa voltar às suas práticas operacionais normais. Por outro lado, se for considerada uma perspetiva de curto prazo ou uma base regular de *REM*, a performance operacional tende a deteriorar-se.

### **2.3 Empresas Públicas e Privadas**

Assim como diversos estudos têm dado mais foco às técnicas de *EMs* através de *AEM*, também existe uma maior atenção sobre as empresas privadas e não tanto sobre as públicas. Estas últimas empresas não estão livres das pressões do mercado (Wang & Yung, 2011), deste modo será pertinente estender o estudo ao setor empresarial do Estado.

Quando estudadas as empresas cotadas e não cotadas do setor privado, as primeiras tendem a mostrar uma menor utilização de *EMs* (Viana, 2009), tal conclusão deve-se à exposição que este tipo de empresa tem no mercado (Miranda, 2014). Deste modo, a menor exposição e o menor controlo ligado às empresas privadas não cotadas, faz com que a probabilidade de serem detetadas falhas na auditoria seja menor (Van Tendeloo & Vanstraelen, 2008). É interessante referir que no estudo aplicado em

Portugal, os autores Mendes & Rodrigues (2006) concluíram que as empresas portuguesas cotadas em bolsa, tendem a aproveitar a flexibilidade oferecida pelo normativo contabilístico, escolhendo métodos contabilísticos que proporcionem um resultado com uma menor variância artificial.

De acordo com Givoly et al. (2010) existem duas ideias fundamentadas em relação à cotação em bolsa das empresas cotadas e a qualidade dos resultados das mesmas. Estes autores mostram que fatores como a monitorização e o controlo feito pelos acionista e credores, leva a que as empresa cotadas mostrem uma melhor qualidade nas suas demonstrações financeiras - *Demand Hypothesis*. Estas empresas desenvolvem os seus relatórios tendo em conta a qualidade necessária a apresentar aos seus detentores de capital, uma vez que a informação contabilística é o principal tipo de informação disponível. Por outro lado a pressão para atingir determinados resultados, não quebrando as expectativas, leva a que as empresas cotadas sejam incentivadas a praticas *EMs* – “*Opportunistic Behavior*”. O estudo mostra uma maior evidência para a visão “*Opportunistic Behavior*”, uma vez que as empresas cotadas têm fortes incentivos para melhorar as suas demonstrações financeiras como a redução do risco de litígio. Embora a investigação mostre que estas empresas informam de forma mais conservadora, em comparação com as cotadas, tal facto não implica que a qualidade dos relatórios financeiros seja superior.

Ao surgirem temas associados ao Estado, é relevante entender o conceito de democracia. Esta pode ser definida como um sistema político em que o povo governa dando poder aos seus representantes, tendo sido estes escolhidos através de um processo de eleição (Ferreira, 2011). Nas empresas do Estado a utilização de *EMs* atua, principalmente, na busca de resultados positivos e perto de zero, isto para que os grupos

de interesse não considerem os valores demasiado otimistas, demonstrando a responsabilidade do gestor na utilização dos recursos públicos (Ferreira et al., 2013).

As empresas públicas diferem das privadas sobretudo na sua natureza de propriedade, nas relações de agência que enfrentam e no risco de falência, para além de como visto anteriormente, os gestores terem de lidar com diferentes tipos de motivações na altura de praticar *EMs* (Chen et al., 2011). A estrutura de propriedade, pode afetar o funcionamento dos mercados, uma vez que reflete a tomada de decisão dos detentores de capital, para além de desempenhar um papel fulcral no governo das sociedades, na performance das empresas (Xu & Wang, 1999; Wang & Yung, 2011) e de ser a principal determinante dos custos de agência (Ding et al., 2007). De mencionar que este tipo de custos resulta do problema de agência, ou seja, são custos que resultam da sobreposição de interesses entre o agente e o principal (Miranda, 2011). Mi & Wang (2001) definem estes custos como a diferença entre lucros, ou seja, entre o obtido através gestão do principal e o da gestão do agente. Autores como Xu & Wang (1999) e Demsetz & Villalonga (2001) vêm reforçar a ideia anterior mostrando que existe uma correlação positiva entre a concentração da propriedade das empresas e a performance das mesmas. A concentração da propriedade influencia ainda, negativamente, a prática de *EMs*, relação que tem mais peso nas empresas privadas. Dechow et al. (1996) defende que a estrutura do governo das sociedades assume-se igualmente relevante na probabilidade de existir ou não a prática de *EMs*, isto como consequência das fraquezas e da fraca supervisão da administração. Assim sendo, admite-se que existe uma relação negativa entre estes dois conceitos, ou seja, a prática de *EMs* torna-se menos marcante à medida que o nível de governo das sociedades aumenta (Liu & Lu, 2003; Filip & Raffournier, 2014). O governo das sociedades é um ponto pertinente uma vez que deve providenciar os incentivos adequados e, em especial nas entidades públicas, deve fortalecer as normas que protegem

os interesses dos *stakeholders* (Bai et al., 2004). Especialmente nas públicas uma vez que frequentemente existe pressão para nomear indivíduos com relações políticas, ministros e/ou membros parlamentares, para assumir a administração empresa, isto leva a que haja incentivos enviesados na avaliação dos gestores e a difícil rejeição de decisões ineficientes, ao contrário do que acontece nas empresas privadas onde os acionistas eleitos procuram sempre maximizar o seu lucro (Musacchio et al., 2015).

A auditoria é igualmente um tema debatido na gestão de empresas públicas, atuando como forma de controlar, restringir a flexibilidade e a capacidade de trabalhar sobre as demonstrações financeiras, reduzindo deste modo, o risco de informação (Chen et al., 2011). Boone, Khurana, & Raman (2010) admitem que quando a hipótese de contratar uma *Big 4* está a ser considerada, não é a qualidade da auditoria que surge como impulsionadora da decisão, mas sim a redução de custos que esta escolha trará. A economia Chinesa foi palco do estudo de Chen et al. (2011) que sugeriu que a maior qualidade da auditoria fará reduzir a prática de *EMs*, assim como o custo de capital afeto à empresa. Esta hipótese mostrou evidências mais robustas para as empresas não pertencentes ao Estado do que para as do Estado, ideia apoiada de igual forma por Ahmad-Zaluki, Campbell, & Goodacre (2011). Desta investigação resultaram provas em como as empresas privadas registam uma maior redução de *EMs* quando auditadas por uma empresa de renome, em paralelo com a redução sofrida nas empresas públicas em situação idêntica. Da mesma forma que existe uma maior redução desta prática para as empresas privadas, quando contratados auditores notáveis, também a redução do custo de capital é superior. As empresas públicas entre si não mostraram diferenças significativas para o nível de *EMs*, quando auditadas ou não por empresas *Top 8*, segundo a investigação este *top* incorporava as *Big 4* mundiais e as quatro maiores empresas Chinesas de auditoria (Chen et al., 2011).

