



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

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

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**IMPACTO DAS VARIÁVEIS MACROECONÓMICAS NA
GESTÃO DOS RESULTADOS**

SARA VARELA ALVES

OUTUBRO- 2014



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

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

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**IMPACTO DAS VARIÁVEIS MACROECONÓMICAS NA
GESTÃO DOS RESULTADOS**

SARA VARELA ALVES

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA
SILVA**

OUTUBRO -2014

Resumo

Este estudo pretende analisar o impacto das variáveis macroeconómicas e de carácter institucional na gestão de resultados, bem como estudar a influência dos ciclos económicos. A amostra incide sobre empresas cotadas de 14 países da Europa entre o período de 2003 a 2012. Foi utilizado o modelo de Jones (1991) para detectar a prática de gestão de resultados. Os resultados sugerem que o PIB *per capita* e a taxa de crescimento real do PIB tendem a diminuir a prática de gestão de resultados e que os países de origem legal *code law* e os países da Europa Oriental apresentam maiores níveis de gestão de resultados. Os resultados sugerem também que apesar das variáveis macroeconómicas terem impacto na gestão de resultados, as características específicas da empresa assumem um maior poder explicativo. Há também evidência de que durante a crise financeira os gestores tendem a gerir os resultados para baixo.

Palavras-chave: Gestão de Resultados, Accruals Discricionários, Variáveis macroeconómicas, Ciclos Económicos.

Abstract

This study aims to analyze the impact of macroeconomic and institutional variables in earnings management and study the influence of economic cycles, since the sample includes different periods of expansions and recessions. This sample is composed by listed companies of 14 European countries between the periods of 2003 to 2012. The Jones model of (1991) was used to detect earnings management practices. The results of the study are in line with the literature. The GDP per capita and the real GDP growth rate tend to decrease earnings management and the countries with legal origin in Code Law as well as Eastern European countries are associated with an increase in earnings management. There is evidence that despite the fact that macroeconomic variables have an impact on earnings management, specific company characteristics have a greater explanatory power. Furthermore, there is evidence that during financial crisis managers tend to manipulate results downwards.

Keywords: Earnings management, Discretionary accruals, Economic variables, Economic Cycles.

Agradecimentos

Em primeiro lugar quero agradecer à minha orientadora, Professora Doutora Cristina Gaio, por toda a disponibilidade para o esclarecimento de dúvidas ao longo do desenvolvimento deste trabalho.

Um agradecimento especial ao meu namorado e à Nádía Rodrigues por todo o apoio e ajuda que me prestaram.

Por último quero agradecer à minha família e amigos por toda a compreensão e incentivo.

Índice

Resumo	iii
Abstract.....	iv
Lista de Tabelas	viii
Capítulo 1. Introdução	1
Capítulo 2. Revisão da Literatura e Hipóteses	3
2.1. Definição de Gestão de Resultados.....	3
2.2. Motivações para a Prática de Gestão de Resultados	4
2.3. Técnicas Utilizadas na Detecção de Gestão de Resultados	5
2.4. Impacto das Variáveis Macroeconómicas e de Carácter Institucional na Gestão de Resultados	6
2.4.1. Produto Interno Bruto (PIB).....	6
2.4.2. Sistema Legal	8
2.5. Ciclos Económicos.....	10
2.6. Hipóteses de Estudo	11
Capítulo 3. Amostra e Metodologia	12
3.1. Amostra e Dados	12
3.2. Metodologia	14
3.3. Medida de Gestão de Resultados	14
3.4. Modelo Empírico	16
3.4.1. Variáveis Independentes.....	16
3.4.2. Variáveis de controlo.....	17
Capítulo 4. Resultados.....	18

