



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE
DOS RESULTADOS

SARA VASCONCELOS FÉLIX DO COUTO

OUTUBRO - 2014



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE DOS
RESULTADOS**

SARA VASCONCELOS FÉLIX DO COUTO

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA DOUTORA CRISTINA GAIO SILVA MARTINS DA SILVA
PROFESSORA DOUTORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA
DA FONSECA PINTO**

OUTUBRO - 2014

AGRADECIMENTOS

Agradeço às minhas orientadoras, Professora Doutora Cristina Gaio e Professora Doutora Inês Maria da Fonseca Pinto, pela disponibilidade, pelos comentários e sugestões prestadas na execução deste trabalho.

À minha família, nomeadamente à minha mãe, pelo apoio, compreensão e motivação ao longo da realização deste trabalho final de mestrado, mas também de todo o meu percurso académico e pessoal.

À minha cara-metade, pela paciência e por ter estado sempre a meu lado a apoiar-me durante esta etapa.

A todos os meus colegas que colaboraram comigo na elaboração desta tese, em especial ao meu colega Luís Miguel Rodrigues.

RESUMO

Este estudo pretende analisar se a atual crise financeira teve impacto na gestão de resultados no universo das empresas Europeias não cotadas, entre 2003 e 2011. A literatura existente relata que existem diversos incentivos para a prática de gestão de resultados, através de *accruals* discricionários, por parte dos gestores, o que indica que num ambiente de crise a qualidade da informação contabilística será menor. A amostra deste trabalho é composta por cerca de 6.800 grandes empresas não cotadas da Europa. O principal objetivo consiste em saber se, durante um período de crise, as empresas fazem menos gestão de resultados, isto é, apresentam resultados de maior qualidade. Os resultados sugerem que a prática de gestão de resultados é menor num período de crise, e que o endividamento e o crescimento das vendas, bem como o tipo de auditor, influenciam positivamente a qualidade dos resultados, para as empresas não cotadas da União Europeia.

Palavras-chave: gestão de resultados; crise financeira; *accruals* discricionários; empresas não cotadas.

ABSTRACT

This study examines whether the recent financial crisis has had an impact on earnings management in unlisted firms from Europe, between 2003 and 2011. Previous research shows that there are several incentives for earnings management through discretionary accruals, by managers, which indicates that in a crisis environment the quality of accounting information will be lower. The study sample consists of approximately 6,800 large unlisted companies in Europe. The main objective is whether, during a period of financial crisis, companies engage in less earnings management, i.e., have higher earnings quality. The results suggest that earnings management is lower during the crisis, and that the leverage and sales growth, as well as the type of auditor, influence the earnings quality, for unlisted companies in the European Union.

Key-words: earnings management; financial crisis; discretionary accruals; non-listed firms.

ÍNDICE

| | |
|--|-----|
| AGRADECIMENTOS | i |
| RESUMO | ii |
| ABSTRACT | iii |
| LISTA DE TABELAS | v |
| LISTA DE FIGURAS | vi |
| LISTA DE ABREVIATURAS | vii |
| 1. INTRODUÇÃO | 1 |
| 2. REVISÃO DA LITERATURA | 4 |
| 2.1. <i>ORIGENS DA CRISE FINANCEIRA EUROPEIA</i> | 4 |
| 2.2. <i>QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA</i> | 5 |
| 2.3. <i>CRISE FINANCEIRA E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTABILISTICA</i> | 7 |
| 2.4. <i>GESTÃO DE RESULTADOS E ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS</i> | 11 |
| 2.4.1. <i>O CONCEITO DE GESTÃO DE RESULTADOS</i> | 11 |
| 2.4.2. <i>INCENTIVOS PARA A GESTÃO DOS RESULTADOS CONTABILISTICOS</i> | 12 |
| 3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO | 16 |
| 3.1. <i>DESCRIÇÃO DA AMOSTRA</i> | 16 |
| 3.2. <i>METODOLOGIA DE ANÁLISE</i> | 19 |
| 3.2.1. <i>MEDIDA DE GESTÃO DE RESULTADOS</i> | 19 |
| 3.2.2. <i>MODELO EMPIRICO</i> | 22 |
| 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS | 23 |
| 4.1. <i>ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS</i> | 23 |
| 4.2. <i>MATRIZ DE CORRELAÇÃO</i> | 25 |
| 4.3. <i>RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA</i> | 25 |
| 4.4. <i>ANÁLISE ADICIONAL</i> | 27 |
| 5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA | 29 |
| 5.1. <i>PRINCIPAIS CONCLUSÕES</i> | 29 |
| 5.2. <i>LIMITAÇÕES</i> | 30 |
| 5.3. <i>ESTUDOS FUTUROS</i> | 31 |
| REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 32 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 1 – Composição da Amostra por País..... | 17 |
| Tabela 2 – Composição da Amostra por Setor de Atividade..... | 18 |
| Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo..... | 23 |
| Tabela 4 – Estatísticas descritivas durante o período pré e crise..... | 24 |
| Tabela 5 – Matriz de correlações das variáveis do modelo..... | 25 |
| Tabela 6 – Resultados da Regressão: valor absoluto de <i>Accruals</i> Discricionários | 26 |
| Tabela 7 – Resultados da Regressão: <i>Accruals</i> Discricionários positivos e negativos . | 27 |

LISTA DE FIGURAS

| | |
|---|----|
| Figura 1 – Evolução dos <i>Accruals</i> Discricionários em valor absoluto..... | 21 |
|---|----|

LISTA DE ABREVIATURAS

BIG4 – As quatro maiores empresas de auditoria a nível mundial: *Deloitte Touche Tohmatsu, Pricewaterhouse Coopers, Ernst & Young* e KPMG

EUA – Estados Unidos da América

IAS – *International Accounting Standards*

IRFS – *International Financial Reporting Standards*

UEM – União Económica e Monetária

1. INTRODUÇÃO

A atual crise financeira da Europa teve como origem diversos fatores, em que resultou num problema de liquidez no mercado global de crédito, diminuindo a confiança dos investidores e, por conseguinte, prejudicando as empresas cotadas na bolsa de valores (Bartram e Bodnar, 2009). Muitos acreditam que a crise surgiu devido ao estouro da bolha imobiliária dos EUA, enquanto outros culpam a vulnerabilidade das normas de contabilidade e auditoria (Gorgan et al., 2012). No centro do debate está o uso do justo valor. Alguns autores argumentam que o uso do justo valor pode ter contribuído para um efeito de contágio na falência entre as instituições financeiras. Outros autores defendem que o problema está na qualidade da comunicação, concluindo que modelo do justo valor deve ser usado com divulgação adicional, fornecendo informações corretas sobre o risco dos ativos (Gorgan et al., 2012).

A qualidade da informação contabilística é fundamental para os investidores e para todos os utilizadores dessa informação no processo de tomada de decisão (Francis et al., 2006; Bhattacharya et al., 2012). Contudo, a confiança dos investidores na qualidade dos relatórios financeiros durante a crise naturalmente diminuiu, pois eles tendem a associar os *accruals* discricionários mais ao oportunismo da gestão do que a uma forma de sinalização eficiente (Habib et al., 2013). Também, o julgamento profissional e a flexibilidade das normas contabilísticas, bem como o comportamento dos gestores de acordo com a teoria da agência, levam a uma situação em que a gestão de resultados afeta a qualidade das demonstrações financeiras (Gorgan et al., 2012). Por oposição, alguns autores defendem a discricionariedade nas normas contabilísticas, por forma a refletirem uma imagem verdadeira e apropriada das empresas (Healy e Wahlen, 1999; Mendes e Rodrigues, 2007).

Estudos anteriores concluem que a qualidade dos resultados aumentou no período de crise, no entanto, na presença de incentivos para a gestão de resultados, a qualidade dos resultados diminui em vez de aumentar (Kousenidis et al., 2013). Contudo, existem estudos que defendem que durante um período de crise os investidores esperam maior presença de gestão de resultados, logo os incentivos são menores (Cohen e Zarowin, 2007; Strobl, 2008; Habib et al., 2013). Apesar da evidência empírica sobre a redução do nível de gestão de resultados no período de crise, existem outros fatores, para além da crise financeira, que podem ter contribuído para essa diminuição: a nova regulamentação de organismos profissionais, o aumento da vigilância dos investidores e as investigações de instituições governamentais (Gorgan et al., 2012).

O objetivo deste estudo consiste em avaliar a prática de gestão de resultados, antes e durante a recente crise financeira nas maiores empresas europeias não cotadas, através da determinação dos *accruals* discricionários. A amostra é constituída por empresas europeias e não cotadas em bolsa e os dados dizem respeito ao período de 2003 a 2011. Foi usado como medida de gestão de resultados o valor absoluto dos *accruals* discricionários estimado pelo modelo de Jones (Jones, 1991) modificado por Dechow et al. (1995).

Os resultados deste estudo mostram que a crise *per se* não leva os gestores a fazer mais gestão de resultados. Estes resultados não estão em linha com estudos anteriores e uma possível explicação é a de que a maioria dos estudos retrata esta temática no universo das empresas cotadas. Os resultados sugerem também que empresas auditadas por uma *Big4*, com um nível de endividamento maior e mais crescimento de vendas apresentam maiores níveis de gestão de resultados.