## 2.4 Prática de *REM*

Tendo como base investigações anteriores, vão ser estudados alguns tópicos que possam ter implicações na utilização de *REM* junto das empresas do Estado, como os anos de crise, assim como vai ser comparada a utilização desta prática entre os dois tipos de empresas, públicas e privadas.

### Nível de *Earnings Management* - *REM*

Algumas investigações já procuraram perceber em que tipo de empresas existe uma maior prática de *REM*, públicas ou privadas, tendo a maioria o território Chinês como território de estudo. Este interesse surge pelo desenvolvimento e crescimento económico que a China tem mostrado nos últimos anos, pela maior integração na economia mundial e por ser um país onde muitas questões de investigação continuam por explorar. Para além de que grande partes das empresas chinesas são detidas pelo Estado e o seu regime político, bastante hierárquico, suscita o desenvolvimento deste tipo de investigações. No estudo feito por Wang & Yung em 2011, os autores mostram que existe um nível menos pronunciado de *EMs* nas empresas públicas em comparação com as privadas. Esta conclusão poderá dever-se à supervisão que é feita pelo Governo que consegue contrariar o oportunismo e reduzir a pressão dos gestores. Ding et al. (2007) admitem, do mesmo modo, que as entidades privadas cotadas tendem a maximizar os seus resultados, isto é, favorecem mais a utilização de *EMs* em comparação com o que é feito pelas empresas públicas. Chen et al. (2011), dentro do estudo sobre a qualidade da auditoria, argumentam que, em média, as empresas públicas acabam por ter menos incentivos para a prática de *EMs* quando comparadas com as empresas privadas, devendo-se essencialmente à estrutura de propriedade e às relações de agência de cada um dos tipos de empresas. Apesar de serem muito debatidos os incentivos para as empresas públicas, estudos mostram que estas empresas são menos estimuladas para a prática de *EMs* (Ben-Nasr et

al. 2015). Tal constatação surge pela evidência de acesso predileto a financiamento, pelas vantagens obtidas através de relações políticas, da menor pressão do mercado e da proteção política (Chaney et al., 2011; Ben-Nasr et al., 2015). Em suma é possível afirmar que as ligações políticas acabam por ser capazes de promover benefícios empresariais que não se encontram disponíveis para as empresas privadas (Chaney et al., 2011).

Bai, Liu, Lu, Song, & Zhang (2004) e Liu & Lu (2003) defendem que o Estado tem outras preocupações para além da maximização do lucro, tais como a empregabilidade e a estabilidade social do país. Desta forma, o Estado pode utilizar as empresas públicas como meio para atingir os seus próprios objetivos e mostrar o seu bom desempenho. Esta situação faz com que surjam conflitos de interesses, uma vez que o Estado utiliza as empresas para atingir metas que não são da responsabilidade, nem para benefício dos outros *shareholders*. Nas entidades públicas é frequente existir um orçamento restrito que é visto como um problema, podendo ser solucionado através de técnicas de *EMs*. Liu & Lu (2003) argumentam, contrariando os primeiros autores, isto é, a prática de *EMs* é mais dramática nas empresas públicas. Ben-Nasr, Boubakri, & Cosset (2015) defendem que as empresas onde o Estado tem influência apresentam menor qualidade de resultados e menor divulgação de informação. Isto surge pela maior prática de *EMs* que envia os resultados, uma vez que o Estado tende a ocultar a transferência de ativos e lucros empresariais que vão cobrir fins políticos

Tendo em conta as diferentes visões abordadas pela literatura, será interessante aprofundar a ligação existente entre a prática de *REM* e as empresas públicas, optou-se por não colocar sinal na hipótese estabelecida:

**Hipótese 1:** O nível de *REM* é influenciado pelo facto da empresa pertencer ao Setor Empresarial do Estado.

### **Período de Crise Económica**

Regra geral, nos estudos relacionados com a prática de *EMs*, as condições económicas são vistas como constantes e/ou admite-se que o ambiente macroeconómico não tem influência neste tipo de prática. Porém Filip & Raffournier (2014) vêm mostrar que as condições económicas e as características institucionais, como a aplicação da lei, o governo das sociedades e o mercado financeiro, afetam a predisposição dos gestores para a prática de *EMs*. Os resultados mostraram que esta técnica contabilística tem menor impacto em países com alta aplicação da lei independentemente do período económico considerado. A investigação estudou a crise de 2008-2009 e levou a que os autores pudessem concluir que existe uma ligação direta entre a prática de *EMs* e a taxa de crescimento económico do país onde se situa a empresa, isto é, os gestores encontram-se mais propensos para a utilização de técnicas de *EMs* em períodos de expansão, do que em períodos de crise. Isto ocorre provavelmente por o mercado estar mais tolerante para o fraco desempenho das empresas em períodos de recessão ou por se registar um aumento do risco de litígio nestes períodos mais turbulentos.

Conclusão contrária foi retirada da investigação feita no período de crise de 1997-1998 pelos autores Ahmad-Zaluki et al. (2011), neste estudo o país selecionado foi a Malásia. Os autores concluem que existe um maior nível de *EMs* em período de recessão, comparativamente com os períodos onde não se regista crise económica.

Desta forma, será interessante perceber que tipo de comportamento é esperado dos gestores em relação à prática de *EMs*, mais concretamente de *REM*, tendo em conta o período económico, surgindo assim a segunda e última hipótese a testar:

**Hipótese 2:** Os níveis de *REM* numa empresa do setor empresarial do Estado são menores em períodos de recessão económica.

### 3. Metodologia

#### 3.1 Caracterização da Amostra

Para a realização deste estudo foi utilizada a base de dados Amadeus de onde se retirou toda a informação financeira relacionada, tanto com as empresas privadas como com as empresas públicas. O horizonte temporal escolhido foi de 8 anos, de 2008 a 2015.

Este estudo abrange tanto as empresas privadas como as empresas do setor empresarial do Estado europeias, estando presentes todos os setores de atividade à exceção do setor financeiro, segurador e o setor da administração pública, seguindo deste modo a linha de pensamento de Roychowdhury (2006).

De forma a restringir a amostra das empresas públicas, foram selecionadas apenas aquelas em que o Estado tem um controlo de pelo menos 20%. No presente estudo com o objetivo de obter uma amostra equilibrada foram eliminadas as empresas privadas e públicas de pequena dimensão que se incorporassem na definição de PME's. Para tal recorreu-se a um dos critérios da Recomendação 2003/361/CE adotada pela Comissão Europeia no dia 6 de Maio de 2003, excluindo-se assim da amostra as empresas com um balanço total inferior a 43 milhões de euros, no último ano de publicação de dados. Foram eliminadas todas as empresas que não dispunham de dados suficientes para seguir com a investigação e com o modelo pretendido.