4.1. Estatísticas descritivas.....	18
4.2.1. Impacto dos Ciclos Económicos na Gestão dos Resultados	22
4.2.2. Impacto das Variáveis Macroeconómicas na Gestão de Resultados.....	24
4.2.3. Impacto do Sistema Legal na Gestão de Resultados.....	27
4.2.4. Impacto da Localização na Gestão de Resultados.....	29
4.2.4. Análise de robustez	29
Capítulo 5. Conclusão	32
5.1. Principais Conclusões	32
5.2. Limitações do estudo.....	33
5.3 Pistas de Investigações futuras.....	33
Anexos.....	40

Lista de Tabelas

Tabela 1: Composição da amostra por país	13
Tabela 2: <i>Accruals</i> Discricionários por País.....	18
Tabela 3: <i>Accruals</i> Discricionários por grupo de país.....	19
Tabela 4: Características económicas por país	20
Tabela 5: Estatísticas descritivas do modelo 1	21
Tabela 6: Matriz de Correlação do modelo 1	22
Tabela 7: Impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados	25
Tabela 8: Coeficientes para a hipótese relativa ao sistema legal (H4)	27
Tabela 9: Coeficientes para a hipótese relativa à localização	29
Tabela 10: Coeficientes do modelo com diferentes variáveis dependentes	30
Tabela A. 1: Composição da amostra por sector (NAICS2007)	40
Tabela B. 1: Matriz de Correlação do modelo 1.....	40
Tabela B. 2: Matriz de Correlação do modelo 2.....	41
Tabela C. 1: Taxa de crescimento do PIB real	41
Tabela C. 2: GDP <i>per capita</i> por país	42
Tabela E. 1 - Grupo de países para a hipótese 3.....	50
Tabela E. 2 - Países da Europa Ocidental de acordo com os critérios definidos da UNESCO	50

Lista de gráficos

Gráfico D. 1 : Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Alemanha	42
Gráfico D. 2: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na França	43
Gráfico D. 3: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Finlândia.....	43
Gráfico D. 4: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB em Portugal	44
Gráfico D. 5: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB em Espanha	44
Gráfico D. 6: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB em Itália.....	45
Gráfico D. 7: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Grécia	45
Gráfico D. 8: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB no Reino Unido	46
Gráfico D. 9: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Suécia	46
Gráfico D. 10: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Sérvia.....	47
Gráfico D. 11: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Bósnia Herzegovina	47
Gráfico D. 12: Relação entre <i>accruals</i> discricionários e PIB na Suíça	48
Gráfico D. 13: <i>Accruals</i> Discricionários em 2009	48
Gráfico D. 14: <i>Accruals</i> Discricionários em 2010	49
Gráfico D. 15: <i>Accruals</i> Discricionários em 2011	49

Lista de Abreviaturas

NAICS - *North American Industry Classification System*

PIB – Produto Interno Bruto

ROA – *Return on Assets*

U.E. – União Europeia

UNESCO - *United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization*

Capítulo 1. Introdução

A gestão de resultados é um tema bastante actual e que tem estado presente em várias investigações científicas. No entanto, a maioria dos estudos tem-se focado no impacto das características específicas da empresa e institucionais dos países e não tanto nas características macroeconómicas. Contudo, o cenário macroeconómico onde as empresas operam pode influenciar de forma significativa a prática da gestão de resultados.

Sendo assim, considerou-se que seria pertinente e uma mais-valia para a literatura incluir uma vertente mais macro na análise dos determinantes da gestão de resultados. Por outro lado, são ainda escassos os estudos que examinam o impacto da actual crise económica na gestão de resultados.

A presente investigação surge então com o objectivo de analisar qual o impacto das variáveis económicas no nível de gestão de resultados praticado pelas empresas cotadas europeias. Pretende-se averiguar também se durante a recessão existe uma maior tendência por parte dos gestores para fazerem gestão de resultados, e qual o impacto do sistema legal e da localização da empresa no nível de gestão de resultados praticado pelas empresas.

Dos estudos efectuados sobre esta temática, destaca-se a investigação realizada por Qinglu (2005) e Lin & Shih (2002). Os autores concluíram que durante os períodos de recessão ou de forte crescimento económico existe um aumento das práticas de gestão de resultados e a média dos *accruals* discricionários é negativa, ou seja, existe gestão de resultados com a finalidade de diminuir os resultados. Almeida (2012) conclui que as variáveis económicas estão negativamente associadas com as práticas de gestão de resultados.