Este trabalho contribui para a literatura de diversas formas. Em primeiro lugar, trata-se de um tema muito atual e com grande interesse no meio académico e na sociedade em geral. A literatura existente apresenta muitos estudos sobre a gestão de resultados, nomeadamente durante a crise financeira asiática de 1997, mas sempre numa perspetiva de empresas cotadas na bolsa de valores. O facto da atual crise ser a primeira que surge na Europa desde a União Económica e Monetária (UEM), torna ainda mais relevante que se investigue a sua influência na qualidade da informação divulgada.

Em segundo lugar, existem ainda poucos estudos que analisem a qualidade dos resultados no universo das empresas não cotadas, que representam a maioria das empresas europeias e que correspondem a uma realidade diferente das empresas cotadas, sendo no entanto de destacar os estudos desenvolvidos por Ball e Shivakumar, (2005), Burghstahler et al. (2006) e Tendeloo e Vanstraelen (2008). Este trabalho pode assim contribuir para uma melhor compreensão por parte dos utilizadores da informação financeira.

O restante trabalho está organizado da seguinte forma. O próximo capítulo apresenta os principais estudos que a literatura oferece sobre o tema objeto de investigação. No capítulo 3, procede-se à descrição da metodologia de investigação utilizada e da mensuração das variáveis do estudo, onde é apresentada a amostra e o incluindo o objetivo do estudo. O capítulo 4 dedica-se à análise empírica dos dados e à apresentação dos resultados. Por último, o capítulo 5 apresenta as conclusões obtidas, as principais limitações do trabalho e sugestões para investigação futura.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. ORIGENS DA CRISE FINANCEIRA EUROPEIA

A atual crise financeira da Europa é uma crise ainda em curso e resultou de uma combinação de vários fatores, tais como, a globalização dos mercados financeiros e os desequilíbrios no comércio internacional, as facilidades nas condições de crédito, a transferência das dívidas privadas, decorrentes da bolha de especulação imobiliária, como resultado dos resgates do sistema bancário. Como consequência deste ambiente de crise financeira, o mercado global de crédito passou por uma grave falta de liquidez, a confiança dos investidores diminuiu significativamente e a maioria das empresas listadas nas bolsas de valores sofreu um decréscimo significativo no preço das ações (Bartram e Bodnar 2009). Muitos acreditam que a crise¹ começou como resultado do estouro da bolha imobiliária dos EUA (Gorgan et al., 2012).

Para além dos empréstimos *subprime* e da qualidade dos relatórios financeiros, a aplicação das IFRS's e, em particular, a utilização do justo valor, foram muito criticados devido à crise global. Muitas empresas aproveitaram a incerteza gerada pela crise, a falta de transparência e as falhas nas normas contabilísticas para relatar melhores resultados sem um aumento real de valor, sugerindo a vulnerabilidade das normas de contabilidade e de auditoria (Gorgan et al., 2012). Para alguns autores o justo valor não influenciou muito a crise, sendo "apenas um mensageiro" (Turner, 2008), enquanto outros acreditam que ele contribuiu sensivelmente para a crise. Laux e Leuz (2009) afirmam que o justo valor não contribuiu de forma tão significativa, mas também não foi apenas um mensageiro. Magnan (2009), por outro lado, conclui que o justo valor amplificou a crise, especialmente para as instituições que detinham ativos durante a

¹ Para mais informação sobre as origens da atual crise financeira ver Crăciun e Ochea (2014), Gorgan et al. (2012) e Kothari e Lester (2012).

crise em mercados que sofreram a falta de liquidez. Além disso, existe evidência de que o uso de valores de mercado na contabilidade pode contribuir para um efeito de contágio na falência entre instituições financeiras, o que se deduz que a contabilidade "pode ter sido mais do que um mensageiro" (Gorgan et al., 2012). Outros autores argumentam que o problema não é do justo valor, mas sim da qualidade da comunicação (Leone, 2008). Por conseguinte, usar o modelo do justo valor sem divulgação adicional adequada não é justo nem exato e não fornece informações corretas sobre o risco dos ativos (Gorgan et al., 2012).

2.2. QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA

O principal papel das demonstrações financeiras é fornecer aos utilizadores das demonstrações financeiras as informações necessárias para facilitar o processo de tomada de decisão². Por isso, a qualidade dos relatórios financeiros desempenha um papel importante nas decisões de alocação de capital (Francis et al., 2006; Bhattacharya et al., 2012).

Os mercados financeiros dependem da confiança que os investidores têm na capacidade das demonstrações financeiras oferecerem uma visão apropriada da posição financeira, do desempenho e das mudanças no património líquido (Gorgan et al., 2012). Porém, a confiança dos investidores na qualidade dos relatórios financeiros durante a crise naturalmente diminuiu, pois eles tendem a associar os *accruals* discricionários mais ao oportunismo da gestão do que a uma forma de sinalização eficiente (Habib et al., 2013).

² De acordo com a IAS1, parágrafo 9.

Da literatura existente sobre esta temática (e.g., Healy e Wahlen, 1999; Leuz et al., 2003), destaca-se o facto da qualidade do relato financeiro ser negativamente afetada pela prática de gestão de resultados.

O uso do julgamento profissional e da flexibilidade das normas contabilísticas, em termos de políticas e técnicas de estimação, muitas vezes, permitem aos gestores a prática de gestão de resultados a fim de criar uma imagem atraente para os utentes externos (Gorgan et al., 2012). Healy e Wahlen (1999) também consideram que o uso do juízo de valor pela gestão cria oportunidades para gestão de resultados, em que os gestores escolhem métodos e estimativas que não refletem com precisão o desempenho económico das empresas.

No entanto, há quem defenda que as normas contabilísticas devem permitir alguma discricionariedade em virtude da imagem verdadeira e apropriada das empresas dependerem dos setores de atividade e do tipo de operações económicas e financeiras praticadas (Mendes e Rodrigues, 2007). Ainda assim, estes autores admitem que os gestores possam beneficiar erradamente dessa flexibilidade para falsear a informação divulgada. Healy e Wahlen (1999) também consideram que um certo grau de discricionariedade nas normas é importante.

A gestão de resultados pressupõe a intenção predeterminada por parte do gestor para distorcer a verdadeira imagem da empresa (Healy e Wahlen, 1999), no entanto a intenção da gestão não é observável (Dechow e Skinner, 2000), o que torna difícil medir o grau de gestão de resultados praticado.

Numa perspetiva de investimento, informação de baixa qualidade, nomeadamente resultados, é indesejável, porque provoca uma alocação de recursos ineficiente, para além de que reduz o crescimento económico, fazendo com que o capital seja mal

aplicado (Schipper e Vincent, 2003). Vários estudos recentes indicam que a gestão de resultados afeta a alocação de recursos, contudo isso é menos suscetível quando os relatórios financeiros são mais transparentes (Healy e Wahlen, 1999).

Dechow et al. (1995) acreditam que os investidores são capazes de prever quando existem incentivos para a gestão de resultados e ajustar os preços das ações para os respectivos efeitos. Contudo, há também evidência de significativas respostas negativas no mercado de capitais a alegações de gestão de resultados pela imprensa financeira ou pela SEC, sugerindo que os investidores não vêm perfeitamente a presença de gestão de resultados (Healy e Wahlen, 1999). Também, grande parte da evidência, sobre as consequências da gestão de resultados no mercado de capitais, mostra que os investidores não são "enganados" pela gestão de resultados e que as demonstrações financeiras fornecem informações úteis aos investidores. Resultados correntes são considerados relevantes, o que significa que os investidores não consideram que a gestão de resultados esteja tão difundida para tornar os resultados não confiáveis (Healy e Wahlen, 1999). Segundo Dechow (1994), os resultados prevêm melhor os fluxos de caixa futuros do que os próprios fluxos de caixa atuais, principalmente durante um período caracterizado pelo aumento da incerteza (Habib et al., 2013).

2.3. CRISE FINANCEIRA E QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTABILÍSTICA

A investigação empírica sobre o impacto da crise financeira nos países afetados mostra que a crise financeira tem fortes efeitos não só no setor financeiro, mas também no setor da economia real (Kutan et al., 2012). Além disso, estudos anteriores sugerem que empresas com mais necessidades de financiamento externo têm um maior nível de

divulgação (Francis et al., 2004). As evidências de Kousenidis et al. (2013) mostram que a qualidade dos resultados aumentou no período de crise, no entanto, na presença de incentivos para a gestão de resultados, a qualidade dos resultados diminui em vez de aumentar. Portanto, segundo os autores, empresas com problemas de liquidez que dependem de financiamento externo têm fortes incentivos para aumentar a qualidade dos relatórios financeiros, de forma a sinalizar o mercado.

