



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**GESTÃO DE RESULTADOS: *ACCRUALS* V.S.
OPERAÇÕES REAIS, COMPLEMENTARES OU
SUBSTITUTAS?**

ANA MARGARIDA DOS SANTOS DE OLIVEIRA

OUTUBRO-2017



LISBON
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
UNIVERSIDADE DE LISBOA

MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

**GESTÃO DE RESULTADOS: *ACCRUALS* V.S.
OPERAÇÕES REAIS, COMPLEMENTARES OU
SUBSTITUTAS?**

ANA MARGARIDA DOS SANTOS DE OLIVEIRA

ORIENTAÇÃO:

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

OUTUBRO-2017

Resumo

Este estudo pretende analisar se os gestores utilizam estratégias de gestão de resultados, nomeadamente, *real earnings management (REM)* e *accrual-based earnings management (AEM)*, de forma complementar ou substituta. Para tal, foi recolhida uma amostra final constituída por 510 empresas cotadas da União Europeia (U.E.) entre o ano de 2009 e o ano de 2016. Por forma a calcular *REM*, utilizou-se a metodologia desenvolvida por Roychowdhury (2006) e, para calcular *AEM*, seguiu-se o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995). Analisando a magnitude da gestão de resultados, os resultados sugerem que existe alguma evidência de que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma complementar pelas empresas cotadas da U.E.. Porém, considerando a direção da gestão de resultados, conclui-se que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma substituta pelas empresas cotadas da U.E..

Palavras-chave: Gestão de resultados, *real earnings management*, *accrual-based earnings management*

Abstract

This study analyses whether managers use earnings management strategies, namely, real earnings management (REM) and accrual-based earnings management (AEM), as complements or substitutes. Therefore, 510 listed firms of the European Union (EU) between 2009 and 2016 were gathered to form the final sample. To compute REM, we used the methodology developed by Roychowdhury (2006) and, to compute AEM, we followed the modified Jones model (Dechow et al., 1995). Analysing the magnitude of earnings management, the results suggest that it might exist some evidence that earnings management strategies, AEM and REM, are used in a complementary manner by EU listed companies. However, considering the direction of earnings management, we conclude that earnings management strategies, AEM and REM, are used in a substitute manner by EU listed companies.

Keywords: Earnings management, real earnings management, accrual-based earnings management

Agradecimentos

Agradeço à minha orientadora, Professora Doutora Cristina Gaio, pela sua orientação e envolvimento na elaboração deste trabalho, disponibilidade e prontidão na resposta a inquietações e dúvidas que surgiram e pela sua compreensão e sugestões propostas.

À minha família, nomeadamente aos meus pais, por todo o carinho, motivação e interesse demonstrado, não só durante estes meses de trabalho como também durante todo o meu percurso académico.

Aos meus amigos e colegas da faculdade, em especial ao Carlos Aguiar e ao Carlos Santos, pela ajuda, através de comentários reflexivos ao longo da realização deste trabalho e por todos os desafios que juntos ultrapassámos durante o mestrado.

Índice

Resumo	i
<i>Abstract</i>	ii
Agradecimentos	iii
Índice	iv
Índice de anexos	vi
Lista de abreviaturas	vii
1. Introdução	1
2. Revisão da literatura	4
2.1. Gestão de resultados	4
2.2. Estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i>	7
2.3. <i>AEM</i> e <i>REM</i> : Complementares ou substitutas	9
2.3.1. Evidência de complementaridade	10
2.3.2. Evidência de substituição	11
3. Dados e metodologia	15
3.1. Seleção e caracterização da amostra	15
3.2. Medição de <i>accrual-based earnings management</i>	16
3.3. Medição de <i>real earnings management</i>	18
3.4. Modelo empírico	22
3.4.1. Agregação das variáveis representativas da medida de <i>REM</i>	23
4. Análise de resultados	24
4.1. Estatísticas descritivas	24
4.2. Matriz de correlação	25
4.3. Análise de resultados: Magnitude da gestão de resultados	26
4.4. Análise de resultados: Direção da gestão de resultados	29
4.5. Análise de robustez	30

5. Conclusões	32
5.1. Síntese do estudo e principais conclusões	32
5.2. Limitações do estudo e sugestões para investigação futuras	33
6. Referências bibliográficas	35
7. Anexos	42

Índice de anexos

Anexo I – Composição da amostra por país	42
Anexo II – Composição da amostra por setor de atividade	42
Anexo III – Definição das variáveis independentes de controlo	43
Anexo IV - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo	45
Anexo V – Matriz de Correlação de <i>Pearson</i>	46
Anexo VI – Resultados obtidos dos modelos de regressão relativamente à magnitude da gestão de resultados.....	47
Anexo VII – Resultados obtidos dos modelos de regressão relativamente à direção da gestão de resultados	48
Anexo VIII – Resultados obtidos dos modelos de regressão incorporando $DisAccruals_{i,t-1}$, relativamente à magnitude da gestão de resultados.....	49
Anexo IX- Resultados obtidos dos modelos de regressão incorporando $DisAccruals_{i,t-1}$, relativamente à direção da gestão de resultados	50

Lista de abreviaturas

AEM – Accrual-based Earnings Management

CFO - Cash Flow from Operations

EU – European Union

REM – Real Earnings Management

SEO – Seasoned Equity Offering

SOX – Sarbanes-Oxley Act

U.E. – União Europeia

1. Introdução

Durante muito tempo, defendeu-se a ideia de que o único objetivo das empresas era gerar valor para os seus acionistas. Na segunda metade do século XX, Freeman (1984) afirmou que, para além dos interesses dos acionistas, a empresa deve ter em consideração os interesses de muitos outros intervenientes na sociedade, nomeadamente, os clientes, os fornecedores, os trabalhadores, os *media*, os organismos governamentais, os grupos políticos, os sindicatos, os concorrentes, entre outros, no momento da tomada de decisão.

Apesar deste autor defender que uma empresa se deve relacionar com o ambiente em que está inserida, desenvolvendo as suas atividades em prol da obtenção de bons resultados, tendo em conta a influência ou a forma como pode influenciar os restantes intervenientes, muitas empresas mantêm como um dos seus objetivos primordiais a maximização do valor para os acionistas e a minimização dos custos de agência que a sua atividade acarreta. Para que o capital da empresa aumente, é preciso que os investidores estejam dispostos a investir, graças à expectativa que têm de que a empresa terá um desempenho futuro positivo (Joosten, 2012). Neste sentido, as empresas têm interesse em relatar informação financeira que demonstre a sua capacidade de não só gerar resultados positivos e permanentes, como também de atingir as previsões dos analistas (Degeorge et al., 1999).

Ora, através da gestão de resultados, é possível aumentar artificialmente os resultados e as expectativas de crescimento dos mesmos, de maneira a formar uma expectativa de melhor desempenho futuro da empresa e aumentar, em última instância, o valor da mesma (Dechow et al., 2000; Healy & Palepu, 1993).

Segundo Roychowdhury (2006), as empresas podem gerir resultados efetuando desvios nas atividades normais de negócio, de maneira a alterar os *cash flows* das operações, isto é, podem aplicar estratégias de *real earnings management (REM)* para gerir resultados. Por outro lado, e de acordo com Healy e Wahlen (1999), as empresas podem alterar o nível de

accruals de forma a alcançar os resultados desejados, isto é, através da aplicação de estratégias de *accrual-based earnings management (AEM)* e da alteração dos julgamentos dos gestores é, também, possível gerir resultados. Como tal, ambas as estratégias de gestão de resultados remetem para a aplicação de estratégias de aumento/ diminuição dos resultados gerados no decorrer das atividades de negócio da empresa. Contudo, enquanto que as estratégias de *AEM* não têm influência sobre as atividades operacionais da empresa, as estratégias de *REM* afetam as atividades operacionais, podendo afetar igualmente o desempenho futuro da mesma (Gunny, 2010).

Ainda que exista uma grande abundância de estudos sobre esta temática, existem relativamente poucos estudos direcionados para a forma como as estratégias de gestão de resultados são utilizadas em empresas cotadas da União Europeia (U.E.).

Autores como Mizik e Jacobson (2007), Cohen e Zarowin (2010) e Chen et al. (2012) defendem nos seus estudos que a combinação de múltiplas estratégias de gestão de resultados poderá permitir alcançar objetivos estratégicos e atingir as previsões de resultados dos analistas de mercado. Porém, as investigações de outros autores corroboram a ideia de que os gestores utilizam as estratégias de gestão de resultados de forma substituta. Neste sentido, destaca-se o estudo de Zang (2012) no qual a autora revela que as estratégias de *AEM* e *REM* são substitutas depois do final do ano fiscal graças à sua índole sequencial, isto é, as estratégias de *REM* são utilizadas durante o ano fiscal e, no final do ano, é analisado o nível de utilização das mesmas, ajustando-se o nível de utilização das estratégias de *AEM* consoante o nível das práticas de *REM* anterior. Como tal, as estratégias de *AEM* e *REM* estabelecem entre si uma relação de substituição direta no final do ano fiscal, sendo que quando se verifica que o nível das práticas de *REM* é inesperadamente elevado, os gestores diminuirão o nível de práticas de *AEM* e vice-versa. Neste sentido, Joosten (2012) demonstrou que as empresas cotadas europeias aplicam estratégias de *REM* e *AEM* de forma substituta para diminuir os

resultados gerados.

Tendo em conta os estudos já realizados no âmbito desta temática, e o facto de as empresas cotadas da U.E. utilizarem ambas as estratégias de gestão de resultados na sua atividade normal, torna-se relevante averiguar se os gestores utilizam estratégias de *AEM* e *REM* de forma complementar ou substituta. Assim, o objetivo deste estudo é apurar de que forma as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas em empresas cotadas da U.E., isto é, se são aplicadas de forma complementar ou substituta.

Para tal, foi recolhida uma amostra de 510 empresas cotadas da U.E., para um período de 8 anos, entre o ano de 2009 e 2016. Para o cálculo da medida das estratégias de *AEM* foi seguido o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995), enquanto que para calcular a medida das estratégias de *REM* foi utilizada a metodologia de Roychowdhury (2006). De modo a que fosse possível analisar os efeitos de ambas as componentes das estratégias de *REM*, procedeu-se ao cálculo de uma variável agregada representativa do nível de utilização de estratégias de *REM*, através da construção de um *ranking* para as empresas da amostra.

Relativamente à magnitude da gestão de resultados, os resultados obtidos sugerem que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são usadas de forma complementar pelas empresas cotadas da U.E.. Este resultado pode demonstrar que as empresas optam por pôr em prática ambas as estratégias de gestão de resultados para obter o seu melhor efeito combinado e alcançar os seus objetivos. Contrariamente, e relativamente à direção da gestão de resultados, os resultados obtidos evidenciam que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma substituta pelas empresas cotadas da U.E.. Este resultado, estatisticamente mais robusto, vai de encontro ao facto de as empresas poderem estar sujeitas a restrições na sua tarefa de gestão de resultados e, como tal, optarem por aplicar uma estratégia diferente de gestão de resultados consoante a altura do ano fiscal em que se encontrem.

Diversos utilizadores de informação financeira e entidades normalizadoras e reguladoras poderão ter interesse neste estudo, sendo que o mesmo poderá contribuir para a literatura que analisa a forma como as estratégias de gestão de resultados, nomeadamente as estratégias de *AEM* e *REM*, são utilizadas no curso normal do negócio das empresas cotadas da U.E..

Após a presente introdução, este estudo reparte-se em cinco capítulos. O segundo capítulo diz respeito à revisão da literatura, no qual se definem os conceitos fundamentais, nomeadamente, os conceitos de gestão de resultados, estratégias de *AEM* e *REM*, bem como os estudos já realizados sobre o tema proposto. Seguidamente, é apresentado o capítulo referente à metodologia utilizada, incluindo uma breve caracterização dos dados amostrais e mensuração das variáveis em estudo. A análise empírica de resultados e respetiva discussão é feita no quarto capítulo e, por fim, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões e limitações do estudo, bem como algumas sugestões para investigação futuras.