A amostra é constituída por empresas cotadas de 14 países da Europa e abrange um período temporal desde 2003 a 2012. Foi utilizado o modelo de Jones (1991) para calcular os *accruals* discricionários, que é a medida de gestão de resultados analisada. Os dados foram retirados da base de dados Amadeus e posteriormente foram realizados modelos econométricos, de forma a testar as várias hipóteses definidas.

Os resultados do estudo sugerem que existe uma associação negativa entre as variáveis macroeconómicas e o nível de gestão de resultados e que durante períodos de recessão a gestão é feita com o objectivo de diminuir os resultados. Verificou-se também que, apesar do poder explicativo das variáveis macroeconómicas, são as características específicas das empresas que mais determinam o nível de gestão de resultados praticado.

Os resultados sugerem também que o grupo de países *Insider Economies* (Leuz et al, 2003) tende a manipular mais os resultados, bem como os países da Europa Oriental.

Espera-se que este estudo contribua para a literatura sobre os determinantes da prática de gestão de resultados e, em particular, para a ainda escassa literatura no impacto das crises económicas e financeiras na gestão de resultados e, consequentemente, na qualidade da informação contabilística.

Este estudo encontra-se dividido em cinco capítulos. No segundo capítulo encontra-se a revisão da literatura, onde são apresentados a definição, motivações e técnicas de gestão de resultados, assim como, as hipóteses estudadas. No capítulo 3 apresenta-se a amostra, a metodologia, a medida de gestão de resultados e as variáveis utilizadas nos modelos. No capítulo 4 discutem-se os resultados obtidos. Por fim, no capítulo 5 apresentam-se as conclusões, limitações e pistas de investigação futura.

Capítulo 2. Revisão da Literatura e Hipóteses

2.1. Definição de Gestão de Resultados

Ao longo dos anos têm sido publicados diversos estudos sobre a gestão de resultados, existindo inúmeros conceitos para a definir e diferentes opiniões relativamente à definição do termo. Na presente investigação, gestão de resultados é equivalente à expressão *earnings management*.

Schipper (1989) define gestão dos resultados como sendo uma intervenção deliberada no relato financeiro com o intuito de obter um determinado ganho ou proveito próprio. Esta definição foi das primeiras a surgir sobre este tema e das mais utilizadas na literatura.

Por sua vez, Healy & Wahlen (1999) defendem que *earnings management* ocorre quando são feitos julgamentos por parte dos gestores cujo objectivo é modificar as demonstrações financeiras, de forma a influenciar as expectativas dos *stakeholders*¹. Os autores afirmam que quando definida esta prática, há que ter em atenção dois aspectos. Em primeiro lugar, que existem diversos tipos de julgamentos realizados por parte dos gestores e diferentes metodologias que os mesmos podem adoptar com o intuito de fornecer um maior conteúdo informativo aos seus utilizadores e que neste caso, a prática não pode ser definida como *earnings management*. O segundo aspecto é que existem práticas realizadas pelos gestores com o intuito de induzir os *stakeholders* em erro.

A gestão de resultados pode ser vista segundo duas perspectivas: a informativa e a oportunista. Na perspectiva informativa os gestores pretendem criar uma imagem mais

¹ De acordo com a definição proposta por Freeman (1984), *Stakeholders* são pessoas, grupos ou organizações que influenciam as várias organizações.

verídica da empresa. Na perspectiva oportunista, os gestores assumem determinado comportamento com o intuito de obter vantagens próprias e tentam enganar os investidores, levando-os a tomar decisões de acordo com os seus interesses. (Schipper, 1989; Healy&Whalen, 1999; Beneish, 2001). Neste trabalho será aprofundada a vertente oportunista, uma vez que é a vertente que prevalece na literatura.