Por outro lado, Strobl (2008) sugere que é mais provável que os gestores façam gestão de resultados durante um *boom* económico, do que numa recessão. Cohen e Zarowin (2007) defendem que quando as condições de negócios são boas, a maioria das empresas apresentam resultados bons, levando os investidores a acreditar que não existem incentivos para manipular as demonstrações financeiras. No entanto, é exatamente esse o incentivo para um gestor de uma empresa de baixo valor apresentar resultados superiores, uma vez que os investidores, em geral, não questionam a integridade do sistema de contabilidade. Em tempos difíceis, por outro lado, os incentivos para a gestão de resultados são baixos, porque os investidores esperam uma maior presença de gestão de resultados e, portanto, colocam menos ênfase nos relatórios observados (Habib et al., 2013). Gorgan et al. (2012) comparou o nível de gestão de resultados das empresas no período pré-crise e no período de crise financeira. Os resultados sugerem um decréscimo do nível de gestão de resultados no período de crise. No entanto, essa redução não se deve exclusivamente à crise financeira. Há também outros fatores que podem ter contribuído: o aumento da vigilância dos investidores, a nova regulamentação de organismos profissionais e as investigações de instituições governamentais (Gorgan et al., 2012).

A qualidade dos resultados é frequentemente usada para medir a qualidade do relato financeiro pelos investidores, pois os mesmos continuam a ser a medida de performance mais utilizada (Francis et al., 2006). Durante uma crise financeira, os investidores e outros participantes do mercado têm uma maior preocupação com os resultados, pois são suscetíveis de serem instáveis, apresentarem um padrão decrescente e, muito provavelmente, incorporar em grandes perdas (Kousenidis et al., 2013). Além disso, segundo Kousenidis et al. (2013), informações de qualidade ajudam os investidores a investir de forma mais eficiente e a reduzir o risco em períodos de crise financeira.

Um ambiente de crise pode constituir uma oportunidade para comportamentos discricionários e para práticas de "*big bath*", principalmente para aumentar perdas através de *accruals* discricionários (Kousenidis et al., 2013). O uso dos *accruals* está relacionado com o comportamento discricionário dos gestores e a gestão de resultados (Elliott e Hanna, 1996 e Francis et al., 1996). Riedl (2004) considera que as práticas de "*big bath*" estão mais associadas com uma gestão de resultados oportunista, do que com a divulgação de informação privada. O autor argumenta que a utilização discricionária de *accruals* resulta numa diminuição da qualidade dos resultados (também, Riedl e Srinivasan, 2010). Christensen et al. (2008) relatam que as empresas que têm um mau desempenho, possivelmente, envolvem-se em práticas de "*big bath*". No geral, na presença de incentivos para a gestão de resultados, o uso de *accruals* para reduzir os resultados pode refletir uma gestão discricionária em vez do verdadeiro desempenho financeiro e, conseqüentemente, pode levar a uma diminuição na qualidade da informação financeira (Kousenidis et al., 2013).

Por outro lado, Butler et al. (2004) prevêem que a existência de *accruals* anormais (discricionários) extremamente negativos observados em certas empresas é devido à atividade económica real (mau desempenho) e não às práticas de "*big bath*". Assim, *accruals* negativos podem estar relacionados com o conservadorismo condicional e não com gestão resultados. Adicionalmente, Butler et al. (2004) argumentam que empresas em dificuldades usam frequentemente imparidades, i.e., *accruals* anormais negativos para sinalizar um verdadeiro declínio do seu desempenho, em vez de envolverem-se em "*big bath*". No entanto, Kothari et al. (2005) contestam estes resultados, alegando que eles sofrem de erro tipo I e defendem que os *accruals* discricionários relatados são, na verdade, o resultado de práticas "*big bath*".

Entretanto, estudos sobre gestão de resultados durante a crise financeira asiática de 1997 fornecem alguma evidência empírica de que os gestores fazem mais gestão de resultados para diminuir resultados durante o período de crise (Saleh e Ahmed, 2005; Chia et al., 2007; Ahmed et al., 2008). Outros estudos analisam a relevância da informação financeira, durante a mesma época, e relatam que o conteúdo informativo dos resultados diminuiu significativamente (Graham et al., 2000; Ho et al., 2001; Davis-Friday et al., 2006). Segundo Choi et al. (2011), houve um declínio significativo do conteúdo informativo na componente discricionária de resultados durante a crise, mas nenhuma alteração na componente não-discricionária de resultados.

Existem ainda poucos estudos na literatura sobre esta temática que apresentem empresas não cotadas, sendo que constituem uma realidade diferente das empresas cotadas, e sobre a atual crise financeira da Europa, e.g. Ball e Shivakumar, (2005), Burgstahler et al. (2006) ou Tendeloo e Vanstraelen (2008).

2.4. GESTÃO DE RESULTADOS E ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS

2.4.1. O CONCEITO DE GESTÃO DE RESULTADOS

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como “um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contratam outra pessoa (o agente) para executar serviços ou tarefas no seu interesse, o que envolve delegação de autoridade no agente”.

Tal como Gorgan et al. (2012) explica, a Teoria da Agência afirma que há uma significativa assimetria de informação entre os gestores e os proprietários da empresa e essa assimetria gera um conflito de interesses, pois como geralmente os proprietários não têm o conhecimento necessário e não podem controlar a atividade dos gestores, estes tomam decisões que nem sempre vão de encontro aos interesses dos acionistas, podendo manipular a informação que lhes é comunicada.

A literatura sobre esta temática apresenta diversas definições para o conceito de gestão de resultados. Healy e Wahlen (1999) apresentam a seguinte definição:

“Gestão de resultados ocorre quando os gestores usam o julgamento em relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar os relatórios financeiros, quer para enganar alguns *stakeholders* sobre o desempenho económico da empresa ou para influenciar os resultados contratuais que dependem dos números contabilísticos apresentados.”

In Healy e Wahlen (1999, p. 368)

No entanto, a gestão de resultados pode ser vista sob duas perspectivas: a perspectiva oportunista, em que os gestores distorcem materialmente a informação financeira divulgada, prejudicando os investidores devido à ilusão provocada e a perspectiva informativa, em que a gestão revela aos investidores as suas expectativas

sobre os fluxos de caixa futuros da empresa (Beneish, 2001). Assim e ao contrário de Healy e Wahlen (1999), diversos autores defendem que a gestão de resultados tem uma vertente informativa, ou seja, constitui uma forma de revelar informação privada e reduzir a assimetria de informação entre gestores e acionistas (Schipper, 1989; Dechow, 1994; Subramanyam, 1996). No entanto, a perspectiva oportunista continua a ser a que predomina na literatura.

2.4.2. INCENTIVOS PARA A GESTÃO DOS RESULTADOS CONTABILÍSTICOS

O incentivo de alterar os resultados contabilísticos deve-se ao facto destes serem vistos como representativos do desempenho da empresa e como tal as empresas podem ser prejudicadas ao apresentar resultados menos positivos, ou longe do esperado.

Compreender os incentivos dos gestores à prática de gestão de resultados é fundamental para perceber o porquê da sua existência (Dechow e Skinner, 2000). Segundo Healy e Wahlen (1999), existem vários incentivos e razões para existir gestão de resultados, nomeadamente incentivos que advêm do mercado de capitais, dos contratos de remuneração e de financiamento e ainda da regulação.

Mercado de Capitais

Um dos motivos que os gestores são levados a manipular os resultados, no caso de empresas cotadas, é a avaliação de ativos financeiros pelos investidores e analistas (Healy e Wahlen, 1999). Contudo, o facto de a empresa ser cotada pressupõe uma menor atividade de gestão de resultados, devido à maior exposição e divulgação exigida. Burgstahler et al. (2006) concluíram que as empresas cotadas divulgam resultados com maior conteúdo informativo, sugerindo que o mercado de capitais

fornece incentivos para reportar resultados de melhor qualidade (Schipper e Vincent, 2003). No entanto, gestores de empresas que desejam emitir ações têm fortes incentivos para aumentar o preço das mesmas e, portanto, envolverem-se em gestão de resultados (Dechow e Skinner, 2000). Para além disso, alguns estudos têm mostrado que os resultados são manipulados para atender às expectativas dos analistas financeiros ou da gestão (Abarbanell e Lehavy, 1998; Burgstahler e Eames, 1998; Kasznik, 1999).

Contratos de Remuneração e de Financiamento

Muitas vezes uma parte da remuneração dos gestores, com o objetivo de alinhar os interesses dos acionistas com os dos gestores (Healy e Wahlen, 1999), está associada aos resultados contabilísticos. Deste modo, pode existir um incentivo para gerir os resultados com vista à maximização dessa mesma remuneração. Diversos estudos apresentam evidências de que os gestores utilizam o julgamento contabilístico para aumentar os bónus baseados nos resultados (Holthausen et al., 1995; Guidry et al., 1998) e para aumentar a segurança no emprego (DeAngelo, 1988; Dechow e Sloan, 1991). Assim, num período de crise, se uma empresa está com dificuldades financeiras, é provável que os bónus dos gestores sejam cortados, ou até mesmo que estes profissionais sejam substituídos, prejudicando a sua reputação (Liberty e Zimmerman, 1986; Gilson, 1989). Portanto, os gestores têm incentivos para esconder o mau desempenho, recorrendo a escolhas contabilísticas que aumentem os resultados (Habib et al., 2013). Diversos estudos têm testado e, em parte, validado empiricamente a hipótese de que empresas que possuem contratos de remuneração com os gestores por referência aos resultados tendem a escolher métodos contabilísticos que maximizem esses resultados (e.g., Zmijewski e Hagerman, 1981; Abdel-Khalik, 1985; Hunt, 1985).