De seguida, foi feita uma segmentação dos dados organizando-os em países e setores, de forma a ter uma amostra consistente. Deste modo tomou-se como filtro o estudo de Gaio (2010), mantendo apenas os países que apresentavam pelo menos 10 empresas e em relação aos setores foram excluídos os que tinham menos de 8 empresas como no estudo de Cohen, Dey, & Lys (2008).

O último passo realizado de igual forma para as empresas públicas e privadas foi a exclusão de *outliers*, tendo sido considerados os valores entre o percentil 1 o percentil

99 da variável total de ativos no ano de 2015. Para finalizar foi necessário filtrar a amostra de empresas privadas de forma a manter dimensões idênticas às empresas públicas definidas para o estudo. Assim sendo, mantiveram-se apenas as empresas privadas que se encontravam no intervalo de +/- 1 desvio padrão do logaritmo natural ( $\ln$ ) do total de ativos das empresas públicas (2015).

A amostra final é composta por 15.272 empresas, sendo 1.167 empresas públicas e 14.105 empresas privadas. Vão ser estudadas empresas de 17 países da Europa e de 8 setores de atividade.

Através da distribuição da amostra total por país é possível perceber que a Itália é o país que mais se destaca (25,18%), seguindo-se a Alemanha (17,01%) e a França (16,54%). A amostra de empresas privadas assume os mesmos países, porém França assume o segundo lugar com 17,47% e Alemanha o terceiro lugar com 15,80%, Itália é, novamente, o país mais representativo com 25,92%. Quanto à amostra de empresas detidas pelo Estado a ordem altera-se, porém a Alemanha e a Itália mantêm a sua notoriedade assumindo 31,62% e 16,20%, nesta amostra Espanha ganha relevância com 7,20% – Anexo I.

A lista com os setores respeitantes a cada código NAICS está disponível no Anexo II. Analisando então a composição da amostra total por setor de atividade, esta mostra-se igual à distribuição da amostra das empresas privadas. Nestes casos os setores de atividade com maior número de empresas são o NAICS 3 com 30,10% para a amostra total, o NAICS 5 com 24,38% e ainda o NAICS 4 com 22,97%. Na distribuição da amostra das empresas do setor empresarial do Estado o NAICS 5 mostra-se também notório com 26,14%, precedido do NAICS 2 com 40,96% e em último o NAICS 4 com 15,42% – Anexo III.

### 3.2 Medida de *REM*

Para realizar este trabalho vai ser empregue uma metodologia utilizada no estudo de Roychowdhury em 2006 e aplicada de novo em estudos mais atuais, como o de Cohen & Zarowin (2010), Zamri, Abdul, Saatila, & Isa (2013), Cohen et al. (2008), Gunny (2010) e Chiu (2010). Neste estudo desenvolveram-se métricas para estudar do nível de *REM*, tais como o *abnormal cash flow from operations*, os custos de produção e as despesas discricionárias. No presente trabalho só será utilizada a primeira, ou seja, o *abnormal CFO*, uma vez que para o cálculo das despesas discricionárias a base de dados Amadeus não possuía informação suficiente e a métrica utilizada é provavelmente a que mais se identifica com o setor empresarial do Estado.

Roychowdhury (2006) considera que é possível os gestores aumentarem as vendas através da gestão dos descontos aplicados ou das condições de crédito mais favoráveis para os clientes, esta gestão está assente no conceito de *abnormal CFO*. Deste modo obtêm-se resultados temporariamente superiores e custos de produção extremamente altos tendo em conta o nível de vendas. Segundo o autor, os níveis de *abnormal CFO* estão relacionados com a prática de *REM* na empresa, sendo esta uma hipótese mais robusta do que a suposição de existir falta de capacidade para controlar adequadamente o ambiente económico.

De acordo com este autor, o *abnormal CFO* é obtido através da diferença entre o *actual CFO* e o *normal CFO*. Para o cálculo do *normal CFO* foi usado o modelo presente na investigação de Dechow, Kothari, & Watts (1998), modelo executado da mesma forma no estudo de Roychowdhury (2006). Deste modo *normal CFO* foi calculado através da seguinte função:

$$CFO_t / A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1 (1 / A_{t-1}) + \beta_1 (S_t / A_{t-1}) + \beta_2 (\Delta S_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde:

$CFO_t$ : *cash flow from operations* do período t;

$A_{t-1}$ : total de ativos no período t-1;

$S_t$ : vendas totais no período t;

$\Delta S_t$ : variação das vendas entre o período t e t-1 ( $S_t - S_{t-1}$ );

$\varepsilon_t$ : erro no período t.

É de referir que equação é dividida pelo total de ativos de forma a uniformizar amostra, isto para que a dimensão de cada empresa não interfira com os resultados que advém deste cálculo (Roychowdhury 2006). É necessário evidenciar também que foram adaptados os dados utilizados para dados de painel.

Para o cálculo do *actual CFO* foi utilizada a seguinte função (Castelhana 2014):

$$Actual\ CFO_t = NI_t - (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t + \Delta Debt_t - Dep_t) \quad (2)$$

Onde:

$NI_t$ : *net income* no período t

$\Delta CA_t$ : variação dos ativos correntes entre o período t e t-1 ( $CA_t - CA_{t-1}$ );

$\Delta CL_t$ : variação dos passivos correntes entre o período t e t-1 ( $CL_t - CL_{t-1}$ );

$\Delta Cash_t$ : variação de caixa e equivalentes de caixa entre o período t e t-1 ( $Cash_t - Cash_{t-1}$ );

$\Delta Debt_t$ : variação da dívida entre o período t e t-1 ( $Debt_t - Debt_{t-1}$ );

$Dep_t$ : depreciações e amortização do período t.

Deste modo e como já referido anteriormente, será possível calcular o abnormal CFO através da equação:

$$Abnormal\ CFO_t = Actual\ CFO_t - Normal\ CFO_t \quad (3)$$

### 3.3 Modelo Empírico

Este trabalho tem como interesse principal perceber as diferenças na prática de *REM* entre as empresas privadas e as pertencentes ao setor empresarial do Estado. Para a regressão foram utilizados apenas valores relativos e não valores em módulo, absolutos.

Como *software* estatístico utilizou-se o STATA na versão 12.0 e como já referido analisaram-se os anos entre 2008 e 2015, inclusive.