2.2. Motivações para a Prática de Gestão de Resultados

Com base na literatura podemos identificar três tipos de incentivos à prática de gestão de resultados: incentivos relacionados com o mercado de capitais, incentivos contratuais e incentivos legais (Healy & Wahlen , 1999).

A informação contabilística é utilizada pelos analistas e investidores, sendo assim é expectável que hajam incentivos para que ocorram determinadas práticas de gestão de resultados por parte dos gestores, com o objectivo de apresentar resultados que vão de acordo com às expectativas dos investidores e analistas ou que influenciam as condições de financiamento e o custo de capital. Empresas com resultados negativos muito próximos de zero têm incentivos para gerir os resultados de forma a alcançar um resultado positivo (Hayn, 1995; Burgstahler & Dichev, 1997;De George et al, 1999). A investigação realizada por Hayn (1995) demonstra que os gestores tendem a manipular os resultados para alcançar resultados positivos. Tal comportamento verifica-se através de um gráfico onde é apresentada a distribuição dos resultados e onde se observa que existe uma concentração de casos próximos, mas acima de zero, em contrapartida de uma minoria de casos negativos.

A literatura aponta como incentivos contratuais os contratos efectuados com os credores e o pacote de remunerações dos gestores. As empresas com grandes

probabilidades de não cumprir as obrigações contratuais com os credores tendem a manipular os resultados contabilísticos (Sweeney, 1994).

Relativamente aos pacotes de remunerações dos gestores, Healy (1985) afirma que as empresas compensam os seus trabalhadores através da atribuição de bónus que dependem na sua maioria das vezes dos lucros obtidos. Por esta via, pode-se concluir que os gestores podem ser tentados a manipular os resultados de forma a obter uma compensação.

Por fim, a literatura comprova que existem vários incentivos legais. É evidente que todas as indústrias são reguladas, no entanto existem sectores em que a regulação é mais exigente relativamente à informação contabilística, nomeadamente, os bancos e seguradoras (Healy & Wahlen, 1999). Os autores afirmam ainda que existe outro tipo de motivação ligada à regulação, nomeadamente, a regulação *anti-trust*.

2.3. Técnicas Utilizadas na Detecção de Gestão de Resultados

A literatura apresenta vários métodos para detectar as práticas de gestão de resultados, nomeadamente: gestão dos *accruals* (Healy, 1985, Jones 1991); gestão de actividades reais (Roychowdhury, 2006); e *classification shifting* (McVay, 2006).

Neste ponto aprofunda-se apenas o método de gestão dos *accruals* porque será o método utilizado na presente investigação. Neste modelo distinguem-se diferentes técnicas que podem ser utilizadas para detectar *earnings management*, tal como os *accruals* específicos e os *accruals* agregados.

A aplicação da metodologia baseada nos *accruals* específicos pretende analisar se existe manipulação de resultados através de determinadas rubricas, como impostos diferidos (Phillips et al, 2003) ou ajustamentos para cobranças duvidosas. Dechow

(2011) argumenta que este método permite uma melhor observação e um registo de forma directa. Em contrapartida, McNicholas (2000) aponta como desvantagens o facto de se analisar apenas um *accrual* específico que pode reduzir a significância do teste, e o número de empresas que manipulam apenas um *accrual* específico ser muito menor relativamente às que manipulam *accruals* agregados.

A metodologia assente nos *accruals* agregados faz a distinção entre a componente discricionária (intervenções intencionais por parte dos agentes) e não discricionária (operações da actividade normal da empresa).

O primeiro modelo de gestão dos *accruals* foi desenvolvido por Healy (1985), no qual considerou a variação dos *accruals* agregados como *proxy* dos *accruals* dos discricionários. Posteriormente surgiu o modelo de Jones (1991), que é um dos modelos mais utilizados na literatura. Através deste modelo estima-se a parte discricionária dos *accruals*, que na presente investigação irá ser a medida de gestão de resultados.