Os contratos de financiamento podem conter cláusulas estabelecidas a partir dos valores contabilísticos das empresas, em que o não cumprimento das mesmas poderá levar as empresas a incorrer em custos. Esses contratos também pretendem limitar as ações dos gestores que beneficiam os acionistas da empresa, em detrimento dos seus credores (Healy e Wahlen, 1999). Diversos estudos relatam que quanto maior o endividamento da empresa, mais o seu gestor tende a efetuar opções contabilísticas que levem a apresentar resultados superiores (e.g., Dhaliwal, 1980; Zmijewski e Hagerman, 1981; Zimmer, 1986).

Regulação (Custos Políticos)

Alguns autores ainda sugerem outros tipos de incentivos às práticas de gestão de resultados, como por exemplo investigações anti-trust (Watts e Zimmerman, 1978; Cahan, 1992), ou atribuição de subsídios governamentais e considerações regulatórias (Healy e Wahlen, 1999). Por outro lado, a visibilidade política das empresas, por acarretar custos políticos aquando de intervenções governamentais ou do público (Wong, 1988, Cahan, 1992), torna-se um incentivo para os gestores alterarem os resultados contabilísticos, com vista a diminuir esses possíveis custos (Mendes e Rodrigues, 2007). Outro incentivo à prática de gestão de resultados prende-se com a economia fiscal, sobretudo em países com uma interligação muito forte entre o sistema contabilístico e o fiscal. Dado que as autoridades fiscais dependem das demonstrações financeiras para apurarem o lucro tributável, existe uma maior preocupação em apresentar menos resultados por forma a diminuir os impostos, o que não se verifica no caso das empresas de países com menor alinhamento entre contabilidade e fiscalidade (Coppens e Peek, 2005).

Comerciais e Institucionais

Os próprios clientes e fornecedores também podem constituir um incentivo para a gestão aumentar os resultados, pois uma empresa que apresente uma boa saúde económica e financeira terá maior credibilidade perante os seus clientes e fornecedores, proporcionando ganhos de longo prazo. Desta forma, os clientes estarão dispostos a pagar um preço superior pelos bens ou serviços da empresa e os fornecedores oferecerão melhores condições de negociação (Burgstahler e Dichev, 1997). Bowen et al. (1995) confirmaram empiricamente estes incentivos, isto é, empresas com maior dependência dos seus *stakeholders* efetuarão escolhas contabilísticas de forma aos resultados divulgados favorecerem uma imagem de prosperidade e de saúde financeira.

A literatura existente sugere também que para além dos incentivos aos gestores, a prática da gestão de resultados também depende de fatores institucionais, como sejam, o nível de proteção jurídica dos investidores (La Porta et al., 1998; Leuz et al., 2003), a principal fonte de financiamento das empresas (mercado de capital ou banco) (Durnev e Kim, 2005), o tipo de normativo contabilístico (Barth et al., 2008; Chen et al., 2010), a eficiência do sistema jurídico (Hope, 2003) e cultura do país (Han et al., 2008).

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. DESCRIÇÃO DA AMOSTRA

Os dados do estudo foram recolhidos da base de dados *Amadeus* do Bureau Van Dijk durante o mês de Julho de 2013. A amostra inicial era composta por todas as empresas não cotadas dos 15 Estados-Membros da União Europeia, com no mínimo 250 trabalhadores e um volume de negócios em 2012 de 50 milhões de euros³ para o período de 2003 a 2011. De acordo com estudos anteriores (Leuz et al., 2003), as instituições financeiras foram excluídas da amostra, bem como as instituições de administração pública, porque têm um sistema de contabilidade e regulamentação próprio, sendo que o método de formação de “*accruals*” é diferente (Osma e Noquer, 2005), e foram excluídas igualmente as empresas com insuficiência de dados. Além disso, para eliminar os efeitos de *outliers* extremos, todos os dados contabilísticos necessários para calcular a medida de gestão de resultados situam-se entre o percentil 1th e 99th. Deste modo, a amostra final é composta por 6.306 empresas e 37.960 observações empresa-ano, em que 18.880 observações estão enquadradas no período pré-crise financeira (2003-2007) e 19.080 observações encontram-se no período de crise financeira (2008-2010).

A tabela 1 mostra a distribuição das observações por países. Verifica-se que a amostra consta apenas de 13 Estados-Membros da União Europeia, dado que, durante a delimitação da amostra, as observações referentes à Dinamarca e à Grécia foram excluídas. A amostra é essencialmente constituída por três países, o Reino Unido com cerca de metade das observações obtidas, isto é 47,95%, em segundo lugar está a

³ Segundo a definição de grande empresa da Recomendação 2003/361/CE adotada pela Comissão Europeia, em 6 Maio de 2003.

Alemanha com 15,89% e o terceiro país com maior peso na amostra é a Suécia, com 12,37%.

Tabela 1 – Composição da Amostra por País

| Código País | País | Nº empresas | Nº observações | Percentagem (%) |
|--------------------|-------------|--------------------|-----------------------|------------------------|
| AT | Áustria | 32 | 157 | 0,41% |
| BE | Bélgica | 43 | 285 | 0,75% |
| DE | Alemanha | 1156 | 5972 | 15,73% |
| ES | Espanha | 396 | 2615 | 6,89% |
| FI | Finlândia | 268 | 1640 | 4,32% |
| FR | França | 39 | 275 | 0,72% |
| GB | Reino Unido | 2886 | 18188 | 47,91% |
| IE | Irlanda | 29 | 152 | 0,40% |
| IT | Itália | 289 | 2013 | 5,30% |
| LU | Luxemburgo | 7 | 38 | 0,10% |
| NL | Holanda | 429 | 1766 | 4,65% |
| PT | Portugal | 29 | 194 | 0,51% |
| SE | Suécia | 703 | 4665 | 12,29% |
| Total | | 6306 | 37960 | 100,00% |

A tabela 2 apresenta a distribuição das observações que compõem a amostra por setores de atividade. Verifica-se que 29,12% das empresas presentes na amostra pertencem ao setor da Indústria, sendo os setores Comércio por grosso e Gestão de empresas os segundos mais representativos, com 13,19% e 10,90% das empresas, respetivamente.

Tabela 2 – Composição da Amostra por Setor de Atividade

| Setor | Classificação | Nº empresas | Nº observações | Percentagem (%) |
|--------------|---|--------------------|-----------------------|------------------------|
| 11 | Agricultura, Silvicultura, Caça e Pesca | 33 | 212 | 0,56% |
| 21 | Minas e pedreiras, e Extração de petróleo e gás | 53 | 316 | 0,83% |
| 22 | Serviços de Eletricidade, Gás e Água | 89 | 546 | 1,44% |
| 23 | Construção | 334 | 1966 | 5,18% |
| 31 | Industria | 1875 | 11202 | 29,51% |
| 42 | Comércio por grosso | 809 | 4962 | 13,07% |
| 44 | Comércio a retalho | 409 | 2505 | 6,60% |
| 48 | Transportes e Armazenagem | 343 | 2016 | 5,31% |
| 51 | Indústrias da Informação e Cultura | 214 | 1329 | 3,50% |
| 53 | Imobiliário e Aluguer e Leasing | 135 | 789 | 2,08% |
| 54 | Serviços Profissionais, Científicos e Tecnológicos | 465 | 2660 | 7,01% |
| 55 | Gestão de Empresas e Empreendimentos | 615 | 3976 | 10,47% |
| 56 | Serviços Administrativos e de Apoio à Gestão de Resíduos e de Despoluição | 400 | 2330 | 6,14% |
| 61 | Serviços de Educação | 23 | 125 | 0,33% |
| 62 | Cuidados de Saúde e Assistência Social | 184 | 1109 | 2,92% |
| 71 | Artes, Entretenimento e Recreação | 56 | 325 | 0,86% |
| 72 | Serviços de Alojamento e Restauração | 128 | 752 | 1,95% |
| 81 | Outros serviços (exceto administração pública) | 141 | 862 | 2,24% |
| Total | | 6306 | 37960 | 100,00% |

Nota: Sectores de atividade classificados a partir do código NAICS 2007 (AMADEUS).

3.2. METODOLOGIA DE ANÁLISE

Tal como prevêem as normas contabilísticas, a elaboração das demonstrações financeiras deve obedecer ao regime do acréscimo, de modo a que as operações de um período contabilístico sejam relatadas nesse período, independente do seu recebimento ou pagamento. Contudo, devido às opções discricionárias oferecidas pelas normas específicas deste regime, os gestores podem proceder à gestão deliberada da informação contabilística, nomeadamente, à gestão de resultados (Gorgan et al., 2012).

De modo a concretizar o objetivo deste estudo, de avaliar a prática da gestão de resultados num ambiente de crise através do nível de *accruals* discricionários, foi desenvolvido um modelo multivariado do método dos mínimos quadrados. De acordo com estudos anteriores⁴, foi utilizado o modelo de Jones (Jones, 1991) modificado por Dechow et al. (1995), como forma de determinar os *accruals* discricionários incorporados nos resultados. De facto, e apesar das críticas a este modelo (e.g. Guay et al., 1996; Ball e Shivakumar, 2005; Moreira, 2005), o modelo modificado de Jones continua a ser o mais utilizado.