Para conseguir acrescentar novas conclusões à literatura existente e responder às hipóteses acima formuladas, desenvolvemos o seguinte modelo:

$$\begin{aligned} Abnormal\ CFO_{i,t} = & \alpha_0 + \beta_1 SOE_{i,t} + \beta_2 Crisis_{i,t} + \beta_3 Listed_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 Debt_{i,t} \\ & + \beta_6 Growth_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 CrisisS_t + \beta_9 ListedS_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (4)$$

Este modelo incorpora como variável dependente a medida de *REM* presente no estudo de Roychowdhury (2006), inclui também três variáveis *dummy*, uma delas apresenta o valor “1” se a empresa pertencer ao setor empresarial do Estado e “0” caso contrário (*SOE*), a seguinte apresenta o valor “1” caso esteja a ser estudado o ano de crise económica e “0” caso contrário (*Crisis*), a última apresenta o valor “1” se a empresa for estiver cotada e “0” caso contrário (*Listed*).

Em relação à influência da crise financeira no nível de *REM*, vão ser estudados os anos de 2008 e 2009, período bastante crítico para a Europa. No ano 2009 foi registada uma taxa de crescimento do PIB de - 4,30% em comparação com - 2,05% registados a nível Mundial, desta forma o PIB europeu teve o seu primeiro decréscimo mais significativo dos últimos 40 anos (Filip & Raffournier, 2014).

A variável independente *Size* assume uma ligação à dimensão de uma empresa e pode ser influenciadora do nível de *REM* como visto no estudo de Watts & Zimmerman (1978). Estes autores afirmam que as empresas de maior dimensão estão sujeitas a uma maior interferência por parte de reguladores e legisladores, desta forma devem apresentar maior qualidade nos seus resultados, ou seja, menor prática de *REM*.

Segundo o estudo de Zamri, Rahman, & Isa (2013) mostra que a variável *Debt* tem influência na prática de *REM*, tendo sido mostrado neste estudo que as empresas mais

endividadas tendem a ter níveis inferiores de *REM*. Por outro lado outros autores admitem que existe uma relação positiva entre o nível de endividamento de uma empresa e a sua prática de *REM* (Carlson & Bathala, 1997; Roychowdhury, 2006). Estes dois pontos de vista distintos são também considerados no estudo de Van Tendeloo & Vanstraelen (2008).

As oportunidades de crescimento estão refletidas na variável independente *Growth* calculada através da variação das vendas, ou seja, do volume de negócios de cada empresa. Segundo Roychowdhury (2006) existe uma relação positiva entre esta variável e o nível de *REM*, deste modo quanto mais oportunidades de crescimento uma empresa tiver maior será o seu incentivo para desenvolver esta prática de *EMs*. Esta variável conseguirá controlar as diferenças de *performance* de cada empresa da amostra, assim como a variável *ROA* explicada de seguida (Van Tendeloo & Vanstraelen, 2008).

A variável *ROA* foi obtida através do rácio entre o resultado líquido e o total de ativos, mostrando a eficiência de cada empresa para gerir os seus ativos de forma a produzir resultados financeiros favoráveis. Carlson & Bathala (1997) afirma que quanto maior for a rendibilidade de uma empresa maior será o nível de *REM* praticado pela mesma. Por outro lado, autores como Cupertino et al. 2016 e Gunny (2010) admitem o contrário, isto é, o nível de *REM* e o *ROA* assume uma relação negativa uma vez que existe um sacrifício dos retornos futuros.

Para finalizar a variável *CrisisS* e *ListedS* correspondem à multiplicação entre a *dummy SOE* e a *dummy Crisis*, e a *dummy SOE* e a *dummy Listed*, respetivamente. Com a primeira variável é possível estabelecer uma ligação entre a influência da crise de 2008 e 2009 no nível de *abnormal CFO* das empresas do setor empresarial do Estado. Através da variável *ListedS* é possível concluir qual a influência que a cotação no mercado de capitais tem, numa empresa pública, em relação à sua prática de *REM*. Deste modo será

possível perceber com qual das visões de Givoly et al. (2010) a presente amostra revela consistência.

## 4. Análise e Discussão dos Resultados

### 4.1 Estatísticas Descritivas

A Tabela I apresenta as estatísticas descritivas das variáveis que incorporam o modelo de estudo apresentado anteriormente.

**Tabela I** - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
<i>Abnormal CFO</i>	92.792	0,009	0,008	0,185	0,819	-0,766
<i>Size</i>	92.792	11,644	11,521	0,739	13,953	10,001
<i>Debt</i>	92.792	0,228	0,191	0,197	0,836	$3,87e^{-10}$
<i>Growth</i>	92.792	0,056	0,028	0,266	2,778	-0,736
<i>ROA</i>	92.792	0,029	0,023	0,057	0,239	-0,213

Legenda: *Size* - dimensão da empresa analisada; *Debt* - nível de endividamento; *Growth* - oportunidades de crescimento; *ROA* - rentabilidade do ativo;

Relativamente à amostra total, o nível de *abnormal CFO* toma em média o valor de 0,009 e uma mediana de aproximadamente 0,008. É evidenciada a normalidade da distribuição da amostra, uma vez que os valores anteriores não apresentam grandes discrepâncias. É possível verificar que os valores estatísticos obtidos para o *abnormal CFO* vão de encontro com os obtidos por Cohen et al. (2008).

As variáveis *Debt* e *Growth* foram calculadas da seguinte forma:

$$Debt_t = (\text{Financiamentos Curto Prazo}_t + \text{Financiamentos Longo Prazo}_t) / \text{Ativos}_t$$

$$Growth_t = (\text{Vendas}_t - \text{Vendas}_{t-1}) / \text{Vendas}_{t-1}$$

Em relação às variáveis independentes, a amostra apresenta em média um nível de endividamento de 22,83%, um crescimento anual das vendas de 5,60%, uma rentabilidade do ativo de 2,90%, estas empresas apresentam ainda, em média, um resultado líquido positivo. Nos anexos IV e V é possível analisar as estatísticas descritivas divididas entre *SOE* e *NSOE*.

#### 4.2 Teste *T-Student*

De forma a ter uma primeira percepção do comportamento dos dois tipos de empresas em estudo realizou-se o teste-t. Este teste paramétrico possibilita a comparação entre duas populações e analisa se a médias destas são ou não significativamente diferente. Através do histograma realizado para os dois tipos de empresas é possível afirmar que estamos perante amostras com distribuição Normal.