2.4. Impacto das Variáveis Macroeconómicas e de Carácter Institucional na Gestão de Resultados

Leuz et al (2003) defenderam que os factores institucionais são determinantes de extrema importância para explicar o nível de gestão de resultados. Guenther & Young (2000) reforçam esta ideia, defendendo que os factores institucionais diferem entre os vários países e que o nível de gestão de resultados praticado será diferente consoante a situação económica e legal de cada país.

2.4.1. Produto Interno Bruto (PIB)

Cohen et al (2008) no seu estudo sobre empresas americanas argumenta que as alterações económicas podem ter impacto nas práticas de *earnings management*. O autor utiliza os *accruals* discricionários como medida de gestão de resultados e a sua

investigação mostra que o coeficiente PIB assume valor negativo e é estatisticamente significativo quando a medida de gestão de resultados está mensurada em valor absoluto ou em valor positivo. Em contrapartida quando a medida de gestão de resultados são os *accruals* discricionários negativos, o PIB já assume valor positivo.

Lin & Shih (2009) analisaram a relação entre a média dos *accruals* discricionários e a taxa de crescimento real do PIB nas empresas americanas durante a recessão que ocorreu entre 1990 e 1991. Os autores constataram que durante períodos de forte crescimento do PIB ou em períodos de recessão, as empresas tendem a apresentar médias negativas de *accruals* discricionários, o que significa que existe uma manipulação de resultados para baixo. Em contrapartida os *accruals* discricionários durante períodos moderados de crescimento do PIB tendem a ser positivos. Os autores sugerem ainda que durante as recessões os analistas são menos exigentes, dado que existe um cenário pessimista instalado. Neste contexto, os gestores têm incentivos para diferir os resultados positivos para a fase de recuperação dos ciclos económicos.

Qinglu (2005), no estudo que realizou sobre empresas americanas analisou a relação entre a taxa de crescimento real do PIB e gestão de resultados e os seus resultados sugerem que, durante períodos de recessão ou de expansão, os gestores tendem a manipular mais os resultados, comparativamente com períodos de crescimento moderado do PIB. O autor argumenta que estes resultados podem ser interpretados através de dois tipos de práticas: *Big Bath* e *Cookie Jar*. Quando a empresa está muito longe de alcançar o seu objectivo em termos de resultados e reconhece os gastos nesse período de forma a libertar o futuro dos mesmos estamos perante uma situação de *Big Bath*. Neste caso existe gestão de resultado com o intuito de diminuir o resultado. No

entanto, quando estamos perante períodos de expansão, os gestores guardam resultados positivos para o futuro e, nesse caso, verifica-se uma situação de *Cookie Jar*.

Por outro lado, Francis et al (2011) examinaram o impacto do PIB na gestão de resultados em empresas de 38 países pertencentes a vários continentes. O autor defende que existe uma relação positiva entre a taxa de crescimento do PIB e a manipulação de actividades reais. O autor explica esta relação argumentando que quando a situação macroeconómica do país é desfavorável, os gestores sentem menos necessidade de apresentar bons resultados, uma vez que justificam que o fraco desempenho das empresas se deve à situação global da economia.

Para além dos autores referidos anteriormente, surgiram outros que analisaram o impacto do PIB na gestão de resultados, nomeadamente: Kinnunen & Koskela (2003); Tylsch (2003) e Guenther & Young (2000);

Para fazer um enquadramento macroeconómico neste estudo, recorreu-se à taxa de crescimento do PIB, ao PIB *per capita* e ao peso das exportações no total do PIB, de forma a compreender o impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados.

2.4.2. Sistema Legal

Haw et al. (2004) sugere que existe uma relação inversa entre o sistema legal e as práticas de gestão de resultados, o que leva a crer que quanto mais forte for o sistema legal menores são as práticas de gestão de resultados.