2. Revisão da literatura

Nos últimos anos, tem-se assistido a um crescimento da literatura existente acerca da gestão de resultados e das diferentes estratégias, *AEM* e *REM*, que os gestores podem aplicar no âmbito das atividades de negócio da empresa. Ainda assim, existem poucos estudos disponíveis que incidam sobre a forma como ambas as estratégias de gestão de resultados são utilizadas por empresas cotadas da U.E.. Com o intuito de averiguar se os gestores utilizam estratégias de *AEM* e *REM* de forma complementar ou substituta, faz-se uma breve revisão da literatura sobre gestão de resultados, estratégias de *AEM* e *REM* e forma como estas são utilizadas.

2.1. Gestão de resultados

Durante muito tempo, as empresas atuavam conforme a teoria do acionista (Friedman, 1970), que defendia a ideia de que o seu principal objetivo era maximizar o valor para os acionistas, através do aumento do preço das ações, do aumento dos dividendos ou da melhoria

das suas posições financeiras na empresa. Contudo, na segunda metade do século XX, surgiu a teoria do *stakeholder*, que dava não só primazia ao cumprimento dos objetivos dos acionistas da empresa, como também à satisfação dos interesses dos restantes intervenientes na atividade da empresa. Esta teoria foi defendida por Freeman (1984) que afirma que, para além dos interesses dos acionistas, a empresa deve ter em consideração os interesses de muitos outros intervenientes na sociedade, nomeadamente, os clientes, os fornecedores, os trabalhadores, os *media*, os organismos governamentais, os grupos políticos, os sindicatos, os concorrentes, entre outros, no momento da tomada de decisão.

Ainda que este autor defenda que uma empresa deve interagir com o ambiente que a rodeia e no qual se insere, atuando estrategicamente para obter bons resultados e tendo em conta a influência ou a forma como pode afetar os restantes intervenientes, muitas empresas mantêm como um dos seus objetivos primordiais a maximização do valor para os acionistas, em consonância com a minimização dos custos de agência que a sua atividade acarreta. Para aumentar o capital da empresa, os investidores deverão ter incentivos a investir, isto é, deverão esperar um desempenho futuro positivo por parte da empresa (Joosten, 2012). Como tal, as empresas têm interesse em relatar informação financeira que demonstre resultados positivos e permanentes e capacidade para atingir as previsões dos analistas, de forma a atrair capital (Degeorge et al., 1999).

Segundo Healy e Wahlen (1999), existe gestão de resultados quando os gestores fazem julgamentos no âmbito do relato de informação financeira e de operações de estruturação de forma a alterar as demonstrações financeiras, com o objetivo de iludir alguns *stakeholders* acerca do verdadeiro desempenho económico da empresa ou com o intuito de alterar os resultados contratuais que estão dependentes dos números contabilísticos relatados.

Através da gestão de resultados, é possível aumentar artificialmente os resultados e as expectativas de crescimento dos mesmos, refletindo um melhor desempenho futuro da empresa

e aumentando, em última instância, o valor da mesma (Dechow et al., 2000; Healy & Palepu, 1993). No mesmo sentido, Burgstahler e Eames (2006) e Matsumoto (2002) demonstram que os gestores tomam iniciativas para evitar não só resultados negativos inesperados, mas também para conseguir cumprir ou superar as expectativas dos analistas. Também Brown et al. (1987) referem que os gestores têm incentivos para evitar resultados negativos inesperados, uma vez que tais resultados podem levar a revisões de preços negativas e fragilizar a reputação das empresas. Assim, Matsumoto (2002) revela que para atingir objetivos, os gestores podem optar por gerir resultados quando acreditam que os utilizadores de informação financeira não detetam as práticas de gestão de resultados executadas. Deste modo, os gestores podem aumentar os resultados, se estes estiverem aquém das expectativas, ou diminuí-los caso os tenham ultrapassado e consoante a estratégia adotada pela empresa.

Em conformidade com os estudos anteriores, outros autores afirmam que os gestores têm consciência das oportunidades para gerir resultados (Nelson et al., 2003; Nelson et al., 2002) e, normalmente, são recompensados por aplicarem estratégias de gestão de resultados que façam com que os objetivos dos analistas de mercado sejam atingidos ou ultrapassados (Myers et al., 2007). Por outro lado, podem optar por pôr em prática as estratégias de gestão de resultados de forma a reduzir resultados (Joosten, 2012) quando os objetivos forem ultrapassados, para que as expectativas dos diversos intervenientes de mercado não se alterem. Neste sentido, Becker et al. (2003) aferem que os auditores têm uma maior tendência para questionar os julgamentos e escolhas contabilísticas que aumentam os resultados, por oposição àquelas que diminuem os mesmos. Alternativamente, Chen et al. (2012) revelam que os gestores reportam resultados menores do que os verdadeiramente gerados quando as suas empresas enfrentam severas dificuldades e já estão a registar diversos prejuízos. Desta forma, os gestores preferem “guardar” os bons resultados para períodos de melhor desempenho e reportar todos os maus resultados num só período de atividade.

2.2. Estratégias de *AEM* e *REM*

De acordo com a literatura existente, os resultados são constituídos por *cash flows* das operações e por *accruals*, isto é, estimativas de *cash flows* futuros (Gaio, 2010), sendo que as empresas têm duas formas de gerir resultados (Joosten, 2012), isto é, através de estratégias de *AEM* e *REM*.

Segundo Zang (2012), existem muitos estudos sobre gestão de resultados através de estratégias de *AEM* (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989) mas só nos anos mais recentes é que se tem dado maior atenção à gestão de resultados conseguida através de estratégias de *REM* (Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006).

Schipper (1989) define estratégias de *AEM* como processos através dos quais o gestor altera as demonstrações financeiras, alterando as transações económicas que efetivamente ocorreram no curso normal do negócio da empresa. Paralelamente, Zang (2012) refere que as estratégias de *AEM* se consubstanciam na alteração de métodos contabilísticos ou estimativas calculadas no âmbito da realização de uma determinada transação retratada nas demonstrações financeiras. As estratégias de *AEM* incluem, por exemplo, a manipulação de receitas e despesas, a alteração das políticas adotadas de depreciação e valorização de ativos e quando se fazem más estimações das componentes do endividamento (Joosten, 2012). Com o intuito de ocultar o verdadeiro desempenho económico da empresa, se as estimativas para os *accruals* se revelarem enviesadas, então é evidente que foram aplicadas estratégias de *AEM* (Dechow et al., 2000; Healy & Wahlen, 1999).

De acordo com Roychowdhury (2006), as estratégias de *REM* são ações postas em prática pela gestão que desviam a empresa do curso normal do seu negócio, ainda que possam afetar negativamente o desempenho futuro da mesma, com o intuito de atingir os resultados estipulados, levando os *stakeholders* a acreditarem que os resultados foram obtidos no decorrer das atividades normais de negócio. Adicionalmente, Roychowdhury (2006) encontra

evidência de que os gestores utilizam estratégias de *REM* para evitar reportar anualmente perdas. As estratégias de *REM* incluem, por exemplo, descontos no preço para aumentar temporariamente as vendas, sobreprodução para relatar menores custos dos bens vendidos e redução das despesas discricionárias para aumentar as margens de negócio. Como tal, estes desvios podem ser praticados nas atividades operacionais e de investimento e, também, nas atividades de financiamento das empresas (Xu et al., 2007). Por outras palavras, as estratégias de *REM* podem ser definidas como ações postas em prática capazes de alterar os resultados e influenciar o relato de informação financeira, através da alteração do *timing* ou estrutura de uma atividade operacional, de investimento ou de financiamento e que poderão provocar consequências menos boas para o negócio (Dechow et al., 2000; Ewert & Wagenhofer, 2005; Zang, 2012).

Também Gunny (2005) conclui que as estratégias de *REM* têm um impacto negativo no desempenho operacional futuro de uma empresa, uma vez que os gestores estão dispostos a sacrificar *cash flows* futuros pelo aumento dos resultados no período corrente. Apoiando a afirmação anterior, Roychowdhury (2006) defende que as estratégias de *REM* permitem alcançar objetivos de curto prazo mas é improvável que contribuam para aumentar o valor da empresa no longo prazo, pois certas práticas realizadas no período corrente para aumentar os resultados poderão ter um efeito negativo nos *cash flows* de períodos futuros.

No entanto, e contrariamente aos estudos anteriores, Gunny (2010) demonstra que nem sempre a aplicação de estratégias de *REM* resulta num menor desempenho futuro. A autora evidencia que as empresas que atingem exatamente os resultados pretendidos através da utilização de estratégias de *REM* apresentam um melhor desempenho nos anos subsequentes, comparativamente com empresas que não utilizam estratégias de *REM* e não atingem ou alcançam exactamente os resultados desejados. Adicionalmente, Gunny (2010) defende que fazer gestão de resultados utilizando estratégias de *REM* não demonstra um comportamento

oportunista por parte dos gestores e poderá proporcionar benefícios que permitirão um melhor desempenho futuro ou sinalização dos mesmos.

Enquanto que as estratégias de *REM* alteram a execução de uma transação real a realizar durante o ano fiscal, as estratégias de *AEM* compreendem a alteração dos métodos contabilísticos ou estimativas de uma dada transação refletida nas demonstrações financeiras, durante ou após a conclusão do ano fiscal (Zang, 2012). A autora reforça ainda que ambas as estratégias de gestão de resultados são postas em prática pelos gestores na tentativa de aumentar ou diminuir os resultados, mas só as estratégias de *REM* afetam as atividades operacionais das empresas.

Estudando os dois tipos de estratégias de gestão de resultados, Bhojraj et al. (2009) encontram evidência de que as empresas que atingem as previsões dos analistas através da utilização de estratégias de *REM* e *AEM* apresentam um pior desempenho operacional e financeiro nos anos subsequentes, comparativamente com empresas que não alcançam as previsões dos analistas sem aplicarem as mesmas estratégias de gestão de resultados.

No entanto, Matsumoto (2002) alerta para a dificuldade de se fazer gestão de resultados. Por um lado, a informação financeira e as práticas contabilísticas são, frequentemente, alvo de escrutínio por parte dos auditores e dos membros do *board* e, por outro lado, como os *accruals* implicam a sua reversão nos períodos subsequentes, é improvável que os gestores optem por uma gestão de *accruals* contínua para aumentar sucessivamente os resultados em cada período.

2.3. *AEM* e *REM*: Complementares ou substitutas

Em conformidade com os estudos crescentes dedicados às estratégias de *AEM*, também a literatura centrada nas estratégias de *REM* tem vindo a aumentar, graças ao interesse crescente em averiguar o facto de as empresas aplicarem estratégias de *REM* para aumentar artificialmente os seus resultados (Cohen et al., 2008; Graham et al., 2005; Roychowdhury,

2006). Os gestores são incentivados a aplicar estratégias de *AEM* e de *REM* para gerir resultados porque se sentem pressionados pelos *stakeholders* para cumprir os objetivos estratégicos estipulados (Chen et al., 2012). Se existem incentivos para se fazer gestão de resultados, surge a questão de como é que os gestores optam por práticas de *AEM* e/ ou *REM*, isto é, se as estratégias de *AEM* e *REM* são complementares ou substitutas (Chen et al., 2012).

2.3.1. Evidência de complementaridade

Dada a existência de diversas estratégias de gestão de resultados, é provável que os gestores recorram a múltiplas estratégias ao mesmo tempo (Zang, 2012). O facto de as estratégias de gestão de resultados serem complementares implica que os gestores coordenem a utilização de diversas ferramentas de gestão de resultados, de forma a que a empresa suporte menos custos e ganhe mais benefícios e obtenha o melhor efeito desejado, seja ele o aumento ou a diminuição dos resultados num dado período (Chen et al., 2012).

Nesse sentido, Mizik e Jacobson (2007) referem que uma empresa pode optar por usar ambas as estratégias de gestão de resultados para obter o melhor efeito combinado e inflacionar os seus resultados. Já Cohen e Zarowin (2010), estudando a aplicação de ambas as estratégias de gestão de resultados em torno dos anos de *seasoned equity offering* (*SEO*), concluem que, nesses anos, as empresas utilizavam as estratégias de *AEM* e *REM* de forma complementar.