**Tabela II** - Teste-t de Igualdade de Médias

Variável	Obs.	Média <i>Abnormal CFO</i>
<i>SOE</i>	7.176	0,032
<i>NSOE</i>	85.616	0,007
<i>Intervalo de Confiança</i>		95%
<i>T</i>		-12,614
<i>Graus de Liberdade</i>		9.010,95
<i>P-Value</i>		0,0000

Para este teste a hipótese nula assume que a média de *abnormal CFO* das empresas públicas é igual à das empresas privadas, porém uma vez que o valor do *p-value* é inferior a 0,05 a hipótese nula é rejeitada. Assim sendo os resultados mostram que a média de *abnormal CFO* é diferente entre empresas privadas e públicas com um nível de significância de 1%.

### 4.3 Matriz de Correlação de *Pearson*

Através da matriz de correlação de *Pearson* são apresentadas as correlações existentes entre as variáveis do modelo empírico anteriormente explicado – Anexo VI. As variáveis do modelo apresentam entre si uma correlação fraca e correlações estatisticamente significativas, à exceção da correlação entre a variável *Debt* e *Growth*. Esta correlação mostra não ser estatisticamente significativa, isto é, a dívida de uma empresa não irá influenciar as suas oportunidades de crescimento. Em relação à variável *ListedS* esta só apresenta correlações estatisticamente significativas com as variáveis *Size*, *ROA* e *CrisisS*. Nenhuma das correlações pode ser classificada como forte ou moderada, sendo a correlação mais elevada entre as variáveis *Debt* e *ROA* ( $-0,244$ ) sugerindo que as empresas mais endividadas têm menor rendibilidade do ativo.

A variável dependente do estudo, *abnormal CFO*, está positivamente correlacionada com as variáveis *ROA* e *CrisisS*, e negativamente com as restantes variáveis, *Size*, *Debt* e *Growth*. Apesar da variável do estudo se mostrar negativamente relacionada com a variável *ListedS*, esta correlação não se mostra estatisticamente significativa. Através destes resultados é possível referir que as empresas com maior rendibilidade apresentam maiores níveis de *abnormal CFO*, por outro lado, empresas de menor dimensão, menos endividadas e com menos oportunidades de crescimento apresentam maiores níveis de *abnormal CFO*.

#### 4.4 Resultados

A Tabela III apresenta os resultados da regressão estimada para a medida de *REM* do modelo empírico em estudo. Foram efetuadas regressões para cada país, assim como para cada um dos setores de atividade, de forma a controlar as suas características nas práticas de *REM*.

**Tabela III** - Resultados obtidos do modelo de regressão

	Sinal Esperado	<i>Abnormal CFO</i>	<i>P-value</i>
<i>Constant</i>		0,328	(0,000)
<i>Dummy SOE</i>	+/-	0,049	(0,000)
<i>Dummy Crisis</i>	-	0,015	(0,000)
<i>Dummy Listed</i>	+/-	- 0,011	(0,000)
<i>Size</i>	-	- 0,027	(0,000)
<i>Debt</i>	+/-	- 0,101	(0,000)
<i>Growth</i>	+	- 0,114	(0,000)
<i>ROA</i>	+/-	0,685	(0,000)
<i>CrisisS</i>	-	- 0,025	(0,000)
<i>ListedS</i>	+/-	- 0,021	(0,047)

Nº Obs.	92.792
R <sup>2</sup>	0,1042
Adj R <sup>2</sup>	0,1042
F-statistic	1.199,65
P-value (F-statistics)	0,000

Legenda: *Dummy SOE* – empresa do setor empresarial do Estado; *Dummy Crisis* – ano de crise, 2008 ou 2009; *Dummy Listed* – empresa cotada em mercado; *Size* – dimensão da empresa; *Debt* – nível de endividamento; *ROA* – rentabilidade do ativo; *CrisisS* – relação entre uma empresa pública e os anos de crise; *ListedS* – relação entre uma empresa pública e a cotação no mercado.

Através da tabela acima é possível verificar que todas as variáveis revelam significância estatística a 1%, 5% e 10%, à exceção da interação entre *dummies*

representada pela variável *ListedS* que não se mostra estatisticamente significativa a 1%.

Em relação ao tipo de empresa e o nível de *REM* é evidenciado um coeficiente positivo e estatisticamente significativo - *dummy SOE*. Desta forma o modelo sugere que uma empresa do setor empresarial do Estado apresenta maiores níveis de *REM*. Este resultado está de acordo com o defendido por alguns autores como Bai et al. (2004) e Liu & Lu (2003), apesar de ser um resultado contrário ao evidenciado por outros autores como Wang & Yung (2011). Os primeiros autores apresentam como razões para uma maior prática de *REM* nas empresa públicas, o facto deste tipo de empresas gerir um orçamento mais restrito e terem outros objetivos para além da procura pelo lucro, como é o caso da exibição de um bom desempenho do Estado, através da empregabilidade e da estabilidade social.

A *dummy Crisis* apresenta também um coeficiente positivo e estatisticamente significativo, sugerindo que existe uma maior predisposição para a prática de *REM* em períodos de recessão económica, corroborando com a conclusão de Ahmad-Zaluki et al. (2011) e mostrando evidência contrária ao estudo de Filip & Raffournier (2014).

A última *dummy* do modelo apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, evidenciando assim que as empresa cotadas tendem a adotar menos práticas de *REM* em comparação com as empresa não cotadas. Esta última conclusão vai de encontro com a “*Demand Hypothesis*” presente no estudo de Givoly et al. (2010).

A variável de controlo *Size*, que estuda a influência da dimensão de uma empresa e na prática de *REM*, apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo. Desta forma o modelo sugere que as empresas de menor dimensão apresentam maiores níveis de *REM*, tal como já referido por Watts & Zimmerman (1978).

Em relação à variável *Debt* apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo o que sugere que as empresas mais endividadas tendem a manipular menos as suas demonstrações financeiras. Este resultado é contrário ao evidenciado por Roychowdhury (2006), porém vai de encontro à conclusão obtida no estudo de Zamri, Abdul, et al. (2013). Este autor mostra que o impacto dos juros e as amortizações da dívida fazem com que os gestores tenham menor flexibilidade para gerir resultados. De acordo com o presente estudo, *ceteris paribus*, o aumento de 1% do nível de alavancagem resulta, em média, numa diminuição de 10,1% nas práticas de *REM* que influenciam o *abnormal CFO*.

A variável *Growth*, ao contrário do que ocorreu no estudo de Castelhana (2014), mostra-se estatisticamente significativa, porém com um coeficiente negativo, contrariando a literatura de Roychowdhury (2006). De acordo com os resultados apresentados quanto menos oportunidades de crescimento uma empresa tiver maior será a sua predisposição para a prática de *REM*. Os valores em si mostram que quando as oportunidades de crescimento aumentam 1%, o *abnormal CFO* associado às práticas de *REM* diminui aproximadamente 11,4%, *ceteris paribus*.