Francis et al. (2011) analisaram a relação entre os sistemas legais e as duas formas de gestão de resultados: gestão através de actividades reais e gestão dos *accruals*. Os resultados sugerem que países com um sistema legal mais forte gerem mais os resultados através de operações reais e menos através dos *accruals* do que os países com um sistema legal mais fraco. Este estudo teve como base o estudo de La

Porta et al. (1998), o qual defende que os países de origem legal *common-law* têm um sistema legal mais forte.

Também Leuz et al. (2003) analisaram o impacto do sistema legal na prática de gestão de resultados. Para o efeito agruparam os países em três grupos: *outsider economies* com grandes mercados de capitais, *insider economies* com pequenos mercados de capitais e *insider economies* com ambiente legal fraco. O primeiro grupo é caracterizado por: dispersão de propriedade, grandes mercados de capitais, elevado nível de divulgação e contabilidade orientada para os investidores. Associam este grupo a países *Common-law* e incluem nele o Reino Unido e Estados Unidos.

O segundo grupo tem as seguintes características: concentração de propriedade, ambiente legal forte, contabilidade orientada para os credores, pequenos mercados de capitais e existência de uma relação estreita entre as empresas e os bancos ou outros intermediários financeiros. Além disso, por norma, as instituições jurídicas facilitam a obtenção de empréstimos bancários. Este grupo é associado a países *Code-law*. Estas características são típicas da Alemanha, Finlândia e Suécia. Por fim, o último grupo de países inclui a Itália e a Índia. Os autores consideram que *outside economies* são também países orientados para os *shareholders*, mas têm sistemas legais fracos. Através da sua investigação constataram que *outsider economies* apresentam menor gestão de resultados comparativamente a *insider economies*.

Smith & Geiger (2010) sugerem que as percepções da aceitação global relativamente à prática de gestão de resultados são menores nos países orientados para os *stakeholders* quando comparadas com as percepções dos participantes dos países orientados para os *shareholders*.

Neste estudo pretende-se também analisar o impacto dos vários sistemas legais nas práticas de gestão de resultados, formando grupos com diferentes características.

2.5. Ciclos Económicos

O tema de investigação foca-se no impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados, sendo importante investigar o impacto da crise económica actual. Desta forma é essencial entender o conceito de ciclo económico, caracterizado por períodos de expansão e contracção da actividade económica. De acordo com Moore (1983), “um ciclo consiste em expansões, ocorrendo aproximadamente ao mesmo tempo e em várias actividades económicas, seguidos por recessões gerais e similares, contracções e repetições que se fundem em fases de expansões iniciando o próximo ciclo”.

De acordo com o estudo efectuado por Qinglu (2005), é expectável que durante os períodos de recessão, os gestores visem esconder resultados, de modo a que no futuro consigam alcançar as expectativas dos analistas e investidores. O autor refere ainda que durante os períodos de crise as empresas podem ser tentadas a envolver-se em práticas de *Big Bath*, ou seja, tendem a aumentar as perdas nesses períodos através de acumulações discricionárias.

Ugur (2013) no seu estudo que inclui 175 países, investigou o papel dos investidores institucionais na gestão de resultados e introduziu as variáveis taxa de inflação, taxa de crescimento do PIB e CRISE, de forma a controlar a condição macroeconómica do país de origem.

2.6. Hipóteses de Estudo

De seguida, apresentam-se as hipóteses que serão analisadas na presente investigação. De salientar que todas estão sustentadas pela literatura excepto a última hipótese (H4).

H1: As recessões afectam negativamente a gestão de resultados.

Uma vez que a amostra em estudo inclui diferentes períodos económicos, nomeadamente expansões e recessões, pretende-se verificar se existe alguma relação entre os ciclos económicos e a gestão de resultados. Esta hipótese teve como base o estudo efectuado por Qinglu (2005) e Lin & Shih (2002).

H2: Existe uma relação negativa entre as variáveis macroeconómicas e a gestão de resultados.

Esta hipótese será analisada através da estimação de regressões, tendo em conta o impacto das características económicas, nomeadamente: PIB *per capita*, a taxa de crescimento real do PIB e o peso das exportações no total do PIB. Hipótese baseada no estudo de Almeida (2012).