Por outro lado, Chen et al. (2012) aferem que a análise custo-benefício das diferentes estratégias de gestão de resultados faz com que os gestores alterem a prioridade de aplicação de uma estratégia em detrimento da outra mas não eliminem nenhuma opção de gestão de resultados disponível. Neste sentido, as estratégias de *REM* e *AEM* não são mutuamente exclusivas e a combinação de múltiplas estratégias pode permitir alcançar os mesmos objetivos. Os mesmos autores defendem ainda que, como uma gestão de resultados proeminente pode atrair maior escrutínio por parte dos auditores, reguladores e intervenientes

no mercado, é sensato afirmar que os gestores optam, em média, por apresentar uma magnitude de gestão de resultados mais baixa através da utilização de múltiplas estratégias, em lugar de uma magnitude de gestão de resultados mais elevada resultante da utilização de apenas um tipo de estratégia.

2.3.2. Evidência de substituição

O facto de as estratégias de gestão de resultados serem substitutas, implica que os gestores escolham a ferramenta de gestão de resultados que acarrete menos custos e mais benefícios em detrimento das restantes, excluindo a coordenação entre estratégias, de forma a gerar o melhor efeito desejado, seja ele o aumento ou a diminuição de resultados num dado período (Chen et al., 2012).

Deste modo, Barton (2002) evidencia que os desvios nas diversas atividades de negócio e os *accruals* discricionários são estratégias parcialmente substitutas no alisamento de resultados.

Por sua vez, Zang (2012) estudou a hipótese de as estratégias de *REM* e *AEM* serem utilizadas como métodos substitutos na gestão de resultados, sendo que a escolha entre as estratégias utilizadas provém da comparação dos custos relativos da aplicação de cada estratégia. Deste modo, Zang (2012) demonstra que as estratégias de *AEM* e *REM* são substitutas no final do ano fiscal graças à sua índole sequencial, isto é, as estratégias de *REM* são utilizadas durante o ano fiscal e, no final do ano, analisa-se o nível de utilização das mesmas e ajusta-se o nível de utilização das estratégias de *AEM* de acordo com o nível das práticas de *REM* anterior. Assim, as estratégias de *AEM* e *REM* estabelecem entre si uma relação de substituição direta no final do ano fiscal, sendo que quando se verifica que o nível das práticas de *REM* é inesperadamente elevado, os gestores irão diminuir o nível de práticas de *AEM* e vice-versa (Zang, 2012). Gunny (2010) reforça a ideia de que as estratégias de *AEM* deverão ser utilizadas no final do ano ou quadrimestre fiscal, sendo que os gestores

enfrentam incertezas quanto às práticas de gestão de resultados que o auditor permitirá.

Com base no estudo de Zang (2012), Joosten (2012) conclui que as empresas europeias cotadas aplicam estratégias de *REM* e *AEM* de forma substituta para diminuir resultados. Se no final do ano se verifica que as operações reais postas em prática durante o ano são superiores às que, no início, se esperava aplicar, ficando com resultados abaixo do que se pretendia, então passa-se a utilizar mais *accruals* para aumentar e, assim, alcançar os resultados pretendidos. Daí Joosten (2012) afirmar que as empresas escolhem utilizar estratégias de *REM* ou *AEM* quando desejam reduzir os resultados. Além disso, e de acordo com Zang (2012), o *trade-off* entre as estratégias de gestão de resultados é função dos custos relativos se as empresas sofrerem restrições associadas a cada uma das estratégias de gestão de resultados.

Por outro lado, Badertscher (2011) analisou em que medida é que o grau e a duração da sobrevalorização de uma empresa afetam a escolha das estratégias de gestão de resultados alternativas, isto é, estratégias de gestão de resultados alternativas que respeitam as normas contabilísticas, *REM* e *AEM*, e a própria violação das normas contabilísticas. Com este estudo, o autor revela que quanto maior é o tempo durante o qual uma empresa permanece sobrevalorizada, mais se faz gestão de resultados, de forma a atingir expectativas de desempenho irrealistas e, assim, manter a sobrevalorização. Adicionalmente, encontra evidência de que as empresas sobrevalorizadas optam por aplicar, inicialmente, estratégias de *AEM* até estarem sujeitas a demasiadas restrições quanto à utilização de estratégias de *AEM*, momento em que se transita para a aplicação de estratégias de *REM*, ainda que estas possam acarretar mais custos do que as anteriores. Como tal, Badertscher (2011) sugere que as estratégias de *AEM* e *REM* são substitutas, uma vez que as empresas optam por uma estratégia de gestão de resultados periodicamente, de forma a sustentar a sua sobrevalorização. É de notar que quando uma empresa tem restrições na sua tarefa de gestão de resultados, ou deixa

de fazer gestão de resultados ou opta por aplicar uma estratégia diferente de gestão de resultados (Ettredge et al., 2010). Por outras palavras, uma empresa que tenha restrições quanto à forma como gere os seus resultados, utiliza as estratégias de *AEM* e *REM* de forma substituta.

Em termos evolutivos, Cohen et al. (2008) estudaram a tendência de se fazer gestão de resultados antes e após a implementação do *Sarbanes-Oxley Act (SOX)*, em 2002, denotando que a aplicação de estratégias de *AEM* teve um grande crescimento no período que antecedeu a implementação do *SOX*, seguindo-se uma grande diminuição do uso das mesmas. No entanto, sugerem que as práticas de *REM* diminuíram no período que antecedeu a implementação do *SOX* mas aumentaram significativamente desde esse período, evidenciando uma transição de utilização das estratégias de *AEM* para as estratégias de *REM*. Como tal, e porque a aplicação de estratégias de *AEM* atrai um maior escrutínio por parte dos auditores e reguladores, existe evidência de que as estratégias de *AEM* aplicadas nas empresas que fazem gestão de resultados foram substituídas por estratégias de *REM*, após a implementação do *SOX*. Da mesma forma, os resultados demonstram que as empresas que atingem os objetivos de resultados põem em prática menos estratégias de *AEM* e mais estratégias de *REM* depois da implementação do *SOX*, comparativamente com empresas semelhantes no período que antecedeu a implementação do *SOX*. Também Gunny (2010) investigou a utilização de ambas as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, aferindo que as estratégias de *REM* estão positivamente associadas com o atingir de objetivos estratégicos.

Assim, são vários os autores (Bruns & Merchant, 1990; Graham et al., 2005) que sugerem que os gestores estão mais dispostos a fazer gestão de resultados através de estratégias de *REM*, ao invés da aplicação de estratégias de *AEM* porque, apesar de acarretarem maiores custos, são técnicas mais difíceis de detetar. Os gestores podem preferir utilizar estratégias

de *REM* em detrimento de estratégias de *AEM* porque tomar decisões contabilísticas agressivas envolvendo a gestão de *accruals* é caracterizada como uma medida mais arriscada em matéria de regulação e litígio (Gunny, 2010). Além disso, a empresa pode ter uma flexibilidade limitada quanto à gestão de *accruals*, pois as práticas de *AEM* estão condicionadas pelas operações de negócio da empresa e pelas práticas de *AEM* executadas em anos anteriores (Barton et al., 2002). Gunny (2010) reforça ainda que a utilização de estratégias de *REM* em detrimento das estratégias de *AEM* pode ser uma consequência de se caminhar para uma regulação contabilística mais restritiva quanto à liberdade de se fazerem julgamentos na tomada de decisões contabilísticas. No mesmo sentido, Ewert e Wagenhofer (2005) denotaram que a utilização de estratégias de *REM* aumenta quando os princípios contabilísticos são mais restritivos, tornando a utilização de estratégias de *AEM* mais difícil.

Porém, os gestores podem ter preferência pela prática de *AEM* por oposição a práticas de *REM*, já que as primeiras podem ser realizadas após o final do ano fiscal, quando a necessidade de gerir resultados é acrescida, enquanto que as práticas de *REM* deverão ser executadas antes do final do ano fiscal (Gunny, 2010). Também Payne e Robb (2000) encontraram evidência de que as empresas com resultados abaixo das expectativas dos analistas utilizam com maior frequência estratégias de *AEM* e Roychowdhury (2006) afirma que a presença de investidores sofisticados restringe a utilização de estratégias de *REM*.

Noutra perspetiva, Achleitner et al. (2014) examinaram os efeitos das empresas familiares na escolha de estratégias de *AEM* e *REM*, concluindo que as empresas familiares põem em prática menos estratégias de *REM* e utilizam mais estratégias de *AEM* para reduzir os seus resultados comparando com empresas não familiares. Além disso, evidenciaram que as empresas familiares utilizam as estratégias de *REM* e *AEM* como substitutas, e não como métodos complementares na gestão de resultados, uma vez que privilegiam a aplicação de estratégias que contribuam para a retenção do controlo da empresa na família e ao longo das

gerações (*AEM*) e evitam a aplicação de estratégias que levem ao consumo futuro de recursos reais e afetem negativamente o valor da empresa no longo prazo (*REM*).

Por fim, é importante ter em consideração que analisar apenas uma estratégia de gestão de resultados isoladamente, não explica o efeito geral das formas de gestão de resultados (Fields et al., 2001; Zang, 2012), isto é, se os gestores considerarem as estratégias de *REM* e *AEM* complementares ou substitutas, então a análise isolada de cada uma das estratégias não proporciona conclusões definitivas. Em particular, Joosten (2012) alerta que a análise isolada da utilização de estratégias de *AEM* não explica o efeito total das atividades de gestão de resultados, uma vez que as empresas cotadas europeias escolhem pôr em prática *AEM* ou *REM* para gerir resultados.

3. Dados e metodologia

3.1. Seleção e caracterização da amostra

Os dados da amostra foram retirados da base de dados Amadeus do Bureau Van Dijk, versão 14.07, durante o mês de Julho de 2017. Os dados foram recolhidos para um período de 8 anos, de 2009 a 2016, sendo que a amostra inicial era constituída por todas as empresas cotadas dos 28 Estados Membros da U.E., cujo ativo total no último ano de publicação dos dados (2016) não fosse inferior a 43 milhões de euros e que tivessem um mínimo de 250 trabalhadores¹. Seguidamente, foram excluídas as empresas pertencentes aos setores financeiro, uma vez que estas estão sujeitas a um sistema de contabilidade e regulamentação particular que torna problemática a estimação dos *accruals* discricionários para o cálculo da medida de *AEM* (Chen et al., 2012), e da administração pública². No mesmo sentido, excluíram-se as empresas para as quais se apresentava informação insuficiente para o cálculo

¹ Para a definição de grande empresa, teve-se como referência o número 1 do artigo 2º do anexo da Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003, no qual é definida a categoria de micro, pequenas e médias empresas.

² Para se diferenciarem os setores de atividade das empresas, utilizou-se a nomenclatura estatística para as atividades económicas usada na Comunidade Europeia, NACE Rev. 2.

das medidas de *AEM* e *REM*. Tendo como base o estudo de Gaio (2010), estabeleceu-se o limite mínimo de 5 empresas por país, daí se terem eliminado alguns países da análise, nomeadamente, Croácia, Eslováquia, Eslovénia, Itália e Polónia, porque não contemplavam o número de empresas requeridas. Por outro lado, eliminaram-se também alguns setores de atividade, nomeadamente, o setor da Agricultura, Silvicultura e Pesca, o setor das Atividades Imobiliárias, o setor da Educação e o setor das Outras Atividades de Apoio, uma vez que não integravam um número mínimo de 4 empresas com tais atividades de negócio, necessárias para se fazer a análise desejada (Cohen et al., 2008). Posteriormente, com o propósito de eliminar os efeitos eventualmente provocados por valores extremos, excluíram-se os *outliers* das variáveis contabilísticas, necessárias para o cálculo das medidas de *AEM* e *REM* e variáveis independentes, ou seja, retiraram-se os valores abaixo e o correspondente ao percentil 1 e os valores acima e o correspondente ao percentil 99.

Assim, a amostra final compreende 510 empresas, pertencentes a 7 países da U.E. e 13 setores de atividade, totalizando 4080 observações.

No Anexo I é apresentada a distribuição da amostra por país. Verifica-se que 28,63% das empresas que constituem a amostra são de França, 25,29% são do Reino Unido e 22,75% são da Alemanha.

No Anexo II é tabulada a composição da amostra por setor de atividade. Observa-se que a amostra é essencialmente constituída pelo setor das Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares (34,51%) e pelo setor das Indústrias Transformadoras (29,22%).