3.2.1. MEDIDA DE GESTÃO DE RESULTADOS

Os resultados apresentados pelas empresas nas suas demonstrações financeiras, de acordo com o regime do acréscimo, baseiam-se em fluxos de caixa e *accruals*. Este último pode ser dividido em *accruals* não-discricionários, que resultam da atividade operacional e de investimento da empresa e *accruals* discricionários, que resultam da política contabilística discricionária dos gestores (Gorgan et al., 2012), ou seja, a componente de *accruals* discricionários está sob o critério da gestão e os gestores

⁴ Por exemplo Bartov et al. (2000), Davidson et al. (2005), Osma e Noguer (2005), Gorgan et al. (2012), Habib et al. (2013), Kousenidis et al. (2013).

podem utilizar esse critério para transmitir informações úteis sobre o valor da empresa ou podem usá-lo de forma oportunista (Habib et al., 2013).

Assim, tal como explica Gorgan et al. (2012), para medir os *accruals* discricionários começa-se por medir o que é considerado *accruals* não discricionários. O primeiro passo efetuado foi calcular o total dos *accruals* (AT_{it}), de acordo com Healy e Wahlen (1999), isto é:

$$AT_{it} = \Delta(\text{Ativo Corrente} - \text{Caixa e Equivalentes} - \text{Passivo Corrente})_{it} - (\text{Depreciações e Amortizações})_{it} \quad (1)$$

De seguida foi estimada a seguinte regressão:

$$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1(\Delta VN_{it} - \Delta CLIENTES_{it}) + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Em que:

- $(\Delta VN_{it} - \Delta CLIENTES_{it})$ – Variação do volume de negócios de t face a t-1, deduzida da variação de clientes de t relativamente a t-1;
- AFT_{it} – Ativos Fixos Tangíveis;
- \mathcal{E} – Resíduos obtidos entre o valor estimado pelo modelo e o valor verificado;
- i,t – Empresa i, no período t.

Para evitar problemas de heteroscedasticidade, de acordo com a literatura consultada, todos os termos da equação (2) foram divididos pelo ativo total do ano anterior (Jones, 1991). Os coeficientes β_0 , β_1 e β_2 foram estimados por setor de atividade, dado o nível de *accruals* depender do tipo de negócio da empresa. O nível de *accruals* discricionários é dado pelos resíduos da equação de regressão (2) e representa a parte do total dos *accruals* que não são explicados pelos fatores inatos que

determinam o nível de *accruals*: o volume de vendas e o montante dos ativos fixos tangíveis.

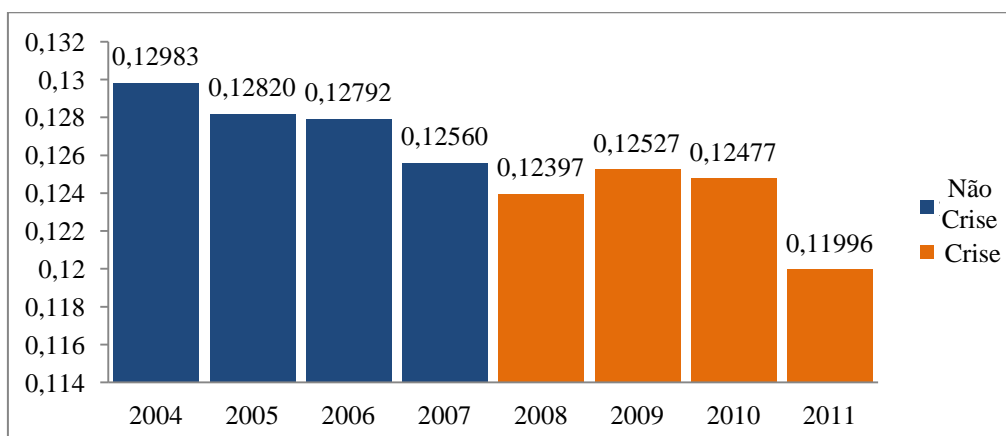
Assim, a medida de gestão de resultados será:

$$AD_{it} = |\varepsilon_{it}| \quad (3)$$

Quanto maior o valor de AD_{it} , maior o nível de gestão de resultados praticado, logo a qualidade dos resultados da empresa será menor.

A fim de se compreender a relação dos *accruals* discricionários com a crise, foi feita uma análise à evolução do seu valor absoluto ao longo do período em estudo, a partir do gráfico da figura 1. De uma forma geral é visível que existe uma tendência decrescente do valor médio dos *accruals* discricionários. Como por exemplo, de 2006 a 2008 os *AD* desceram de 0,12792 para 0,12397, precisamente no período de entrada da crise. O mesmo se verifica nos últimos anos analisados, principalmente de 2010 para 2011, em que os *AD* diminuíram de 0,12477 para 0,11996, isto é, verifica-se uma redução significativa de aproximadamente 4%.

Figura 1 – Evolução dos *Accruals* Discricionários em valor absoluto



3.2.2. *MODELO EMPIRICO*

O modelo usado para estudar o impacto da crise financeira no nível de gestão de resultados foi o seguinte:

$$AD_{it} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 CRES_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ENDIV_{it} + \sum PAÍS_{it} + \sum SECT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A variável dependente AD é o valor absoluto de *accruals* discricionários, tal como explicado na secção anterior.

A primeira variável independente de interesse é a *CRISE*, que adota o valor igual a 1 se a observação ocorre entre 2008 e 2010 e 0 caso contrário. As restantes variáveis independentes controlam o efeito dos incentivos à gestão de resultados. Assim sendo, foi utilizada a variável *BIG4* para controlar o efeito de auditores de alta qualidade na qualidade dos resultados das empresas, tomando o valor um caso a empresa seja auditada por uma das *Big 4* e zero caso contrário.

A variável *DIM*, calculada através do logaritmo natural do volume de negócios anuais, é a variável mais utilizada na literatura para refletir a sensibilidade política da empresa e os custos que daí resultam, pois quanto maior a empresa, maior tributação e, sendo os impostos uma componente essencial dos custos políticos, é de esperar que as empresas maiores suportem, *ceteris paribus*, custos políticos mais elevados (Zimmerman, 1983).

De forma a controlar as diferenças de desempenho das empresas, foram introduzidas no modelo duas variáveis, *CRES* para a variação anual das vendas e *ROA* para a rendibilidade líquida do ativo.

De acordo com estudos anteriores (e.g., Zmijewski e Hagerman, 1981; Chalayer, 1994), incluiu-se também como variável independente o nível de endividamento

(*ENDIV*), para controlar o impacto dos contratos de endividamento, estabelecidos por referência aos valores contabilísticos, sobre as escolhas contabilísticas, dado que um aumento do rácio de endividamento leva os credores a incluir restrições nos contratos de empréstimo indexados à contabilidade (Begley, 1990; Duke e Hunt, 1990). Tendeloo e Vanstraelen (2008) argumentam que a dimensão e o endividamento estão negativamente associadas com o nível de *accruals* discricionários, pois prevê-se que empresas maiores tendem a diminuir os resultados para evitar custos políticos e empresas mais endividadas para evitar renegociações contratuais.

Por fim, incluíram-se duas variáveis dicotómicas, $PAIS_{it}$ e $SECT_{it}$, para controlar os efeitos das diferentes características a nível de país e de setor de atividade.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas de cada variável que constitui o modelo, a fim de se obter uma descrição geral dos dados.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas das variáveis do modelo

| Variável | N | Média | Mediana | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|----------|-------|------------|------------|---------------|------------|-----------|
| AD | 37960 | 0,1256421 | 0,0898998 | 0,1157948 | 0,0015059 | 0,710651 |
| AD+ | 18624 | 0,1288059 | 0,0876049 | 0,1250979 | 0,0015091 | 0,710651 |
| AD- | 19336 | -0,1225949 | -0,0921149 | 0,1059795 | -0,5624303 | -0,001506 |
| DIM | 37960 | 11,53298 | 11,40748 | 1,110706 | 8,713035 | 14,83295 |
| CRES | 37960 | 0,0739946 | 0,0551768 | 0,198244 | -0,4562504 | 1,620291 |
| ROA | 37960 | 0,0475938 | 0,0397143 | 0,0796055 | -0,3133966 | 0,369837 |
| ENDIV | 37960 | 0,7018543 | 0,686107 | 0,2901878 | 0,1175331 | 2,390708 |

AD – *Accruals* discricionários em valor absoluto;

AD+ – *Accruals* discricionários com sinal positivo; AD- – *Accruals* discricionários com sinal negativo;

DIM – Dimensão, medido pelo logaritmo natural do total de ativos da empresa *i* no ano *t*.