Em relação à variável *ROA*, esta mostra-se estatisticamente significativa e com um coeficiente positivo, indo de encontro com o estudo de Carlson & Bathala (1997). Os resultados mostram que uma empresa com maior eficiência na gestão dos seus ativos, tende a ter níveis de *REM*, da mesma forma, superiores às restantes empresas. Este resultado é contrário ao obtido por Cupertino, Martinez, & Costa Jr (2016) e Gunny (2010) que assumem que a relação entre estas duas variáveis é negativa, uma vez que com a prática de *REM* a empresa sacrificará retornos futuros.

A variável *CrisisS* apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, deste modo podemos aceitar a hipótese 2 proposta neste estudo, tendo em

conta que a crise faz com que o nível de *REM* seja maior, esta prática é menos acentuada nas empresas públicas. Esta conclusão retira-se da análise entre a variável *Crisis* e *CrisisS*, em conjunto é possível constatar que durante o período de recessão há mais incentivos à prática de *REM*. Porém este acréscimo é menos acentuado nas empresas do setor empresarial do Estado, uma vez que o coeficiente associado à variável *CrisisS* apresenta um coeficiente negativo. Deste modo, o efeito da crise no aumento da prática de *REM*, de uma forma geral, afeta mais precisamente as empresas privadas.

Por fim, a variável *ListedS* apresenta um coeficiente negativo, porém mostra-se estatisticamente significativa apenas a 5% e 10%. Analisando esta variável como a interceção entre a *dummy SOE* e a *dummy Listed* é possível verificar que o efeito da cotação em mercado de uma empresa faz diminuir a prática de *REM*, sendo este decréscimo mais acentuado nas empresas do Estado uma vez que o coeficiente da variável *ListedS* mostra-se negativo, como referido anteriormente. Esta conclusão opõe-se à conclusão de Givoly et al. (2010), porém corrobora com a sua ideia implícita na “*Demand Hypothesis*”.

Em suma os resultados mostram que uma empresa privada, de maior dimensão, mais endividada, com mais oportunidades de crescimento e com menos rendibilidade do seu ativo têm, em média, em nível menor de *REM*. Deste modo, em relação à primeira hipótese testada neste estudo, conclui-se que as empresas públicas utilizam mais *REM* do que as empresas totalmente privadas. Em relação à hipótese 2, como anteriormente referido, as empresas do setor empresarial do Estado apresentam práticas de *REM* menos acentuadas em períodos de recessão.

O modelo apresenta um  $R^2$  ajustado de 0,1042, significando que apenas 10,42% da variável *abnormal CFO* é explicada pelas variáveis independentes do modelo. Em comparação com a literatura de Cohen et al. (2008) este valor de  $R^2$  é mais baixo, uma

vez que estes autores obtiveram um  $R^2$  ajustado de 64,9%. É de referir que o modelo destes autores incorpora um número superior de variáveis, estas ao terem poder explicativo beneficiam o valor de  $R^2$  ajustado. O modelo de Zgarni, Halioui, & Zehri (2014) comporta um número menor de variáveis independentes, tal como o presente modelo empírico, tendo um  $R^2$  ajustado igual a 6,56%.

É possível verificar que é rejeitada a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis independentes, uma vez que o *p-value* da estatística F é igual a 0,000, comprovando-se assim a validade dos modelos para a explicação de *REM*.

Por fim, foi realizado Teste de robustez onde foram retiradas as empresas que no ano de 2015 poderiam adotar o conceito de PME's tendo em conta o seu volume de negócio, ou seja, registar menos de 50 milhões de euros em vendas. Desta forma seria assegurada uma amostra completamente livre de PME's de acordo com dois critérios da Recomendação 2003/361/CE adotada pela Comissão Europeia no dia 6 de Maio de 2003, porém esta alteração tem uma influência mínima nos coeficientes obtidos anteriormente.

## 5. Conclusão

Este estudo teve como principal objetivo a análise de *REM* junto das empresas do setor empresarial do Estado, uma vez que é uma temática pouco desenvolvida na literatura. De modo a conseguir desenvolver este estudo, foi desenvolvido um modelo empírico usando a variável *abnormal CFO* calculada na literatura de Roychowdhury (2006), recaindo sobre uma amostra total de 15.272 empresas europeias, sendo 1.167 empresas públicas e 14.105 empresas privadas, num horizonte temporal de 8 anos (2008 a 2015).

Os resultados mostram que as empresas públicas tendem a utilizar mais *REM* do que as empresas privadas. São ainda determinantes do nível de *REM* a dimensão, a dívida, as oportunidades de crescimento e o *ROA* das empresas estudadas. Numa conclusão bastante abrangente, os resultados mostram que existe um maior nível de *REM* em empresas públicas, de menor dimensão, menos endividadas, com menos oportunidades de crescimento e com maior rendibilidade do ativo. Porém, o comportamento das empresas públicas é menos acentuado quando o país atravessa períodos de crise, isto é, existe uma menor prática de *REM* associada à recessão económica.

As conclusões apresentadas neste estudo vêm contribuir para a literatura existente, uma vez que consegue conjugar dois temas ainda pouco desenvolvidos, o estudo da prática de *REM* e as empresas do setor empresarial do Estado. Para além disso, pode ser interessante para diferentes utilizadores da informação financeira e entidades normalizadoras de contabilidade que analisam o setor empresarial do Estado.

Uma das principais limitações deste estudo foi o facto de não ser possível ter um horizonte temporal que incluísse anos antes da crise económica. Seria importante incorporar dados de anos anteriores a 2008 de forma a perceber o nível de *REM* antes de as empresas do estudo terem sido afetadas pela recessão, visto que, os dados estudados

em parte podem já ter sido influenciados pelo efeito da crise, não sendo o comportamento original.

Para investigações futuras seria interessante aprofundar este tema e testar a influência que os períodos eleitorais podem ter na prática de *REM* em particular nas empresas do setor empresarial do Estado. De acordo com a literatura existe uma maior predisposição para a prática de *EMs* em períodos anteriores ao processo de eleição com o objetivo de evitar a divulgação de perdas e de forma a que possa ser mostrado um desempenho irrepreensível (Ferreira et al., 2013; Ferreira, 2011). Esta investigação precisaria de bastante atenção no estudo dos períodos eleitorais de cada país presente na amostra ou como solução poderia limitar-se a investigação a um país. Seria também interessante estudar a prática de *REM* nas empresas públicas tendo em conta o sistema fiscal do país, deste modo seria possível perceber se o sistema fiscal influência ou não a disponibilidade das empresas públicas para esta forma de *EMs*.