3.2. Medição de *accrual-based earnings management*

Com base em estudos anteriores, nomeadamente nos estudos de Dechow et al. (1995) e Zang (2012), também neste trabalho será utilizado o modelo de Jones modificado, que decompõe os *accruals* em *accruals* discricionários e não discricionários, para calcular o nível de utilização das estratégias de *AEM*.

Os *accruals* podem ser subdivididos em *accruals* não discricionários e discricionários. Enquanto que os *accruals* não discricionários não são influenciados pela tomada de decisão dos gestores, uma vez que provêm da normal atividade da empresa, os *accruals* discricionários podem ser geridos pelos gestores conforme os objetivos estratégicos estipulados para um determinado período.

Desta forma, o nível de *AEM* é determinado pela medida de *accruals* discricionários, em valor absoluto, calculada através do modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995), ajustando a variação das vendas tendo em conta a variação das receitas do mesmo período, com o intuito de ver reduzido o erro dos *accruals* discricionários correspondente às vendas, erro este que seria obtido mediante a aplicação do modelo de Jones (1991).

Dechow et al. (1995) propõem o cálculo dos *accruals* discricionários a partir da regressão dos *accruals* totais, tendo em conta o ano e setor de atividade de cada empresa, já que o nível de *accruals* depende do tipo de negócio da empresa, ou seja, estimou-se uma regressão *cross-sectional* para cada ano e setor de atividade. Assim, os *accruals* totais são expressos da seguinte forma:

$$Accruals_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} - Dep_{i,t} \quad (1)$$

Sendo que, $Accruals_{i,t}$ representa o total dos *accruals* do período t para a empresa i , $\Delta CA_{i,t}$ representa a variação do ativo corrente entre o período t e $t-1$, $\Delta CL_{i,t}$ representa a variação do passivo corrente entre o período t e $t-1$, $\Delta Cash_{i,t}$ representa a variação de caixa e equivalentes de caixa entre o período t e $t-1$ e $Dep_{i,t}$ representa as depreciações e amortizações do período t .

De seguida, e de forma a calcular os *accruals* discricionários, recorreu-se à regressão seguinte:

$$\frac{Accruals_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta Debtors_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Sendo que, β_1 , β_2 e β_3 correspondem aos parâmetros específicos de cada setor de atividade, $\Delta REV_{i,t}$ representa a variação das vendas no período t , $\Delta Debtors_{i,t}$ representa a variação de clientes no período t , $PPE_{i,t-1}$ representa o ativo fixo tangível no período t e $\varepsilon_{i,t}$ representa os resíduos obtidos entre o valor estimado pelo modelo e o valor efetivo no período t .

Conforme o estudo de Dechow et al. (1995), todos os termos da equação (2) são divididos pelo ativo total do período anterior ($A_{i,t-1}$) como forma de controlar as diferenças de dimensão das empresas da amostra recolhida, evitando-se problemas de heterocedasticidade.

Os *accruals* discricionários correspondem, então, aos resíduos da regressão (2), isto é:

$$DisAccruals_{i,t} = |\varepsilon_{i,t}| \quad (3)$$

3.3. Medição de *real earnings management*

Em conformidade com os estudos desenvolvidos por Cohen et al. (2008), Gunny (2010), Zang (2012) e Chen et al. (2012), também neste trabalho será utilizada a metodologia desenvolvida por Dechow et al. (1998) e implementada por Roychowdhury (2006), para calcular o nível de utilização das estratégias de *REM*.

Segundo Roychowdhury (2006), o nível de *REM* é obtido com base no cálculo de três métricas, isto é, através do *abnormal level* do *cash flow from operations (CFO)*, das despesas discricionárias e dos custos de produção.

Pelo facto de a base de dados Amadeus não apresentar informação suficiente para o cálculo das despesas discricionárias, optou-se por analisar apenas os *abnormal levels* do *CFO* e dos custos de produção.

De acordo com Roychowdhury (2006), os *abnormal levels* do *CFO* são gerados quando os gestores aumentam os descontos no preço dos produtos vendidos pela empresa ou oferecem condições de crédito mais favoráveis aos seus clientes, com o propósito de aumentarem as vendas durante um determinado ano. No entanto, este crescimento das vendas é apenas temporário, ou seja, quando se põem em prática as medidas acima mencionadas são

gerados maiores *cash flows* nesse período, que diminuem assim que a empresa restabelece a sua normal atividade.

O mesmo autor aponta também para o facto de se obterem *abnormal levels* dos custos de produção quando se produz uma quantidade superior à necessária, de forma a assegurar a procura esperada e na tentativa de aumentar os resultados. O aumento da produção proporciona uma maior distribuição dos custos fixos por um maior número de unidades produzidas, fazendo com que o custo fixo unitário reduza. Desta forma, os custos totais de produção irão sofrer uma diminuição se não houver qualquer aumento no custo marginal por unidade que supere a redução dos custos fixos unitários. Assim, a empresa terá um custo das vendas menor, possibilitando o relato de melhores margens operacionais.

Nos estudos de Roychowdhury (2006), Cohen et al. (2008) e Cohen e Zarowin (2010), defende-se que as empresas que apresentam menores *abnormal levels* de *CFO* utilizam com maior frequência as estratégias de *REM*, graças ao aumento de descontos no preço dos produtos vendidos ou à criação frequente de condições de crédito mais favoráveis para os clientes, de forma a acelerar as vendas num determinado ano. As empresas que apresentam maiores *abnormal levels* dos custos de produção utilizam, também, com maior frequência as estratégias de *REM*, pois os gestores aumentam a produção de forma a diminuírem os custos das vendas e aumentarem as suas margens operacionais num determinado ano.

O cálculo do *normal level* do *CFO* e dos custos de produção foi feito com base no método desenvolvido por Dechow et al. (1998), utilizado no estudo de Roychowdhury (2006).

Para a estimação de cada modelo correspondente a cada uma das métricas de *REM* recorreu-se a uma regressão *cross-sectional* para cada ano e setor de atividade.

Tal como Roychowdhury (2006) afirma, os *abnormal levels* do *CFO* e dos custos de produção correspondem aos desvios dos níveis normais das mesmas métricas calculados para cada empresa e por ano.

O *normal level* do *CFO* é expresso através de uma função linear das vendas e da variação das vendas num determinado período, tendo sido calculado como se segue:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Sendo que, $CFO_{i,t}$ representa o *cash flow from operations* no período t da empresa i, $S_{i,t}$ representa as vendas totais no período t, $\Delta S_{i,t}$ representa a variação das vendas totais entre o período t e t-1 e $\varepsilon_{i,t}$ representa o resíduo da estimativa no período t.

Conforme o estudo de Roychowdhury (2006), os termos dependente e independentes da equação (4) são divididos pelo ativo total do período anterior ($A_{i,t-1}$) para que seja possível controlar as diferenças de dimensão das empresas da amostra recolhida. No mesmo sentido, e de forma a controlar as diferenças ao nível da atividade de negócio, os coeficientes da equação (4) foram estimados conforme o setor de atividade de cada empresa que constitui a amostra.

O *actual CFO* foi calculado da seguinte forma:

$$Actual\ CFO_{i,t} = NI_{i,t} - (\Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} - \Delta Cash_{i,t} + \Delta Debt_{i,t} - Dep_{i,t}) \quad (5)$$

Sendo que, $NI_{i,t}$ representa o resultado líquido no período t, $\Delta CA_{i,t}$ representa a variação do ativo corrente entre o período t e t-1, $\Delta CL_{i,t}$ representa a variação do passivo corrente entre o período t e t-1, $\Delta Cash_{i,t}$ representa a variação de caixa e equivalentes de caixa entre o período t e t-1, $\Delta Debt_{i,t}$ representa a variação da parcela de endividamento de curto prazo incluída no passivo corrente entre o período t e t-1 e $Dep_{i,t}$ representa as depreciações e amortizações do período t.

De acordo com Roychowdhury (2006), o *abnormal level* do *CFO* é obtido através da subtração entre o *actual CFO*, expresso pela equação (5), e o *normal level* do *CFO*, expresso pela equação (4), em valor absoluto, isto é:

$$Abnormal_CFO_{i,t} = |Actual\ CFO_{i,t} - CFO_{i,t}| \quad (6)$$

Com base no estudo de Dechow et al. (1998), o *normal level* dos custos das vendas é expresso através de uma função linear das vendas atuais num determinado período, tendo sido estimado da seguinte forma:

$$\frac{COGS_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

Sendo que, $COGS_{i,t}$ representa o custo das vendas no período t.

Uma vez que a base de dados Amadeus não continha o custo das vendas para grande parte das empresas incluídas na amostra recolhida, e por forma a não diminuir significativamente o número de observações da mesma, o custo das vendas foi determinado, segundo Burgstahler e Eames (2006), da seguinte forma:

$$Actual\ COGS_{i,t} = S_{i,t} - OI_{i,t} \quad (8)$$

Sendo que, $OI_{i,t}$ representa o resultado operacional no período t.

De acordo com Dechow et al. (1998), o *normal level* do crescimento do inventário é expresso através de uma função linear das vendas atuais, tendo sido determinado da seguinte forma:

$$\frac{\Delta INV_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

Sendo que, $\Delta INV_{i,t}$ representa a variação do inventário entre o período t e t-1.

Já o *actual level* do crescimento do inventário foi determinado da seguinte forma:

$$Actual\ \Delta INV_{i,t} = Stock_{i,t} - Stock_{i,t-1} \quad (10)$$

Sendo que, $Stock_{i,t}$ representa o inventário no período t.

Assim, o *normal level* dos custos de produção é estimado através das equações (7) e (9), como se segue:

$$\frac{PROD_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta S_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta S_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (11)$$

Sendo que, $PROD_{i,t}$ representa os custos de produção no período t.

Segundo Roychowdhury (2006), o *actual* custo de produção é calculado da seguinte forma:

$$Actual\ PROD_{i,t} = Actual\ COGS_{i,t} + Actual\ \Delta INV_{i,t} \quad (12)$$

Neste sentido, o *abnormal level* dos custos de produção é obtido através da subtração entre o *actual* custo de produção, expresso pela equação (12), e o *normal level* dos custos de produção, expresso pela equação (11), em valor absoluto, isto é:

$$Abnormal_PROD_{i,t} = |Actual\ PROD_{i,t} - PROD_{i,t}| \quad (13)$$

3.4. Modelo empírico

O objetivo deste estudo é averiguar de que forma as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas em empresas cotadas da U.E., isto é, se são aplicadas de forma complementar ou substituta, entre os anos 2009 e 2016. Para tal, foi utilizado o programa estatístico SPSS, versão 24.

Para responder à questão de investigação, desenvolveu-se uma equação cuja variável dependente é *DisAccruals_{i,t}*, correspondente ao valor absoluto dos *accruals* discricionários da empresa *i* no período *t* e que representa a medida de *AEM*, determinada com base no estudo de Dechow et al. (1995) como referido na secção anterior. As variáveis independentes de interesse *Abnormal_CFO_{i,t}* e *Abnormal_PROD_{i,t}* correspondem ao *abnormal level* do *CFO* da empresa *i* no período *t* e ao *abnormal level* dos custos de produção da empresa *i* no período *t*, respetivamente, e constituem a medida de *REM* em valor absoluto.

No Anexo III são apresentadas as restantes variáveis independentes e respetiva definição, referência a estudos anteriores que sustentam a sua escolha e o comportamento esperado nos resultados de cada uma das variáveis.

É de notar que foi ponderada a decisão de acrescentar uma variável correspondente ao nível de *accruals* discricionários praticado pela empresa *i* no período anterior (*t-1*) (*DisAccruals_{i,t-1}*) relativamente ao período presente (*t*). Segundo Chen et al. (2012), a

utilização de estratégias de *AEM* no período corrente está positivamente associada com a utilização de estratégias de *AEM* no período precedente, sugerindo uma utilização de estratégias de gestão de resultados estrategicamente consistente. No entanto, Zang (2012) afirma que quanto maior for o nível de *accruals* discricionários do período anterior, maiores serão os custos de se utilizarem estratégias de *AEM* no período corrente, defendendo que esta variável apresenta uma associação negativa com *AEM*. Assim, esta variável poderia apresentar uma associação positiva ou negativa com *AEM*, mas o facto de os coeficientes de correlação de *Pearson* entre esta variável e as restantes variáveis independentes não se terem verificado estatisticamente significativos fez com que esta variável fosse excluída do modelo empírico expresso de seguida. Porém, com base na literatura consultada, e mais adiante neste trabalho, adicionar-se-á a variável $DisAccruals_{i,t-1}$ ao modelo empírico por forma a realizar uma análise de robustez.