CRES – Crescimento, medido pela variação percentual do volume de negócios da empresa *i* do ano *t-1* a *t*;

ROA – Rácio de rentabilidade líquida do ativo, medido pela relação entre o resultado líquido e o total do ativo;

ENDIV – Rácio do endividamento da empresa *i*, medido pela relação entre o passivo e o total de ativos no final do ano *t*;

O valor absoluto dos *accruals* discricionários médio (AD), das empresas que compõem a amostra, é 0,1256 e a mediana é 0,0899. Para os *accruals* discricionários com sinal positivo (AD+), a média equivale a 0,1288 e a mediana ao valor de 0,0876 e o valor médio dos *accruals* discricionários negativos (AD-) é -0,1226 e a mediana -0,0921. A empresa média da amostra tem um nível de endividamento (ENDIV) de 70,19%, uma rentabilidade líquida do ativo (ROA) de 4,75% e um crescimento de vendas médio anual (CRES) de 7,40%.

De forma a obter-se uma análise mais detalhada da amostra, procedeu-se à comparação das estatísticas descritivas das principais variáveis entre o período pré-crise (2003-2007) e o período de crise (2008-2011).

Tabela 4: Estatísticas descritivas durante o período Pré- Crise e Crise

| | Período Pré-Crise | | | Período de Crise | | | Teste t igualdade médias (valor-p) |
|-------|-------------------|----------|------------------|------------------|----------|------------------|---|
| | N | Média | Desvio Padrão | N | Média | Desvio Padrão | |
| AD | 18880 | 0,12786 | 0,11773 | 19080 | 0,12345 | 0,11381 | 0,0002 |
| AD+ | 9484 | 0,13242 | 0,12734 | 9140 | 0,12506 | 0,12734 | 0,0001 |
| AD- | 9396 | -0,12325 | 0,10697 | 9940 | -0,12197 | 0,10504 | 0,4024 |
| DIM | 18880 | 11,4719 | 1,13393 | 19080 | 12,5935 | 0,08388 | 0,0000 |
| CRES | 18880 | 0,10071 | 0,19033 | 19080 | 0,04756 | 0,20233 | 0,0000 |
| ROA | 18880 | 0,05143 | 0,07713 | 19080 | 0,04380 | 0,08181 | 0,0000 |
| ENDIV | 18880 | 0,73164 | 0,29422 | 19080 | 0,67238 | 0,28308 | 0,0000 |

Verifica-se, na tabela 4, que o nível médio de *accruals* discricionários absolutos no período de crise é menor, comparativamente ao período antes da crise, indicando que as empresas fazem menos gestão de resultados. O mesmo se observa para os *accruals* discricionários positivos, bem como para os negativos, ou seja, num período de crise há menos gestão de resultados, tanto para os aumentar como para os reduzir.

Em relação às restantes variáveis, verifica-se que há um aumento da dimensão das empresas, no período de crise em relação ao período pré-crise. Por outro lado, o crescimento das empresas é menor no período de crise, bem como a rendibilidade líquida dos ativos e o endividamento das empresas. Para as variáveis mencionadas anteriormente rejeita-se a hipótese de igualdade de médias, ou seja, estas são estatisticamente diferentes, o que sugere que a crise financeira pode influenciar as variáveis em análise.

4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Na tabela 5 são apresentadas as correlações entre as variáveis utilizadas no modelo. As correlações situam-se abaixo dos 0,25 o que sugere que não haverá problemas de multicolinearidade. As variáveis mais correlacionadas são *DIM* e *BIG4*, o que significa que empresas maiores são auditadas por uma Big4.

Tabela 5 – Matriz de correlações das variáveis do modelo

| | ADsinal | AD | CRISE | BIG4 | DIM | CRES | ROA | ENDIV |
|---------|------------|------------|------------|-----------|------------|----------|-----------|-------|
| ADsinal | 1 | | | | | | | |
| AD | 0,119*** | 1 | | | | | | |
| CRISE | -0,0258*** | -0,0190*** | 1 | | | | | |
| BIG4 | -0,0212*** | 0,0794*** | -0,0125* | 1 | | | | |
| DIM | 0,0434*** | -0,00911 | 0,0547*** | 0,247*** | 1 | | | |
| CRES | -0,0205*** | 0,0731*** | -0,134*** | -0,0160** | -0,0442*** | 1 | | |
| ROA | 0,0438*** | 0,0176*** | -0,0480*** | 0,0311*** | -0,0924*** | 0,137*** | 1 | |
| ENDIV | 0,0262*** | 0,0997*** | -0,102*** | 0,0522*** | -0,0349*** | 0,244*** | -0,181*** | 1 |

Evidencia a existência de significância estatística a: 5% *; 1% **; 0,1% ***

4.3. RESULTADOS DA ANÁLISE EMPÍRICA

Na tabela 6 é apresentado as estimativas dos coeficientes da regressão (equação 4). Relativamente à variável de interesse *CRISE*, esta apresenta um coeficiente negativo, o que sugere que as empresas fazem menos gestão de resultados durante um período de

crise. Contudo nada se pode concluir, visto esta variável não ser estatisticamente significativa. Estes resultados estão em linha com resultados de estudos anteriores (Arthur et. al., 2012).

Os resultados sugerem também que empresas auditadas por uma *Big4*, mais endividadas e com maior crescimento de vendas apresentam níveis de gestão de resultados superiores. Estes resultados estão em linha com resultados de estudos anteriores (Burgstahler et al., 2006; Martins e Moutinho, 2007; Tendeloo e Vanstraelen, 2008; Habib et al., 2013). A dimensão da empresa e o nível de rendibilidade líquida do ativo não se revelaram estatisticamente significativas na determinação do nível de gestão de resultados, o que também é consistente com resultados de estudos anteriores (Burgstahler et al., 2006; Martins e Moutinho, 2007; Habib et al., 2013).

Conclui-se pela observação do valor do R^2 que a variação dos *accruals* discricionários em valor absoluto pode ser explicada em 13% pelas variáveis do modelo. Através da observação do valor p da estatística F rejeita-se a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, o que confirma a validade do modelo para explicar a variação dos *accruals* discricionários em valor absoluto.

Tabela 6 – Resultados da Regressão (4): valor absoluto de *Accruals* Discricionários

| AD | Coef. | t | P-Value |
|-----------|------------|----------|---------|
| CRISE | -0,0006862 | -0,61 | 0,542 |
| BIG4 | 0,0066947 | 5,23 | 0,000 |
| DIM | 0,0002174 | 0,39 | 0,693 |
| CRES | 0,0254647 | 7,71 | 0,000 |
| ROA | 0,0109063 | 1,33 | 0,185 |
| ENDIV | 0,0369711 | 15,17 | 0,000 |
| _cons | 0,0541422 | 5,72 | 0,000 |
| DummyPAÍS | | Incluído | |
| DummySECT | | Incluído | |
| N | | 37960 | |
| Prob > F | | 0,0000 | |
| R-squared | | 0,1299 | |

4.4. ANÁLISE ADICIONAL

De forma a complementar a análise do impacto da crise na gestão de resultados estimou-se os modelos seguintes:

$$AD_{it}^{+} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 CRES_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ENDIV_{it} + \sum PAÍS_{it} + \sum SECT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4a)$$

$$AD_{it}^{-} = \beta_0 + \beta_1 CRISE_{it} + \beta_2 BIG4_{it} + \beta_3 DIM_{it} + \beta_4 CRES_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 ENDIV_{it} + \sum PAÍS_{it} + \sum SECT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4b)$$

Em que AD^{+} representa os *accruals* discricionários que apresentem valores positivos e AD^{-} , por outro lado, engloba os *accruals* discricionários com valores negativos.

Os resultados obtidos são apresentados na tabela 7:

Tabela 7 – Resultados da Regressão: *Accruals* Discricionários positivos e negativos

| | AD+ | | | AD- | | |
|-----------|------------|----------|---------|------------|----------|---------|
| | Coef. | t | P-Value | Coef. | t | P-Value |
| CRISE | -0,0024693 | -1,45 | 0,148 | -0,0022206 | -1,52 | 0,128 |
| BIG4 | -0,000161 | -0,08 | 0,935 | -0,0139991 | -8,78 | 0,000 |
| DIM | 0,0033405 | 4,01 | 0,000 | 0,0028958 | 3,99 | 0,000 |
| CRES | 0,0132888 | 2,50 | 0,013 | -0,0413234 | -10,05 | 0,000 |
| ROA | 0,0775263 | 5,86 | 0,000 | 0,0405381 | 3,91 | 0,000 |
| ENDIV | 0,0561672 | 15,12 | 0,000 | -0,018393 | -5,97 | 0,000 |
| _cons | 0,0074442 | 0,54 | 0,589 | -0,101058 | -7,81 | 0,000 |
| DummyPAÍS | | Incluído | | | Incluído | |
| DummySECT | | Incluído | | | Incluído | |
| N | | 18624 | | | 19336 | |
| Prob > F | | 0,0000 | | | 0,0000 | |
| R-squared | | 0,1541 | | | 0,1279 | |

No geral, estes resultados são consistentes com a análise feita anteriormente (secção 4.2). Assim, verifica-se um nível de *accruals* discricionários positivos, bem como positivos, menor num período de crise, o que sugere que as empresas fazem

menos gestão de resultados durante um período de crise financeira. No entanto, não foi encontrada evidência estatística para estas variáveis.