## 6. Referências Bibliográficas

- Aharony, J., Wang, J. & Yuan, H., 2010. Tunneling as an incentive for earnings management during the IPO process in China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(1), pp.1–26.
- Ahmad-Zaluki, N.A., Campbell, K. & Goodacre, A., 2011. Earnings management in Malaysian IPOs: The East Asian crisis, ownership control, and post-IPO performance. *The International Journal of Accounting*, 46(2), pp.111–137.
- Albrecht, W.D. & Richardson, F.M., 1990. Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(5), pp.713–730.
- Bai, C.-E. et al., 2004. Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), pp.599–616.
- Ball, R. & Shivakumar, L., 2005. Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. , 39(1) *Journal of Accounting and Economics*, 39(1):83-128, p.83.
- Ben-Nasr, H., Boubakri, N. & Cosset, J.-C., 2015. Earnings quality in privatized firms: The role of state and foreign owners. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), pp.392–416.
- 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. Umeå School of Business and Economics.
- Boone, J.P., Khurana, I.K. & Raman, K.K., 2010. Do the Big 4 and the second-tier firms provide audits of similar quality? *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(4), pp.330–352.
- Bruns Jr, W.J. & Merchant, K.A., 1990. The dangerous morality of managing earnings. *Strategic Finance*, 72(2), pp.22.

- Burgstahler, D. & Eames, M., 2006. Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(5-6), pp.633–652.
- Burgstahler, D.C., Hail, L. & Leuz, C., 2006. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The accounting review*, 81(5), pp.983–1016.
- Carlson, S.J. & Bathala, C.T., 1997. Ownership differences and firms' income smoothing behavior. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), pp.179–196.
- Castelhano, A.S. da S., 2014. Determinantes de real earnings management nas empresas não cotadas europeias. Tese de Mestrado, Lisbon School of Economics and Management- ISEG.
- Chaney, P.K., Faccio, M. & Parsley, D., 2011. The quality of accounting information in politically connected firms. *Journal of Accounting and Economics*, 51(1), pp.58–76.
- Chen, H. et al., 2011. Effects of audit quality on earnings management and cost of equity capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research*, 28(3), pp.892–925.
- Chiu, J., 2010. Zero Earnings Target and Corporate Investment. *Proceedings of the Northeast Business & Economics Association*.
- 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.
- Cohen, D.A. & Zarowin, P., 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), pp.2–19.
- Cupertino, C.M., Martinez, A.L. & Costa Jr, N.C.A. da, 2016. Consequences for Future

- Return with Earnings Management through Real Operating Activities. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(71), pp.232–242.
- Dechow, P.M., Kothari, S.P. & Watts, R.L., 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), pp.133–168.
- Dechow, P.M. & Skinner, D.J., 2000. Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), pp.235–250.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P., 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), pp.1–36.
- Demsetz, H. & Villalonga, B., 2001. Ownership structure and corporate performance. *Journal of corporate finance*, 7(3), pp.209–233.
- Ding, Y., Zhang, H. & Zhang, J., 2007. Private vs state ownership and earnings management: evidence from Chinese listed companies. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), pp.223–238.
- Ferreira, A., Carvalho, J. & Pinho, F., 2013. Earnings Management Around Zero: A motivation to local politician signalling competence. *Public Management Review*, 15(5), pp.657–686.
- Ferreira, A. da C.S., 2011. Motivações do gestor e instrumentos contabilísticos utilizados na gestão dos resultados: o caso das autarquias locais. Tese de Mestrado da Universidade de Aveiro - Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial.
- Filip, A. & Raffournier, B., 2014. Financial crisis and earnings management: The European evidence. *The International Journal of Accounting*, 49(4), pp.455–478.
- Gaio, C., 2010. The relative importance of firm and country characteristics for earnings

- quality around the world. *European Accounting Review*, 19(4), pp.693–738.
- Ge, W., 2009. Essays on real earnings management. Doctoral Thesis. Montreal, Canadá: McGill University.
- Givoly, D., Hayn, C.K. & Katz, S.P., 2010. Does public ownership of equity improve earnings quality? *The accounting review*, 85(1), pp.195–225.
- 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., 2005. What Are the Consequences of Real Earnings Management ?
- 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.
- Healy, P.M. & Wahlen, J.M., 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), pp.365–383.
- Jian, M. & Wong, T.J., 2010. Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies*, 15(1), pp.70–105.
- Liu, Q. & Lu, J.Z., 2003. Earnings management to tunnel: evidence from China’s listed companies. Working Paper, University of Hong Kong.
- Marques, M. & Rodrigues, L., 2009. A problemática do “earnings management” e suas implicações. *Jornal de Contabilidade da APOTEC*, pp.325–339.
- Mendes, C.A. & Rodrigues, L.L., 2006. Estudo de práticas de earnings management nas empresas portuguesas cotadas em bolsa: Identificação de alisamento de resultados e seus factores explicativos. *Tékhné-Revista de Estudos Politécnicos*, (5–6), pp.145–173.
- Mi, Z. & Wang, X., 2001. Agency cost and the crisis of China’s SOE. *China Economic Review*, 11(3), pp.297–317.

- Miranda, A.R.S. de, 2011. Estrutura de capitais das PME's portuguesas: análise do sector têxtil em Portugal. Tese de Mestrado da Universidade Católica Portuguesa.
- Miranda, V.A.C., 2014. Qualidade dos resultados e qualidade de auditoria nas empresas não cotadas europeias. Tese de Mestrado, Lisbon School of Economics and Management- ISEG.
- Mulford, C.W. & Comiskey, E.E., 2011. *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*, John Wiley & Sons.
- Musacchio, A., Lazzarini, S.G. & Aguilera, R. V, 2015. New varieties of state capitalism: Strategic and governance implications. *The Academy of Management Perspectives*, 29(1), pp.115–131.
- Nascimento, A.M. & Reginato, L., 2008. Divulgação da informação contábil, governança corporativa e controle organizacional: uma relação necessária. *Revista Universo Contábil*, 4(3), pp.25–47.
- Neves, S.C.I., 2016. Gestão de resultados e de capital no setor bancário em África. Tese de Mestrado, Lisbon School of Economics and Management- ISEG.
- Pereira, M.J.R. da C., 2009. Gestão de Resultados e Accruals. Tese de Mestrado da Universidade do Porto.
- Prior, D., Surroca, J. & Tribó, J.A., 2008. Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), pp.160–177.
- Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of accounting and economics*, 42(3), pp.335–370.
- Santos, F., 2016. Os Incentivos para Cometer Fraude nas Sociedades Anónimas Portuguesas. Tese de Mestrado, Lisbon School of Economics and Management-

ISEG.

Schipper, K., 1989. Commentary on Earnings Management. , 3(4 OP-Accounting Horizons. 3(4), pp.91-102.