3.4.1. Agregação das variáveis representativas da medida de *REM*

Como mencionado anteriormente, o nível de utilização de estratégias de *REM* neste estudo é obtido com base no cálculo de duas métricas, isto é, através do *abnormal level* do *CFO* e dos custos de produção. Por forma a analisar os efeitos de ambas as componentes das estratégias de *REM*, optou-se por calcular uma variável agregada representativa do nível de utilização de estratégias de *REM*, $REM_{i,t}$. De acordo com Gaio (2010), para calcular a variável agregada $REM_{i,t}$, elaborou-se o *ranking* das empresas da amostra de 0 a 100, para cada uma das métricas anteriores, $Abnormal_CFO_{i,t}$ e $Abnormal_PROD_{i,t}$. O nível de utilização de estratégias de *REM* da empresa *i* no período *t*, $REM_{i,t}$, foi obtido através do cálculo da média de cada *ranking* de ambas as variáveis $Abnormal_CFO_{i,t}$ e $Abnormal_PROD_{i,t}$ para cada empresa. Quanto maior for o *ranking* de uma empresa, maior será o nível de utilização de estratégias de *REM* por essa empresa.

Assim, foi estimado o seguinte modelo empírico:

$$\begin{aligned} DisAccruals_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 REM_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 Growth_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \\ & \alpha_5 Debt_{i,t} + \alpha_6 Big4_{i,t} + \alpha_7 Country_i + \alpha_8 Industry_i + \alpha_9 Year_t + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (14)$$

Sendo que $REM_{i,t}$ é a variável agregada que representa o nível de utilização de estratégias de *REM* da empresa i no período t e que substitui as variáveis independentes $Abnormal_CFO_{i,t}$ e $Abnormal_PROD_{i,t}$.

Ora, se $\alpha_1 > 0$ então é expectável que as estratégias de *AEM* e *REM* sejam utilizadas de forma complementar pelas empresas da amostra, quando estas fazem gestão de resultados. Alternativamente, se $\alpha_1 < 0$ então espera-se que as estratégias de *AEM* e *REM* sejam utilizadas de forma substituta pelas mesmas empresas.

4. Análise de resultados

4.1. Estatísticas descritivas

O Anexo IV apresenta as estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes do modelo empírico, de modo a que se proceda a uma análise geral dos dados da amostra.

Em termos absolutos, as empresas que constituem a amostra registaram um valor médio de *accruals* discricionários (*DisAccruals*) de 0,7007 e mediana de 0,5332. Relativamente às parcelas que compõem a gestão de resultados por operações reais, verificou-se que as empresas analisadas apresentam um valor médio de 0,0943, relativamente ao *abnormal level* do *CFO* (*Abnormal_CFO*), e mediana de 0,0897, e um valor médio de 0,9594, relativamente ao *abnormal level* dos custos de produção (*Abnormal_PROD*), sendo a mediana de 0,8858.

O valor médio dos *accruals* discricionários com sinal (*DisAccruals_S*) das empresas analisadas foi de -0,0007 e mediana de 0,0265. Contrariamente ao que Joosten (2012) afirma, esta mediana positiva poderá indicar que o nível dos *accruals* discricionários efetivamente realizado pelas empresas é maior do que o nível esperado, o que implica que as empresas usam *accruals* discricionários para aumentar os seus resultados. Já o valor médio dos *abnormal levels* do *CFO* com sinal (*Abnormal_CFO_S*) das empresas que compõem a

amostra tomou o valor de 0,0938 e mediana de 0,0897, enquanto que o valor médio dos *abnormal levels* dos custos de produção com sinal (*Abnormal_PROD_S*) foi de 0,9594 e mediana 0,8858. De acordo com os resultados de Joosten (2012), as medianas positivas também aqui verificadas poderão indicar que as empresas em análise fazem gestão de resultados através de operações reais para aumentarem os seus resultados. Assim, podemos estar sobre uma evidência preliminar de complementaridade entre a gestão de resultados feita através de *accruals* e através de operações reais.

Em média, as empresas que compõem a amostra apresentam uma taxa de crescimento anual das vendas de, aproximadamente, 5,22%, uma rendibilidade líquida do ativo de cerca de 4,79%, consistente com o estudo de Zang (2012), e um rácio de endividamento de, aproximadamente, 19,86%, valor relativamente mais baixo do que o obtido em estudos anteriores (Chen et al., 2012; Burgstahler & Eames, 2006) mas muito semelhante ao valor obtido por Badertscher (2011). Consistente com os resultados de Chen et al. (2012), cerca de 81,37% das empresas da amostra são auditadas por uma das *Big4*.

4.2. Matriz de correlação

No Anexo V são apresentados os coeficientes de correlação de *Pearson* entre as variáveis utilizadas no modelo empírico. Dado que as correlações são inferiores a 0,38, espera-se que não surjam problemas de multicolinearidade. Verifica-se que existe uma correlação relativamente elevada entre as variáveis *Big4* e *Size* de 0,359 e entre as variáveis *Debt* e *ROA* de -0,355. Como tal, espera-se que as empresas auditadas por uma empresa das *Big4* tenham uma maior dimensão e que as empresas mais endividadas tenham a si associadas um nível de rendibilidade líquida mais baixo, respetivamente.

A variável dependente em valor absoluto está positivamente correlacionada com as variáveis *Abnormal_CFO*, *Abnormal_PROD* e *Growth* e negativamente correlacionada com as variáveis *Size* e *ROA*. Tal sugere que as empresas que fazem gestão de resultados através

de estratégias de *REM* e que apresentam uma taxa de crescimento anual das vendas elevada estão associadas a um nível de utilização de *accruals* discricionários elevado. Por sua vez, as empresas de maior dimensão e com maior rentabilidade estão associadas a um nível de utilização de *accruals* discricionários mais baixo.

Pelo contrário, se se analisar a variável dependente com sinal, verifica-se que esta está positivamente correlacionada com as variáveis *ROA* e *Growth*, estando, por sua vez, negativamente correlacionada com as variáveis *Abnormal_CFO_S*, *Abnormal_PROD_S*, *Debt* e *Big4*. Estes resultados indicam que as empresas mais rentáveis e com taxas de crescimento mais elevadas tendem a fazer gestão de resultados para aumentar os seus resultados. Já as empresas que fazem gestão de resultados através de estratégias de *REM*, auditadas por uma das *Big4* e mais endividadas tendem a fazer gestão de resultados para diminuir os resultados.

4.3. Análise de resultados: Magnitude da gestão de resultados

O Anexo VI mostra os resultados das regressões lineares estimadas para a medida de *AEM*, expressa pela variável *DisAccruals*, em valor absoluto, incorporando (ou não) variáveis *dummy* para cada país, setor e ano. As colunas de (1) a (8) apresentam os coeficientes para cada variável independente, sendo que por baixo de cada coeficiente se encontra a respetiva estatística *t*.

Analisando a variável independente de interesse em termos de magnitude da gestão de resultados, *REM*, verifica-se que esta apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 10% nas colunas (6) e (7), havendo alguma evidência estatística de que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma complementar pelas empresas cotadas da U.E.. Este resultado está em conformidade com os estudos de Mizik e Jacobson (2007) e Chen et al. (2012). Além disso, este resultado está também de acordo com Zang (2012) que refere que a utilização de estratégias de *AEM*

está positivamente associada à utilização de estratégias de *REM* quando aumentam os incentivos à gestão de resultados, suportando a hipótese de complementaridade.

De uma forma geral, pode-se afirmar que a maioria das variáveis de controlo incluídas no modelo são estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, 5% ou 10% e independentemente da combinação de variáveis *dummy* efetuada.

De facto, apenas a variável de controlo *Debt* revelou não ser estatisticamente significativa em todas as especificações do modelo. Ainda assim, a variável *Debt* apresentou um coeficiente positivo e estatisticamente significativo na maioria das situações, evidenciando que o montante do endividamento está positivamente associado com a utilização de estratégias de *AEM*. Este resultado está de acordo com Burgstahler e Eames (2006) que sugerem que empresas mais endividadas tendem a usar mais estratégias de gestão de resultados.

Relativamente à variável *Size*, esta mostrou ser negativa e estatisticamente significativa a 1%, significando que empresas de maiores dimensões apresentam menores níveis de *AEM* em valor absoluto, tal como Boone et al. (2010) defenderam.

No que diz respeito à variável *Growth*, observou-se que esta obteve um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a 5% em todos os casos, com excepção de se ter revelado estatisticamente significativo a um nível de 1% na coluna (8). Este resultado indica que quanto maior for a taxa de crescimento de uma empresa, maior é o nível de utilização de estratégias de *AEM*, tal como evidenciado por Datta et al. (2013) e Boone et al. (2010).

Quanto à rendibilidade do ativo, a variável *ROA* apresentou um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a 1% de significância, o que vai de encontro com a literatura analisada, nomeadamente com os estudos de Zang (2012), que refere que empresas com menor rendibilidade fazem mais gestão de resultados.

É de notar que todas as variáveis de controlo mencionadas até aqui apresentaram coeficientes cujo sinal corrobora a literatura. Contudo, o mesmo não se verifica com a variável referente à auditoria da empresa, *Big4*. Ora, esperava-se que o coeficiente da variável *Big4* se mostrasse negativo e que, segundo Chen et al. (2012) e Zang (2012), empresas auditadas pelas *Big4* apresentassem menores níveis de *AEM*. No entanto, o coeficiente desta variável mostrou-se positivo e estatisticamente significativo, o que significa que as empresas auditadas pelas *Big4* apresentam maiores níveis de *AEM*. Embora se esperasse um resultado contrário, esta conclusão está de acordo com Francis et al. (1999) que defendem que empresas que utilizam mais estratégias de *AEM* têm uma maior tendência para praticar uma gestão de resultados mais agressiva e oportunista e, por esse motivo, têm um maior incentivo para contratar empresas *Big4* de forma a assegurar a credibilidade e veracidade do reporte de informação financeira.

Analisando o valor do R^2 , pode-se concluir que a variação do *DisAccruals* em valor absoluto pode ser explicada em cerca de 3,52% quando se observa a regressão da coluna (8) que incorpora as demais variáveis *dummy* referidas. Realça-se o facto de o valor do R^2 ser bastante reduzido, algo que ocorre com frequência neste tipo de estudos (Arun et al., 2015) e que, ainda assim, vale a pena analisar e testar diversas regressões, controlando as características do país, setor e ano na utilização de estratégias de *AEM*, isto é, incluindo na análise as variáveis *dummy* para cada país, setor e ano, respetivamente, uma vez que o R^2 varia de 1,13% (sem qualquer variável *dummy* – Coluna (1)) a 3,52% (com todas as variáveis *dummy* – Coluna (8)).

Por fim, observando o *p-value* da estatística F das diversas colunas, pode-se afirmar que, conjuntamente, as variáveis incluídas no modelo utilizado são estatisticamente significativas para explicar a variação da medida de *AEM*, uma vez que se rejeita a hipótese da nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas.

4.4. Análise de resultados: Direção da gestão de resultados

O Anexo VII mostra os resultados das regressões lineares estimadas para a medida de *AEM*, expressa pela variável *DisAccruals_S*, incorporando (ou não) variáveis *dummy* para cada país, setor e ano. Tal como na análise anterior, as colunas de (1) a (8) apresentam os coeficientes para cada variável independente e respetivas estatísticas *t*.