A nível dos *accruals* discricionários positivos, os resultados sugerem que empresas de maior dimensão, mais alavancadas, mais rentáveis e com maiores perspetiva de crescimento têm níveis de *accruals* positivos superiores, ou seja, usam os *accruals* discricionários para apresentar maiores resultados. Estes resultados são consistentes com resultados de estudos anteriores (Arthur et. al., 2012; Tendeloo e Vanstraelen, 2008).

Em relação aos *accruals* discricionários negativos, observa-se que empresas auditadas por uma *Big4* fazem menos gestão de resultados para diminuir os resultados, ou seja, a presença de uma *Big4* impede que as empresas façam gestão de resultados, melhorando a qualidade da informação contabilística, o que é consistente com os resultados de Martins e Moutinho (2007). De acordo com o que se concluiu anteriormente, empresas mais endividadas e com maior crescimento do volume de negócios apresentam menos *accruals* discricionários negativos. Contudo, empresas com maior dimensão e rendibilidade do ativo apresentam níveis superiores de *AD-*.

A variação dos *accruals* discricionários positivos (*AD+*) e negativos (*AD-*) observados pode ser explicada em 15% e 13%, respetivamente, pelas variáveis do modelo, segundo o coeficiente de determinação (R^2). Uma vez que o valor p da estatística F é 0,000, rejeita-se a 1% de significância a hipótese de que todos os coeficientes do modelo são estatisticamente iguais a zero, conferindo a validade dos modelos.

5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1. PRINCIPAIS CONCLUSÕES

A Europa atualmente enfrenta uma crise financeira, que originou um problema de liquidez nos mercados financeiros, diminuindo a confiança dos investidores e, conseqüentemente, prejudicando as empresas cotadas na bolsa de valores (Bartram e Bodnar, 2009). Muitos acreditam que a crise surgiu devido ao estouro da bolha imobiliária dos EUA, outros culpam a vulnerabilidade das normas de contabilidade e auditoria (Gorgan et al., 2012). Mas o grande debate envolve o uso do justo valor, argumentando que pode contribuir para um efeito de contágio na falência entre instituições financeiras.

Este estudo pretende, assim, analisar se a atual crise financeira teve impacto na gestão de resultados e conseqüentemente na qualidade da informação contabilística. A literatura sugere que é espectável que a qualidade dos resultados seja inferior durante um período de crise financeira. Esse presumível decréscimo deve-se em parte ao uso do justo valor, uma vez que aumenta a assimetria de informação e reduz a liquidez do mercado (Lin et al., 2011). Para além disso, as empresas e os gestores têm incentivos para fazer gestão de resultados de forma a melhorar o seu desempenho num período de crise. Na literatura existente sobre esta temática, são ainda poucos os estudos sobre a atual crise financeira da Europa e que apresentem empresas não cotadas na bolsa, que correspondem a uma realidade diferente das empresas cotadas.

Os resultados obtidos sugerem que as empresas europeias não cotadas apresentam resultados de melhor qualidade durante o período de crise financeira do que no período anterior à crise, o que pode querer indicar que as empresas são incentivadas pela crise a melhorar a qualidade dos resultados (de modo a melhorar a confiança do

investidor e de reduzir o impacto negativo da crise). No entanto, não foi encontrada evidência empírica de que a crise tenha tido impacto na qualidade dos resultados. Uma possível explicação para os resultados obtidos serem diferentes da literatura consultada é o facto de ser analisada uma realidade diferente: empresas não cotadas (e.g. Ball e Shivakumar, 2005; Burgstahler et al., 2006; Tendeloo e Vanstraelen, 2008).

5.2. LIMITAÇÕES

As limitações surgidas na elaboração deste trabalho são semelhantes às encontradas em estudos desta natureza e estão relacionadas com a metodologia utilizada para determinar a medida de gestão de resultados, concretamente a possibilidade dos *accruals* discricionários também captarem os componentes não-discricionários. No entanto, segundo Gorgan et al. (2012), ao utilizar *accruals* discricionários como variável dependente e não como variável explicativa os resultados não serão enviesados, apesar de eventualmente reduzir o poder explicativo do modelo.

Adicionalmente, embora se tenha adotado uma medida muito utilizada na literatura (Francis et al., 2006; Martins e Moutinho, 2007; Gorgan et al., 2012), continua a ser difícil medir a gestão de resultados, pois as intenções dos gestores não são observáveis.

Outra limitação decorre do facto de estarmos a estudar uma amostra internacional e as diferenças institucionais dos países podem afetar os resultados, nomeadamente o tipo de normativo contabilístico e a eficiência do sistema jurídico. À semelhança de estudos anteriores tentou-se minimizar esta limitação com a introdução no modelo de uma variável dicotómica por país e por sector.

5.3. ESTUDOS FUTUROS

Relativamente a possíveis estudos futuros, propõe-se um estudo semelhante dentro de alguns anos que faça uma análise da gestão de resultados num período após a crise. Seria também interessante estudar a gestão de resultados usando *accruals* específicos, ou analisar que tipo de *accruals* são utilizados na gestão de resultados. Por fim, podia-se estudar outras medidas de qualidade dos resultados, como o conservadorismo, num ambiente de crise financeira.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abarbanell, J. e Lehavy, R. (1998), “Can stock recommendations predict earnings management and analysts' earnings forecast errors?” *Journal of Accounting Research*, 41, pp. 1-31.
- Abdel-Khalik, R. (1985), “The effect of LIFO-switching and firm ownership on executives' pay”, *Journal of Accounting Research*, 23, pp. 427-447.
- Ahmed, K., Godfrey, J.M. e Saleh, N.M. (2008), “Market perceptions of discretionary accruals by debt renegotiating firms during economic downturn”, *The International Journal of Accounting*, 43, pp. 114-38.
- Arthur, N., Lin, S. e Tang, Q. (2012), “Corporate Financial Reporting Quality of European Firms in the Financial Crisis”, *Washington, DC*, pp. 4-8.
- Ball, R. e Shivakumar, L. (2005), "Earnings Quality in UK Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness", *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 83-128.
- Barth, M. E., Landsman, W. R. e Lang, M. H. (2008), “International Accounting Standards and Accounting Quality”, *Journal of Accounting Research*, 46, pp. 467-498.
- Bartov, E., Gul, F. A. e Tsui, J. S. L. (2000), “Discretionary-accruals models and audit qualifications”, *Journal of Accounting and Economics* 30, pp. 421-452.
- Bartram, S. H. e Bodnar, G. M. (2009), “No place to hide: the global crisis in equity markets in 2008/2009”, *Journal of International Money and Finance*, 28, pp. 1246-1292.
- Begley, J. (1990), “Debt covenants and accounting choice”, *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 125-139.
- Beneish, M. D. (2001), “Earnings Management: A Perspective”, *Managerial Finance*, 27, pp. 3-17.
- Bhattacharya, N., Desai, H. e Venkataraman, K. (2013), “Does Earnings Quality Affect Information Asymmetry? Evidence from Trading Costs”, *Contemporary Accounting Research*, 30, pp. 482–516.
- Bowen, R. M., DuCharme, L. e Shores, D. (1995), “Stakeholders implicit claims and accounting method choice”, *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp. 255–295.

- Burgstahler, D. C., Hail, L. e Leuz, C. (2006), "The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms", *Accounting Review*, 81, pp. 983-10.
- Burgstahler, D. e Dichev, I. (1997), "Earnings Management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*, 24, pp. 99-129.
- Burgstahler, D. e Eames, M. (1998), "Management of earnings and analysts forecasts", *Journal of Business Finance & Accounting*, 33, pp. 633–652.
- Butler, M., Leone, A. J. e Willenborg, M. (2004), "An Empirical Analysis of Auditor Reporting and its Association with Abnormal Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp. 139-165.
- Cahan, S.F. (1992), "The effect of antitrust investigations on discretionary accruals: A refined test of the political-cost hypothesis", *The Accounting Review*, 67, pp. 77-95.
- Chalayer, S. (1994), "Identification et motivations des pratiques de lissage des résultats comptables des entreprises françaises cotées en Bourse", Tese de Doutorado em Ciências de Gestão, Universidade de Jean Monnet, Saint-Etienne.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y. e Lin, Z. (2010), "The Role of International Financial Reporting Standards and Accounting Quality: Evidence from the European Union", *Journal of International Financial Management & Accounting*, 21, pp. 220–278.
- Chia, Y.M., Lapsley, I. e Lee, H.-W. (2007), "Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis", *Managerial Auditing Journal*, 22, pp. 177-96.
- Choi, J.H., Kim, J.B. e Junghun Lee, J. (2011), "Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998", *J. Account. Public Policy*, 30, pp. 166-187.
- Christensen, H., Lee, E., e Walker, M. (2008), "Incentives or Standards: What Determines Accounting Quality Changes Around IFRS Adoption?" Available at: <http://ssrn.com/abstract=1013054>.
- Cohen, D. A. e Zarowin, P. (2007), "Earnings Management over the Business Cycle", New York University, Stern School of Business.