Tang, F., Eller, C.K. & Wier, B., 2015. Reporting Frequency and Presentation Format: Detecting Real Activities Manipulation. *Journal of Information Systems*, 30(3), pp.63–77.

Taylor, G.K. & Xu, R.Z., 2010. Consequences of real earnings management on subsequent operating performance. *Research in accounting regulation*, 22(2), pp.128–132.

Van 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.

Viana, L., 2009. Manipulação de resultados contabilísticos. Artigo científico da Universidade do Porto.

Wang, L. & Yung, K., 2011. Do state enterprises manage earnings more than privately owned firms? The case of China. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7-8), pp.794–812.

Watts, R.L. & Zimmerman, J.L., 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, vol. LIII, n.º1, pp.112–134.

Xu, X. & Wang, Y., 1999. Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China economic review*, 10(1), pp.75–98.

Zamri, N., Abdul, R., et al., 2013. The Impact of Leverage on Real Earnings Management. *Procedia Economics and Finance*, 7(Icebr), pp.86–95.

Zamri, N., Rahman, R.A. & Isa, N.S.M., 2013. The impact of leverage on real earnings management. *Procedia Economics and Finance*, 7, pp.86–95.

Zgarni, I., Halioui, K. & Zehri, F., 2014. Do the characteristics of board of directors constrain real earnings management in Emerging Markets?-Evidence from the Tunisian Context. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 13(1), pp.46.

## 7. Anexos

## Anexo I - Distribuição da amostra por país

País	<i>SOE</i>		<i>NSOE</i>		Total da Amostra	
	Nº Empresas	Percentagem	Nº Empresas	Percentagem	Nº Empresas	Percentagem
Áustria	14	1,20%	349	2,47%	363	2,38%
Bélgica	41	3,51%	915	6,49%	956	6,26%
Bulgária	14	1,20%	131	0,93%	145	0,95%
Croácia	17	1,46%	158	1,12%	175	1,15%
República Checa	27	2,31%	352	2,50%	379	2,48%
Finlândia	38	3,26%	214	1,52%	252	1,65%
França	62	5,31%	2.464	17,47%	2.526	16,54%
Alemanha	369	31,62%	2.229	15,80%	2.598	17,01%
Itália	189	16,20%	3.656	25,92%	3.845	25,18%
Noruega	66	5,66%	638	4,52%	704	4,61%
Polónia	50	4,28%	187	1,33%	237	1,55%
Portugal	25	2,14%	347	2,46%	372	2,44%
Sérvia	31	2,66%	110	0,78%	141	0,92%
Eslovénia	20	1,71%	99	0,70%	119	0,78%
Espanha	84	7,20%	1.684	11,94%	1.768	11,58%
Suécia	73	6,26%	466	3,30%	539	3,53%
Suíça	47	4,03%	106	0,75%	153	1,00%
<b>Total</b>	1.167		14.105		15.272	

**Anexo II – Lista de setores de atividade da amostra**

<b>Código NAICS</b>		<b>Indústria</b>
1	11	Agricultura, silvicultura, pesca e caça
2	21	Indústrias extrativas
	22	Utilities - eletricidade e gás
	23	Construção
3	31 - 33	Transformador
4	42	Comércio por grosso
	44 - 45	Comércio a retalho
	48 - 49	Transporte e armazenamento
5	51	Informação
	54	Serviços profissionais, científicos e técnicos
	55	Gestão de empresas
	56	Serviços administrativos, de apoio e gestão de resíduos
6	61	Educação
	62	Cuidados de saúde e assistência social
7	71	Arte, entretenimento e recreação
	72	Hotelaria e restauração
8	81	Outros serviços (exceto administração pública)

**Anexo III - Distribuição da amostra por setor de atividade**

<b>NAICS</b>	<b>SOE</b>		<b>NSOE</b>		<b>Total da Amostra</b>	
	<b>Nº Empresas</b>	<b>Percentagem</b>	<b>Nº Empresas</b>	<b>Percentagem</b>	<b>Nº Empresas</b>	<b>Percentagem</b>
<b>1</b>	0	0,00%	147	1,04%	147	0,96%
<b>2</b>	478	40,96%	1.676	11,88%	2.154	14,10%
<b>3</b>	37	3,17%	4.560	32,33%	4.597	30,10%
<b>4</b>	180	15,42%	3.328	23,59%	3.508	22,97%
<b>5</b>	305	26,14%	3.419	24,24%	3.724	24,38%
<b>6</b>	123	10,54%	426	3,02%	549	3,59%
<b>7</b>	32	2,74%	438	3,11%	470	3,08%
<b>8</b>	12	1,03%	111	0,79%	123	0,81%
<b>Total</b>	1.167		14.105		15.272	

**Anexo IV – Estatísticas descritivas - SOE**

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
<i>Abnormal CFO</i>	7.176	0,032	0,044	0,156	0,797	- 0,763
<i>Size</i>	7.176	11,782	11,62	0,874	13,952	10,001
<i>Debt</i>	7.176	0,255	0,215	0,202	0,835	2,23e <sup>-8</sup>
<i>Growth</i>	7.176	0,05	0,029	0,243	2,774	- 0,729
<i>ROA</i>	7.176	0,013	0,01	0,037	0,229	- 0,21

**Anexo V – Estatísticas descritivas - NSOE**

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
<i>Abnormal CFO</i>	85.616	0,007	0,005	0,187	0,819	- 0,766
<i>Size</i>	85.616	11,63	11,514	0,726	13,953	10,001
<i>Debt</i>	85.616	0,226	0,189	0,196	0,836	3,87e <sup>-8</sup>
<i>Growth</i>	85.616	0,056	0,028	0,268	2,778	- 0,736
<i>ROA</i>	85.616	0,03	0,0577	0,0577	0,239	- 0,213

**Anexo VI - Matriz de Correlação de Pearson**

	<i>Abnormal CFO</i>	<i>Size</i>	<i>Debt</i>	<i>Growth</i>	<i>ROA</i>	<i>CrisisS</i>	<i>ListedS</i>
<i>Abnormal CFO</i>	1						
<i>Size</i>	-0,123***	1					
<i>Debt</i>	-0,159***	0,040***	1				
<i>Growth</i>	-0,143***	-0,027***	0,000	1			
<i>ROA</i>	0,221***	-0,069***	-0,244***	0,098***	1		
<i>CrisisS</i>	0,012***	0,012***	0,014***	0,007**	-0,041***	1	
<i>ListedS</i>	-0,004	0,045***	-0,005	0,001	-0,009***	0,064***	1

Nota: \*, \*\* e \*\*\* significância estatística a 10%, 5% e a 1%, respetivamente.