Analisando, uma vez mais, a variável independente de interesse, *REM_S*, verifica-se que esta, contrariamente ao sucedido anteriormente, apresenta agora um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 1%, independentemente da combinação de variáveis *dummy* adicionadas à regressão. Este resultado revela existir evidência estatística de que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma substituta pelas empresas cotadas da U.E., isto é, analisando as variáveis *DisAccruals*, *Abnormal_CFO* e *Abnormal_PROD* em termos de direção da gestão de resultados, já se prevê que a utilização das estratégias de gestão de resultados se faça de forma substituta, como Badertscher (2011), Joosten (2012) e Zang (2012) evidenciam nos seus estudos. É de realçar que este resultado contraria a conclusão preliminar obtida com a análise das estatísticas descritivas feita anteriormente.

Ao observar os coeficientes das variáveis de controlo, verifica-se que as variáveis *Size* e *Growth* obtiveram um coeficiente negativo e positivo, respetivamente, conforme o esperado, ainda que tenham deixado de ser estatisticamente significativos.

No que diz respeito à variável do endividamento, observa-se que a variável *Debt* passou a ser negativa, algo reforçado por Datta et al. (2013) e Chen et al. (2012) que denotam que empresas com um maior nível de endividamento fazem gestão de resultados de forma descendente, isto é, para diminuir os seus resultados. Contudo, também esta variável se revelou estatisticamente não significativa a qualquer nível de significância considerado.

Relativamente à rendibilidade do ativo, a variável *ROA* apresenta agora um coeficiente

positivo e estatisticamente significativo ao nível de 1%, resultado este que não se mostra consensual com o resultado esperado mas que está de acordo com Carlson e Bathala (1997) e Chen et al. (2012) que sugerem que uma elevada *performance* operacional está associada à utilização de estratégias de *AEM* para aumentar os resultados.

Quanto à auditoria da empresa, verifica-se que o coeficiente da variável *Big4* é agora negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 1%, resultado este que está em conformidade com os estudos de Chen et al. (2012), Zang (2012), Badertscher (2011) e Barton (2002) que defendem que empresas auditadas pelas *Big4* fazem gestão de resultados a fim de reduzir os seus resultados.

Analisando o valor do R^2 , conclui-se que a variação do *DisAccruals_S* pode ser explicada em cerca de 4,21% quando se observa a regressão da coluna (8) que incorpora as demais variáveis *dummy* referidas. Realça-se o facto de o valor do R^2 ter aumentado comparativamente à regressão anterior relativa à magnitude da gestão de resultados mas, ainda assim, ser bastante reduzido.

Por fim, rejeita-se igualmente a hipótese da nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, uma vez que o *p-value* da estatística F das diversas colunas é nulo, significando que as variáveis incluídas no modelo utilizado são estatisticamente significativas para explicar a variação da medida de *AEM*.

4.5. Análise de robustez

Em conformidade com o estudo de alguns autores (por exemplo, Chen et al. (2012) e Zang (2012)), e por forma a testar se o efeito do nível de *accruals* discricionários praticado no período anterior influencia a forma como as empresas cotadas da U.E. utilizam as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, adicionou-se ao modelo base (Equação (14)) a variável *DisAccruals_{i,t-1}*. No Anexo VIII e Anexo IX encontram-se os resultados obtidos aquando a análise da magnitude da gestão de resultados e da direção da gestão de resultados,

respetivamente.

Atendendo aos resultados do Anexo VIII, observa-se que estes se revelaram semelhantes aos da primeira análise de resultados efetuada. De facto, e analisando a variável independente de interesse, *REM*, em termos de magnitude da gestão de resultados, verifica-se que esta apresenta novamente um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 10% nas colunas (6) e (7), o que demonstra existir alguma evidência estatística de que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma complementar pelas empresas cotadas da U.E.. Este resultado está em conformidade com os estudos de Mizik e Jacobson (2007) e Chen et al. (2012).

Relativamente à variável $DisAccruals_{i,t-1}$, obteve-se um coeficiente positivo e estatisticamente significativo a um nível de 1%, independentemente da combinação de variáveis *dummy* efetuada. Tal significa que, relativamente à magnitude da gestão de resultados, a utilização de estratégias de *AEM* no período corrente está positivamente associada com a utilização de estratégias de *AEM* no período precedente, e que quanto maior for a utilização de estratégias de *AEM* no período precedente, maior será o nível de *AEM* no período corrente.

Atendendo agora aos resultados do Anexo IX, conclui-se que estes se revelaram semelhantes aos obtidos anteriormente. A variável independente de interesse, *REM_S*, apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a um nível de significância de 1%, independentemente da combinação de variáveis *dummy* adicionadas à regressão. Tal sugere que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma substituta pelas empresas cotadas da U.E., isto é, analisando as variáveis *DisAccruals*, *Abnormal_CFO* e *Abnormal_PROD* em termos de direção da gestão de resultados, prevê-se que a utilização das estratégias de gestão de resultados se faça de forma substituta, tal como evidenciado nos estudos de Badertscher (2011), Joosten (2012) e Zang (2012).

No que diz respeito à variável $DisAccruals_{S_{i,t-1}}$, o coeficiente negativo e estatisticamente significativo a 1%, independentemente da combinação de variáveis *dummy* efetuada, indica que a utilização de estratégias de *AEM* no período corrente está, neste caso, negativamente associada com a utilização de estratégias de *AEM* no período precedente, resultado que está em conformidade com o estudo de Zang (2012). Isto significa que quanto maior for a utilização de estratégias de *AEM* no período precedente, maior será a tendência para as empresas porem em prática estratégias de *AEM* de forma a diminuir os resultados.

É de notar que se observa um aumento do R^2 nos resultados do Anexo VIII e Anexo IX, sendo que este registou um valor que variou entre 4,55% (Coluna (1)) e 6,12% (Coluna (8)) e um valor que variou entre 4,09% (Coluna (1)) e 4,99% (Coluna (8)), respetivamente. Por fim, pode-se afirmar que as regressões constituídas incorporando a variável $DisAccruals_{i,t-1}$ são válidas para explicar o nível de *AEM*, uma vez que se rejeita a hipótese da nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis independentes.

5. Conclusões

5.1. Síntese do estudo e principais conclusões

Neste estudo, procurou-se averiguar de que forma é que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas por empresas cotadas da U.E., isto é, se são aplicadas de forma complementar ou substituta, no curso normal da sua atividade de negócio, utilizando uma amostra constituída por 510 empresas entre o ano de 2009 e o ano de 2016.

Neste sentido, utilizou-se a metodologia desenvolvida por Roychowdhury (2006) para calcular o nível de *REM*, sendo que para calcular *AEM*, seguiu-se o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995). Assim, foi possível definir um modelo empírico cuja variável dependente e independente de interesse foi o nível de *AEM* e o nível de *REM*, respetivamente.

Os resultados sugerem que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, em termos de intensidade, são utilizadas de forma complementar pelas empresas analisadas, o que evidencia que os gestores optam por pôr em prática ambas as estratégias de gestão de resultados para obter o seu melhor efeito combinado e alcançar os seus objetivos, como defendem Chen et al. (2012) e Mizik e Jacobson (2007) nos seus estudos. Contudo, em termos de direção da gestão de resultados, conclui-se que as estratégias de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, são utilizadas de forma substituta pelas mesmas empresas. Este resultado está em conformidade com Badertscher (2011), Joosten (2012) e Zang (2012) que defendem que se as empresas estão sujeitas a restrições na sua tarefa de gestão de resultados, optam por aplicar uma estratégia diferente de gestão de resultados consoante a altura do ano fiscal em que se encontrem.

Análises adicionais sugerem ainda que o efeito do nível de gestão de resultados do ano anterior está relacionado com o nível praticado no ano corrente, apesar de não alterar a relação de complementaridade e de substituição verificada entre *AEM* e *REM*.

Estes resultados poderão contribuir para a literatura que analisa a forma como as estratégias de gestão de resultados são usadas no curso normal do negócio das empresas cotadas da U.E., sendo que diversos utilizadores de informação financeira e entidades normalizadoras e reguladoras poderão ter interesse neste estudo aquando o seu trabalho de análise e crítica a este tipo específico de empresas.

5.2. Limitações do estudo e sugestões para investigação futuras

A primeira limitação identificada com este estudo prende-se com o facto de a base de dados Amadeus não ter informação suficiente para o cálculo das despesas discricionárias (Roychowdhury, 2006), o que fez com que o nível de *REM* fosse obtido com base no cálculo de apenas duas métricas, os *abnormal levels* do *CFO* e dos custos de produção.

Adicionalmente, pode-se apontar o facto de a análise dos efeitos do nível de *REM*, composto por duas métricas, no nível de *AEM* poder ser problemática, uma vez que os *abnormal levels* do *CFO* e dos de produção poderão ter sinais diferentes e originar associações distintas com o nível de *AEM*, limitação esta que se espera ver contornada pela construção da variável que agrega as variáveis representativas da medida de *REM*.

Para investigações futuras, sugere-se o estudo do impacto da recente crise financeira, bem como de diferentes características do sistema de governação das sociedades, na utilização de estratégias de *AEM* e *REM*. Seria igualmente interessante alargar este estudo às empresas não cotadas, já que estas representam o grosso do tecido empresarial europeu.

6. Referências bibliográficas

Achleitner, A.-K., Günther, N., Kaserer, C., & Siciliano, G. (2014). Real Earnings Management and Accrual-based Earnings Management in Family Firms. *European Accounting Review*, 23(3), 431–461.

Arun, T., Almahrog, Y. & Ali-aribi, Z. (2015). Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137 –146.

Badertscher, B. A. (2011). Overvaluation and the choice of alternative earnings management mechanisms. *Accounting Review*, 86(5), 1491–1518.

Barton, J., Simko, P. J., & DeFond, M. L. (2002). The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. *The Accounting Review*, 77(2002), 1–27.

Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (2003). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory. Contemporary Accounting Research*, 15(1), 109–126.

Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M., & Mcinnis, J. (2009). Making Sense of Cents : An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts. *The Journal of Finance*, 64(5), 2361–2388.

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), 330–352.

Brown, L. D., Hagerman, R. L., Griffin, P. A., & Zmijewski, M. E. (1987). An evaluation of alternative proxies for the market's assessment of unexpected earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 9(2), 159–193.

Bruns, W. J., & Merchant, K. A. (1990). The Dangerous Morality of Managing Earnings. *Management Accounting*. *Management Accounting*, 72(2), 22–25.

Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(5–6), 633–652.

Carlson, S. J., & Bathala, C. T. (1997). Ownership Differences and firms' income smoothing behavior. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24(2), 179–196.

Chen, C.-L., Huang, S.-H., & Fan, H.-S. (2012). Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. *Journal of Economic Policy Reform*, 15(2), 93–108.

Comissão das Comunidades Europeias (2003). RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas [Em linha]. Disponível em: <https://www.iapmei.pt/getattachment/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/Certificacao-PME/Recomendacao-da-Comissao-2003-361-CE.pdf.aspx> [Acesso em: 2017/06/19].

Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and Accrual-based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *Accounting Review*, 83(3), 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), 2–19.

Datta, S., Iskandar-Datta, M., & Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking and Finance*, 37(8), 3273–3285.

Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.

Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.

Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, A. I. (2000). Are Benchmark Beaters Doing Anything Wrong? *Working Paper*, (734).

Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1–33.

Ettredge, M., Scholz, S., Smith, K. R., & Sun, L. (2010). How do restatements begin? Evidence of earnings management preceding restated financial reports. *Journal of Business Finance and Accounting*, 37(3–4), 332–355.

Eurostat Methodologies and Working papers (2008). NACE Rev. 2 Statistical classification of economic activities in the European Community [Em linha]. Disponível em:

<http://ec.europa.eu/eurostat/documents/3859598/5902521/KS-RA-07-015-EN.PDF> [Acesso em: 2017/06/20].

Ewert, R., & Wagenhofer, A. (2005). Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *Accounting Review*, 80(4), 1101–1124.

Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 255–307.

Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999). The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *A Journal of Practice & Theory*, 18(2), 17–34.

Freeman, R.E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Boston: pitman.

Friedman, M. (1970). The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. The New York Times Magazine [Em linha]. Disponível em: <http://www.colorado.edu/studentgroups/libertarians/issues/friedman-soc-resp-business.html> [Acesso em: 2017/09/20].

Gaio, C. (2010). The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World. *European Accounting Review*, 19(4), 693-738.

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73.

Gunny, K. (2005). What Are the Consequences of Real Earnings Management? *Working Paper, University of Colorado at Boulder. Healy, (January)*, 1–30.