- Crăciun, L., e Ochea, M. V. (2014), "The Dimensions of the Global Financial Crisis" *Theoretical and Applied Economics*, 21, pp. 121-130.
- Coppens, L. e Peek, E. (2005), "An Analysis of Earnings Management by European Private Firms", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14, pp. 1-17.
- Davidson, R., Stewart, J. e Kent, P. (2005), "Internal Governance Structures and Earnings Management", *Accounting and Finance*, 42, pp. 241-267.
- Davis-Friday, P.Y., Eng, L.L. e Liu, C.S. (2006), "The Effects of the Asian Crisis, Corporate Governance and Accounting System on the Valuation of Book Value and Earnings", *The International Journal of Accounting*, 41, pp. 22-40.
- DeAngelo, L. E. (1988), "Managerial competition, information costs, and corporate governance: The use of accounting performance measures in proxy contests", *Journal of Accounting & Economics*, 10, pp. 3-36.
- Dechow, P. M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp. 3-42.
- Dechow, P. M. e Skinner, D. J. (2000). "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", *Accounting Horizons*, 14, pp. 235-250.
- Dechow, P. M. e Sloan, R. G. (1991), "Executive incentives and the horizon problem: an empirical investigation", *Journal of Accounting & Economics*, 14, pp. 51-89.
- Dechow, P. M., Sloan, R.G. e Sweeney, A. P. (1995), "Detecting earnings management", *The Accounting Review*, 70, pp.193-225.
- Dhaliwal, D.S. (1980), "The effect of the firm's capital structure on the choice of accounting methods", *The Accounting Review*, 55, pp. 78-85.
- Duke, J. e Hunt, H. (1990), "An empirical examination of debt covenant restrictions and accounting-related debt proxies", *Journal of Accounting and Economics*, 12, pp. 43-63.
- Durnev, A. R. T. e Kim, E. H. (2005), "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", *The Journal of Finance*, 60, pp. 1461-1493.
- Elliott, J. e Hanna, J. (1996), "Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings", *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 135-155.

- Francis, J., Hanna, J. e Vincent, L. (1996), “Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs”, *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 117-134.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. e Schipper, K. (2004), “Costs of equity and earnings attributes”, *The Accounting Review*, 79, pp. 967-1010.
- Francis, J., Olsson, P. e Schipper, K. (2006), “Earnings Quality. Foundations and Trends in Accounting”, *Now Publishers Inc*, 1, pp. 1-85.
- Gilson, S. (1989), “Management turnover and financial distress”, *Journal of Financial Economics*, 25, pp. 241-262.
- Gorgan, C., Gorgan, V., Dumitru, V. F. e Pitulice, I. C. (2012), “The Evolution of the Accounting Practices During the Recent Economic Crisis: Empirical Survey Regarding The Earnings Management”, *Amfiteatru Economic*, 14, pp. 550-562.
- Graham, R., King, R. e Bailes, J. (2000), “The Value Relevance of Accounting Information during a Financial Crisis: Thailand and the 1997 Decline in the Value of the Baht”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11, pp. 84-107.
- Guay, W.A., Kothari, S. P. e Watts, R. L. (1996), “A market-based evaluation of discretionary-accrual models”, *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 83-105.
- Guidry, F., Leone A. e Rock, S. (1998), “Earnings-based bonus plans and earnings management by business unit managers”, *Journal of Accounting and Economics*, 26, pp. 113-142.
- Habib, A., Md. Borhan Uddin, B., e Islam, A. (2013), “Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis”, *Managerial Finance*, 39, pp. 155-180.
- Han, S., Kang, T., Salter, S. e Yoo, Y. K. (2008), “A cross-country study on the effects of national culture on earnings management”, *Journal of International Business Studies*, 41, pp. 123-141.
- Healy, P. M. e Wahlen, J. M. (1999), “A review of the earnings management literature and its implications for standard setting”, *Accounting Horizons*, 13, pp. 365-383.
- Ho, L. C., Liu, C. S., e Sohn, P. (2001), “The Value Relevance of Accounting Information around the 1997 Asian Financial Crisis: The Case of South Korea”, *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics*, 8, pp. 83-107.

- Hope, O. K. (2003), “Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study”, *Journal of Accounting Research*, 41, pp. 235-272.
- Holthausen, R., Larcker, D. e Sloan, R. (1995), “Annual bonus schemes and the manipulation of earnings”, *Journal of Accounting & Economics*, 19, pp. 29-74.
- Hunt, H. (1985), “Potential determinants of corporate inventory accounting decisions”, *Journal of Accounting Research*, 23, pp. 448-467.
- Jensen, M. e Meckling, W. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jones, J. (1991), “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, 29, pp. 193-228.
- Kaszniak, R. (1999), “On the Association Between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, 37, pp. 57-81.
- Kothari, S. P., Leone, A. e Wasley, C. (2005), “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 163–197.
- Kothari, S. P. e Lester, R. (2012), “The Role of Accounting in the Financial Crisis: Lessons for the Future”, *Accounting Horizons*, 26, pp. 335-351.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C. e Negakis, C. I. (2013), “The effects of the European debt crisis on earnings quality”, *International Review of Financial Analysis*, 30, pp. 351-362.
- Kutan, A., Muradoglu, G. e Sudjana, B. (2012) “IMF Programs, Financial and Real Sector Performance, and the Asian Crisis”, *Journal of Banking and Finance*, 36, pp. 164 - 182.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, e R. Vishny, (1998), “Law and finance”, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Laux, C. e Leuz, C., (2009), “The crisis of fair-value accounting: Making sense of the recent debate”, *Accounting, Organizations and Society*, 34, pp. 826–834.
- Leone, M. (2008), “Fair value: It's the disclosure, stupid”, *CFO.com*. November 20. <http://www.cfo.com>.
- Leuz, C., Nanda, D. e Wysocki, P. D. (2003), “Earnings management and investor protection: an international comparison”, *Journal of Financial Economics*, 69, pp. 505-527.

- Liberty, S. e Zimmerman, J. (1986), “Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choice”, *The Accounting Review*, 61, pp. 692-712.
- Lin, L., Morris, R. e Tang, Q. (2011), “Information quality of fair value accounting during the financial crisis”. Working paper. University of New South Wales.
- Magnan, M. (2009), “Fair Value Accounting and the Financial Crisis: Messenger or Contributor?”. *Accounting Perspectives*, 8, pp.189-213.
- Martins, A. e Moutinho, N. (2007), “Accruals” discricionários e o governo das sociedades: uma aplicação às empresas cotadas no mercado bolsista português”, In XVII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica 'Conocimiento, Innovación y Emprendedores'. *Universidad de La Rioja*, Logroño.
- Mendes, C. A. e Rodrigues, L. L. (2007). “Determinantes da Manipulação Contabilística”. *Revista de Estudos Politécnicos*, 4, pp. 189-210.
- Moreira, J. (2005), “Piecewise Linear Accruals Models: Do They (Really) Control for the Asymmetric Recognition of Gains and Losses?”, *Working Paper*, FEP, Porto.
- Osma, B. e Noguer, B. (2005), “Corporate Governance and Earnings Management in Spain”, *Working Paper*, *Universitat Jaume I*, Madrid.
- Recomendação Comissão Europeia N.º 2003/361/CE, Jornal Oficial da União Europeia de 6 de Maio de 2003.
- Riedl, E. J. (2004), “An Examination of Long Lived Asset Impairments”, *The Accounting Review*, 79, pp. 823-859.
- Riedl, E. J. e Srinivasan, S. (2010), “Signaling Firm Performance Through Financial Statement Presentation: An Analysis Using Special Items”, *Contemporary Accounting Research*, 27, pp. 289-332.
- Saleh, N.M. e Ahmed, K. (2005), “Earnings management of distressed firms during debt renegotiations”, *Accounting & Business Research*, 35, pp. 69-86.
- Schipper, K. (1989), “Commentary on Earnings Management”, *Accounting Horizons*, 3, pp. 91-102.
- Schipper, K. e Vincent, L. (2003), “Earnings quality”, *Accounting Horizons*, 17, pp. 97-97.
- Strobl, G. (2008), “Earnings manipulation and the cost of capital”, *Journal of Accounting Research*, 2013, 51, pp. 449-473.

- Subramanyam, K. R. (1996), “The pricing of discretionary accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp. 249-281.
- Tendeloo, B. e Vanstraelen, A. (2008), “Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market”, *European Accounting Review*, 17, pp. 447-469.
- Turner, L. (2008), “Banks Want to Shoot the Messenger over Fair Value Rules”, *Financial Times*, 2, p.17.
- Zimmer, I. (1986), “Accounting for interest by real estate developers”, *Journal of Accounting and Economics*, 8, pp.37-51.
- Zimmerman, J. (1983), “Taxes and firm size”, *Journal of Accounting and Economics*, 5, pp. 119-149.
- Zmijewski, M.E. e Hagerman, R.L. (1981), “An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice”, *Journal of Accounting and Economics*, 3, pp. 129-149.
- Watts, R. L. e Zimmerman, J. L. (1978), “Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards”, *The Accounting Review*, 53, pp. 112-134.
- Wong, J. (1988), “Economic incentives for the voluntary disclosure of current cost financial statements”, *Journal of Accounting and Economics*, 10, pp. 151-167.