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), 855–888.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The Effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices. *Accounting Horizons*, 7(1), 1–11.

Healy, P. M., & Wahlen, M. . (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.

Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.

Joosten, C. (2012). Real earnings management and accrual-based earnings management as substitutes. *Thesis. University of Tilburg*, 1–54.

Matsumoto, D. A. (2002). Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483–514.

Mizik, N., & Jacobson, R. (2007). Earnings Inflation through Accruals and Real Activity Manipulation: Its Prevalence at the Time of an SEO and the Financial Market Consequences. *Unpublished Manuscript, Columbia University Graduate School of Business, New York*, 1–45.

Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 249–284.

Nelson, M. W., Elliott, J. A., & Tarpley, R. L. (2003). How are earnings managed? Examples from Auditors. *Accounting Horizons (Supplement)*, 17–35.

Nelson, M. W., Elliott, J. a, Tarpley, R. L., & Gibbins, M. (2002). Evidence from Auditors about Managers' and Auditors' Earnings Management Decisions. *The Accounting Review*, 77, 175–202.

Payne, J. L., & Robb, S. W. G. (2000). Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(4), 371–392.

Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.

Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 91–103.

Wooldridge, J. M. (2015). *Introductory econometrics: A modern approach. 6th Edition. Congage Learning.*

Xu, R. Z., Taylor, G. K., & Dugan, M. T. (2007). Review of Real Earnings Management Literature. *Journal of Accounting Literature*, 26, 195–228.

Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *Accounting Review*, 87(2), 675–703.

7. Anexos

Anexo I – Composição da amostra por país

País		Número de empresas	Percentagem (%)
DE	Alemanha	116	22,75%
ES	Espanha	31	6,08%
FI	Finlândia	31	6,08%
FR	França	146	28,63%
GR	Grécia	20	3,92%
GB	Reino Unido	129	25,29%
SE	Suécia	37	7,25%
Total		510	100,00%

Anexo II – Composição da amostra por setor de atividade

Setor ³		Número de empresas	Percentagem (%)
B	Indústrias Extrativas	8	1,57%
C	Indústrias Transformadoras	149	29,22%
D	Produção e Distribuição de Eletricidade, Gás, Vapor e Ar frio	8	1,57%
E	Captação, Tratamento e Distribuição de Água; Saneamento, Gestão de Resíduos e Despoluição	4	0,78%
F	Construção	20	3,92%
G	Comércio por Grosso e a Retalho; Reparação de Veículos Automóveis e Motociclos	43	8,43%
H	Transportes e Armazenagem	15	2,94%
I	Atividades de Alojamento e Restauração	9	1,76%
J	Informação e Comunicação	53	10,39%
M	Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares	176	34,51%
N	Atividades Administrativas e dos Serviços de Apoio	17	3,33%
Q	Saúde Humana e Ação Social	4	0,78%
R	Atividades Artísticas, de Espetáculos e Recreativas	4	0,78%
Total		510	100,00%

³ Setores de atividade classificados de acordo com o código NACE Rev. 2

Anexo III – Definição das variáveis independentes de controlo

Variável	Descrição da variável	Revisão da Literatura	Sinal
$Size_{i,t}$	Variável que mede a dimensão da empresa i através do logaritmo natural do total de ativos no período t .	Variável que pretende controlar o impacto da dimensão da empresa. Visto que as empresas de maior dimensão estão sujeitas a maiores pressões de mercado, poderão aplicar mais estratégias de gestão de resultados. Porém, as empresas de maior dimensão estão também sujeitas a um maior escrutínio por parte dos auditores, reguladores e intervenientes no mercado (Chen et al., 2012) e encontram-se numa fase de maior maturação, menor volatilidade dos resultados e maior facilidade na diversificação do risco entre divisões e atividades de negócio (Gaio, 2010). Como tal, é exetável que tenham um menor incentivo para a utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , esperando-se que esta variável apresente uma associação negativa com <i>AEM</i> e <i>REM</i> , de acordo com Roychowdhury (2006) e Chen et al. (2012).	-
$Growth_{i,t}$	Variável que mede o crescimento anual das vendas da empresa i através da variação percentual das vendas no período $t-1$ a t .	Variável que pretende controlar o impacto das perspetivas de crescimento, bem como as oportunidades de negócio, através da sua taxa de crescimento, e a utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> . Não só pelo facto de esta variável poder indicar oportunidades de investimento (Gaio, 2010), mas também por contribuir para o aumento da utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> (Datta et al., 2013), espera-se que esta variável apresente uma associação positiva com <i>AEM</i> e <i>REM</i> .	+
$ROA_{i,t}$	Variável que mede a rendibilidade líquida do ativo da empresa i através do rácio entre resultado líquido e total do ativo, no período t .	Variável que pretende controlar o impacto do desempenho das empresas, através da sua taxa de rendibilidade, e a utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> . Segundo Burgstahler e Eames (2006) e Chen et al. (2012), empresas com menor rendibilidade têm um maior incentivo para utilizar estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> para alcançar os seus objetivos, esperando-se que esta variável apresente uma associação negativa com <i>AEM</i> e <i>REM</i> .	-

$Debt_{i,t}$	Variável que mede o nível de endividamento da empresa i através do rácio entre o passivo e o total de ativos, no final do período t .	Variável que pretende controlar o impacto dos contratos de endividamento na utilização das estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> . Segundo Burgstahler e Eames (2006) e Chen et al. (2012), empresas com um maior nível de endividamento tendem a utilizar mais estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , de forma a evitarem a violação das cláusulas contratuais e conseguirem melhores condições de crédito. No mesmo sentido, Roychowdhury (2006) defende que as empresas com um maior nível de endividamento utilizam mais estratégias de <i>REM</i> por forma a evitar maus resultados. Contudo, outros autores como Datta et al. (2013) defendem que empresas com um maior nível de endividamento poderão sofrer restrições quanto à utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , uma vez que poderá existir um maior controlo das cláusulas contratuais por parte dos credores, aumentando assim a dificuldade em fazer gestão de resultados. Como tal, esta variável poderá apresentar uma associação positiva ou negativa com <i>AEM</i> e <i>REM</i> .	?
$Big4_{i,t}$	Variável <i>dummy</i> que toma o valor “1” se a empresa i é auditada por uma <i>Big4</i> e “0” caso contrário, no período t .	Variável que pretende controlar o efeito de auditores de qualidade na utilização das estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> . Segundo Chen et al. (2012) e Zang (2012), uma empresa auditada por uma das <i>Big4</i> sofre maiores restrições quanto à utilização de estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , esperando-se que esta variável apresente uma associação negativa com <i>AEM</i> e <i>REM</i> .	-
$Country_i$	Variável <i>dummy</i> que toma valor “1” se a empresa i pertence ao país respetivo para cada <i>dummy</i> criada e “0” caso contrário.	Variável dicotómica que pretende controlar o impacto das diferenças institucionais e características dos países que utilizam as estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , conforme o estudo de Gaio (2010). Estipulou-se que o país base neste estudo seria Finlândia por opção.	n.a.
$Industry_i$	Variável <i>dummy</i> que toma o valor “1” se a empresa i é do setor respetivo para cada <i>dummy</i> criada e “0” caso contrário.	Variável dicotómica que pretende controlar o impacto das diferenças nas características dos setores de atividade de cada empresa que utiliza as estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , conforme o estudo de Datta et al. (2013). Estipulou-se que o setor de atividade base deste estudo seria o setor das Indústrias Extrativas (NACE, Rev. 2 5 a 9) por opção.	n.a.
$Year_t$	Variável <i>dummy</i> que toma valor “1” se os valores pertencem ao ano respectivo e “0” caso contrário.	Variável dicotómica que pretende controlar o impacto das diferenças dos anos nos quais as empresas utilizam as estratégias de <i>AEM</i> e <i>REM</i> , de acordo com o estudo de Gaio (2010) e, igualmente, os efeitos do ciclo operacional (Datta et al., 2013). Estipulou-se que o ano base seria 2009 pois, segundo Wooldridge (2015), é geralmente utilizado como ano base o ano menos recente do período amostral considerado.	n.a.

Nota: + associação positiva; - associação negativa; ? associação indeterminada; n.a. *not applicable*

Anexo IV - Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
<i>DisAccruals</i>	4080	0,7007184	0,5331850	0,6426636	0,0002800	5,0997300
<i>DisAccruals_S</i>	4080	-0,0007033	0,0265050	0,9508642	-5,0997300	5,0398400
<i>Abnormal_CFO</i>	4080	0,0942962	0,0897450	0,0345005	0,0001400	0,4576300
<i>Abnormal_PROD</i>	4080	0,9593669	0,8857600	0,4806272	0,0585700	3,1911400
<i>Abnormal_CFO_S</i>	4080	0,0938145	0,0897400	0,0357900	-0,0914900	0,4576300
<i>Abnormal_PROD_S</i>	4080	0,9593669	0,8857600	0,4806272	0,0585700	3,1911400
<i>Size</i>	4080	13,6789416	13,4110743	1,8972476	9,9771493	18,6495439
<i>Growth</i>	4080	0,0521718	0,0443659	0,1540564	-0,7210897	2,6121036
<i>ROA</i>	4080	0,0479052	0,0443949	0,0585710	-0,3216326	0,4148421
<i>Debt</i>	4080	0,1985895	0,1871028	0,1522371	0,0000000	1,0691040
<i>Big4</i>	4080	0,8137255	0,5000000	0,7071068	0	1

Legenda: *DisAccruals*: *Accruals* discricionários, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *DisAccruals_S*: *Accruals* discricionários, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_CFO*: *Abnormal level* do *CFO*, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_PROD*: *Abnormal level* dos custos de produção, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_CFO_S*: *Abnormal level* do *CFO*, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_PROD_S*: *Abnormal level* dos custos de produção, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Size*: Dimensão da empresa *i* no ano *t*; *Growth*: Taxa de crescimento anual das vendas da empresa *i* no ano *t*; *ROA*: Rácio de rendibilidade líquida do ativo da empresa *i* no ano *t*; *Debt*: Rácio de endividamento da empresa *i* no ano *t*; *Big4*: Variável *dummy* que tem valor 1 se a empresa é auditada por uma *Big4* ou 0 caso contrário.

Anexo V – Matriz de Correlação de *Pearson*

Variáveis	<i>DisAccruals</i>	<i>DisAccruals_S</i>	<i>Abnormal_CFO</i>	<i>Abnormal_PROD</i>	<i>Abnormal_CFO_S</i>	<i>Abnormal_PROD_S</i>	<i>Size</i>	<i>Growth</i>	<i>ROA</i>	<i>Debt</i>	<i>Big4</i>
<i>DisAccruals</i>	1										
<i>DisAccruals_S</i>	-	1									
<i>Abnormal_CFO</i>	0,029*	-	1								
<i>Abnormal_PROD</i>	0,034**	-	-	1							
<i>Abnormal_CFO_S</i>	-	-0,044***	-	-	1						
<i>Abnormal_PROD_S</i>	-	-0,030*	-	-	0,378***	1					
<i>Size</i>	-0,078***	-0,020	-0,098***	-0,289***	-0,092***	-0,289***	1				
<i>Growth</i>	0,025*	0,032***	0,262***	0,147***	0,261***	0,147***	-0,055***	1			
<i>ROA</i>	-0,048***	0,148***	0,339***	0,219***	0,355***	0,219***	-0,041***	0,238***	1		
<i>Debt</i>	0,016	-0,050***	-0,181***	-0,296***	-0,191***	-0,296***	0,190***	-0,072***	-0,355***	1	
<i>Big4</i>	0,015	-0,049***	0,067***	-0,043***	0,073***	-0,043***	0,359***	-0,019	0,058***	-0,046***	1

Nota: A correlação é estatisticamente significativa a 1% ***, 5% ** e 10% *.

Legenda: *DisAccruals*: *Accruals* discricionários, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *DisAccruals_S*: *Accruals* discricionários, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_CFO*: *Abnormal level* do *CFO*, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_PROD*: *Abnormal level* dos custos de produção, em valor absoluto, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_CFO_S*: *Abnormal level* do *CFO*, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Abnormal_PROD_S*: *Abnormal level* dos custos de produção, com sinal, da empresa *i* no ano *t*; *Size*: Dimensão da empresa *i* no ano *t*; *Growth*: Taxa de crescimento anual das vendas da empresa *i* no ano *t*; *ROA*: Rácio de rentabilidade líquida do ativo da empresa *i* no ano *t*; *Debt*: Rácio de endividamento da empresa *i* no ano *t*; *Big4*: Variável *dummy* que tem valor 1 se a empresa é auditada por uma *Big4* ou 0 caso contrário.

Anexo VI – Resultados obtidos dos modelos de regressão relativamente à magnitude da gestão de resultados

Variáveis	Sinal esperado	<i>DisAccruals</i>							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Constant</i>		1.0381*** (12.1380)	1.2252*** (12.8601)	1.1121*** (8.3774)	1.2353*** (12.6489)	0.9305*** (7.4635)	0.9376*** (7.4267)	1.0476*** (11.9043)	1.1211*** (8.3407)
<i>REM</i>	?	0.0014 (1.5301)	0.0002 (0.2255)	0.0002 (0.2040)	0.0005 (0.4857)	0.0013 (1.3827)	0.0017* (1.7087)	0.0017* (1.8556)	0.0005 (0.4659)
<i>Size</i>	-	-0.0328*** (-5.5387)	-0.0322*** (-5.4271)	-0.0317*** (-5.2470)	-0.0315*** (-5.2613)	-0.0322*** (-5.3314)	-0.0313*** (-5.1416)	-0.0319*** (-5.3373)	-0.0311*** (-5.0888)
<i>Growth</i>	+	0.1356** (2.0059)	0.1582** (2.3429)	0.1728** (2.5450)	0.1747** (2.4679)	0.1504** (2.2106)	0.1629** (2.2825)	0.1490** (2.1041)	0.1889*** (2.6509)
<i>ROA</i>	-	-0.6855*** (-3.5717)	-0.6406*** (-3.3043)	-0.6935*** (-3.5488)	-0.6430*** (-3.3045)	-0.7351*** (-3.7986)	-0.7406*** (-3.8158)	-0.6936*** (-3.6012)	-0.6946*** (-3.5423)
<i>Debt</i>	?	0.1033 (1.4138)	0.1477** (1.9611)	0.1942** (2.5317)	0.1463* (1.9394)	0.1632** (2.1855)	0.1647** (2.2004)	0.1042 (1.4249)	0.1929** (2.5105)
<i>Big4</i>	-	0.0916*** (3.2934)	0.0695** (2.3829)	0.0654** (2.2025)	0.0692** (2.3691)	0.0854*** (3.0304)	0.0840*** (2.9757)	0.0902*** (3.2381)	0.0649** (2.1848)
<i>Country Dummy</i>		<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Industry Dummy</i>		<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Year Dummy</i>		<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>		4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080
<i>R-squared</i>		0.0133	0.0273	0.0344	0.0281	0.0210	0.0219	0.0143	0.0352
<i>F-test</i>		9.181	9.524	6.021	6.176	4.834	3.635	4.548	4.758
<i>Prob > F</i>		0	0	0	0	0	0	0	0

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Ver definição das variáveis na legenda do Anexo IV.

Anexo VII – Resultados obtidos dos modelos de regressão relativamente à direção da gestão de resultados

Variáveis	Sinal esperado	<i>DisAccruals_S</i>							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Constant</i>		0.3853*** (2.9699)	0.2040 (1.4111)	0.2582 (1.3004)	0.2579* (1.7453)	0.3767** (2.0279)	0.4269** (2.2732)	0.4325*** (3.2548)	0.3160 (1.5736)
<i>REM_S</i>	?	-0.0082*** (-6.1130)	-0.0073*** (-5.2982)	-0.0078*** (-5.3765)	-0.0083*** (-5.5476)	-0.0084*** (-5.9889)	-0.0097*** (-6.3408)	-0.0093*** (-6.4300)	-0.0090*** (-5.6778)
<i>Size</i>	-	-0.0066 (-0.7569)	-0.0042 (-0.4831)	-0.0049 (-0.5546)	-0.0059 (-0.6667)	-0.0074 (-0.8351)	-0.0095 (-1.0548)	-0.0085 (-0.9699)	-0.0069 (-0.7622)
<i>Growth</i>	+	0.0566 (0.5713)	0.0503 (0.5067)	0.0580 (0.5784)	0.0910 (0.8754)	0.0602 (0.6019)	0.1047 (1.0000)	0.0963 (0.9296)	0.1031 (0.9817)
<i>ROA</i>	-	2.8364*** (10.0966)	2.8971*** (10.1665)	2.9213*** (10.1347)	2.9424*** (10.2886)	2.8797*** (10.1286)	2.9234*** (10.2542)	2.8840*** (10.2320)	2.9667*** (10.2594)
<i>Debt</i>	?	-0.1189 (-1.1103)	-0.1400 (-1.2631)	-0.1469 (-1.2985)	-0.1451 (-1.3071)	-0.1321 (-1.2033)	-0.1429 (-1.2995)	-0.1277 (-1.1910)	-0.1528 (-1.3486)
<i>Big4</i>	-	-0.1359*** (-3.3397)	-0.1193*** (-2.7812)	-0.1189*** (-2.7166)	-0.1174*** (-2.7354)	-0.1411*** (-3.4078)	-0.1376*** (-3.3183)	-0.1329*** (-3.2591)	-0.1163*** (-2.6536)
<i>Country Dummy</i>		<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Industry Dummy</i>		<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>
<i>Year Dummy</i>		<i>No</i>	<i>No</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>No</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>	<i>Yes</i>
<i>Observations</i>		4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080
<i>R-squared</i>		0.0343	0.0400	0.0409	0.0411	0.0352	0.0366	0.0356	0.0421
<i>F-test</i>		24.12	14.13	7.208	9.151	8.224	6.152	11.54	5.742
<i>Prob > F</i>		0	0	0	0	0	0	0	0

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Ver definição das variáveis na legenda do Anexo IV.

Anexo VIII – Resultados obtidos dos modelos de regressão incorporando $DisAccruals_{i,t-1}$, relativamente à magnitude da gestão de resultados

Variáveis	Sinal esperado	<i>DisAccruals</i>							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Constant</i>		0.8493*** (9.9153)	1.0250*** (10.7132)	0.9358*** (7.0868)	1.0349*** (10.5641)	0.7649*** (6.1865)	0.7725*** (6.1725)	0.8595*** (9.7655)	0.9444*** (7.0661)
<i>REM</i>	?	0.0014 (1.5577)	0.0004 (0.4370)	0.0004 (0.4077)	0.0007 (0.7401)	0.0013 (1.4246)	0.0017* (1.7835)	0.0018* (1.9130)	0.0007 (0.7153)
<i>Size</i>	-	-0.0273*** (-4.6790)	-0.0272*** (-4.6374)	-0.0270*** (-4.5140)	-0.0264*** (-4.4521)	-0.0270*** (-4.5293)	-0.0261*** (-4.3273)	-0.0263*** (-4.4670)	-0.0262*** (-4.3357)
<i>Growth</i>	+	0.1130* (1.6990)	0.1342** (2.0153)	0.1474** (2.1992)	0.1527** (2.1872)	0.1263* (1.8844)	0.1411** (2.0069)	0.1289* (1.8498)	0.1652** (2.3490)
<i>ROA</i>	-	-0.6588*** (-3.4892)	-0.6215*** (-3.2522)	-0.6665*** (-3.4566)	-0.6255*** (-3.2614)	-0.7018*** (-3.6822)	-0.7081*** (-3.7048)	-0.6677*** (-3.5249)	-0.6690*** (-3.4580)
<i>Debt</i>	?	0.0892 (1.2416)	0.1280* (1.7237)	0.1686** (2.2276)	0.1263* (1.6973)	0.1400* (1.9031)	0.1412* (1.9161)	0.0900 (1.2506)	0.1670** (2.2019)
<i>Big4</i>	-	0.0807*** (2.9467)	0.0628** (2.1818)	0.0598** (2.0428)	0.0623** (2.1636)	0.0763*** (2.7477)	0.0747*** (2.6870)	0.0791*** (2.8857)	0.0592** (2.0197)
<i>DisAccrualst_1</i>	?	0.1797*** (11.7192)	0.1681*** (10.9330)	0.1624*** (10.5399)	0.1690*** (10.9804)	0.1736*** (11.2980)	0.1744*** (11.3436)	0.1805*** (11.7634)	0.1633*** (10.5880)
<i>Country Dummy</i>		No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes
<i>Industry Dummy</i>		No	No	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes
<i>Year Dummy</i>		No	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>		4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080
<i>R-squared</i>		0.0455	0.0551	0.0602	0.0561	0.0508	0.0520	0.0468	0.0612
<i>F-test</i>		27.75	18.24	10.38	12.62	11.44	8.554	14.25	8.240
<i>Prob > F</i>		0	0	0	0	0	0	0	0

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Ver definição das variáveis na legenda do Anexo IV.

Anexo IX- Resultados obtidos dos modelos de regressão incorporando $DisAccruals_{i,t-1}$, relativamente à direção da gestão de resultados

Variáveis	Sinal esperado	<i>DisAccruals_S</i>							
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
<i>Constant</i>		0.4041*** (3.1243)	0.2073 (1.4392)	0.2644 (1.3368)	0.2637* (1.7917)	0.3953** (2.1347)	0.4481** (2.3937)	0.4538*** (3.4253)	0.3250 (1.6247)
<i>REM_S</i>	?	-0.0086*** (-6.3962)	-0.0076*** (-5.5287)	-0.0081*** (-5.6166)	-0.0086*** (-5.7862)	-0.0088*** (-6.2688)	-0.0102*** (-6.6372)	-0.0097*** (-6.7281)	-0.0094*** (-5.9289)
<i>Size</i>	-	-0.0067 (-0.7806)	-0.0042 (-0.4840)	-0.0049 (-0.5563)	-0.0059 (-0.6737)	-0.0076 (-0.8635)	-0.0098 (-1.0931)	-0.0088 (-1.0031)	-0.0069 (-0.7715)
<i>Growth</i>	+	0.0619 (0.6269)	0.0551 (0.5569)	0.0632 (0.6326)	0.0980 (0.9457)	0.0658 (0.6592)	0.1125 (1.0782)	0.1037 (1.0038)	0.1106 (1.0577)
<i>ROA</i>	-	2.9600*** (10.5348)	3.0296*** (10.6365)	3.0550*** (10.6048)	3.0776*** (10.7660)	3.0065*** (10.5730)	3.0534*** (10.7083)	3.0108*** (10.6798)	3.1033*** (10.7379)
<i>Debt</i>	?	-0.1311 (-1.2286)	-0.1554 (-1.4071)	-0.1626 (-1.4429)	-0.1608 (-1.4545)	-0.1451 (-1.3263)	-0.1566 (-1.4285)	-0.1405 (-1.3144)	-0.1690 (-1.4968)
<i>Big4</i>	-	-0.1444*** (-3.5556)	-0.1279*** (-2.9915)	-0.1278*** (-2.9288)	-0.1260*** (-2.9453)	-0.1499*** (-3.6315)	-0.1464*** (-3.5404)	-0.1412*** (-3.4737)	-0.1251*** (-2.8648)
<i>DisAccrualst_1_S</i>	?	-0.0818*** (-5.2963)	-0.0878*** (-5.6869)	-0.0885*** (-5.7242)	-0.0883*** (-5.7189)	-0.0824*** (-5.3311)	-0.0832*** (-5.3805)	-0.0825*** (-5.3420)	-0.0891*** (-5.7616)
<i>Country Dummy</i>		No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	Yes
<i>Industry Dummy</i>		No	No	Yes	No	Yes	Yes	No	Yes
<i>Year Dummy</i>		No	No	No	Yes	No	Yes	Yes	Yes
<i>Observations</i>		4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080	4,080
<i>R-squared</i>		0.0409	0.0476	0.0486	0.0487	0.0419	0.0434	0.0423	0.0499
<i>F-test</i>		24.81	15.63	8.630	10.40	9.858	7.353	12.83	6.859
<i>Prob > F</i>		0	0	0	0	0	0	0	0

Nota: *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1. Ver definição das variáveis na legenda do Anexo IV.