H3: Outsider Economies estão associadas a um nível de gestão de resultados menor.

Esta hipótese será baseada no estudo realizado por Leuz et al (2003) e pretende-se averiguar se existe relação entre o sistema legal pertencente a cada país e a gestão de resultados.

H4: Países da Europa Oriental estão associados a um maior nível de gestão de resultados comparativamente com os países da Europa Ocidental.

Para testar esta hipótese dividiu-se a nossa amostra em dois grupos: Europa Ocidental e Europa Oriental. Dado que, os grupos apresentam características

diferenciadoras, achou-se interessante verificar qual o grupo que tende a gerir mais os seus resultados.

Capítulo 3. Amostra e Metodologia

3.1. Amostra e Dados

A presente investigação tem como base de dados empírica *Amadeus*, que fornece uma ampla informação financeira das empresas cotadas e não cotadas da Europa e os dados macroeconómicos foram retirados do Eurostat. Os dados e informação relativos às empresas em estudo foram recolhidos durante o mês de Junho de 2014. O estudo incide sobre os países da Europa e serão avaliados 10 anos de observação, entre 2003 e 2012. Pretende-se analisar o impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados.

Inicialmente foram seleccionadas todas as empresas cotadas da Europa, com excepção das empresas do sector financeiro e do sector de administração pública, dado que apresentam características muito próprias, o que poderia levar ao enviesamento de resultados. Posteriormente eliminaram-se todas as empresas que não tinham informação disponível e os países ou sectores com menos de 10 empresas. Para além disso, procedeu-se à eliminação de todos os valores considerados como *outliers*². Assim, o estudo incidirá sobre uma amostra de 14 países e cerca de 2.518 empresas.

As empresas da amostra enquadram-se nos seguintes grupos:

- **Países que pertencem à U.E. e Zona Euro:** Alemanha, França e Finlândia;

Estes países apesar de registarem quebras no PIB, conseguiram uma recuperação económica mais rápida, têm taxas de desemprego menores e taxas de crescimento mais elevadas (Anexo 2 - Tabela B.1);

² Considera-se *outliers* valores que estejam abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99

- **Países que já entraram em incumprimento (U.E. e Zona Euro):** Portugal, Espanha, Itália e Grécia; Países que necessitaram de financiamento externo, que estão sob vigilância e têm ambiciosos objectivos de consolidação de contas públicas, que se traduzem em severas medidas de austeridade.

- **Países que não aderiram à Zona Euro, mas pertencem à U.E:** Bulgária, Croácia, Reino Unido e Suécia;

- **Países que não aderiram à Zona Euro nem à U.E:** Sérvia, Bósnia Herzegovina e Suíça;

A Tabela 1 apresenta a composição da amostra por país. Podemos constatar que existem 3 países com percentagens superiores, Sérvia (22,08%), França (14,22%) e Reino Unido (13,19%). Ao analisar a composição da amostra por sector (ver Anexo A, Tabela A. 1) é de realçar o sector 31 a 33 (Sector Industrial) com 30% e o sector 55 (Gestão de Empresas) com 20%.

Tabela 1: Composição da amostra por país

País	N	Percentagem
Alemanha	171	6,79%
Bósnia	285	11,32%
Bulgária	81	3,22%
Croácia	79	3,14%
Espanha	84	3,34%
Finlândia	66	2,62%
França	358	14,22%
Grécia	156	6,20%
Itália	106	4,21%
Portugal	15	0,60%
Reino Unido	332	13,19%
Sérvia	556	22,08%
Suécia	126	5,00%
Suíça	103	4,09%
Total	2518	100,00%

3.2. Metodologia

A presente investigação passou por diferentes etapas, inicialmente através do modelo de Jones (1991) obteve-se os *accruals* discricionários, que representam a medida de gestão de resultados. De seguida, efectuou-se diversos gráficos para medir a relação entre a medida de gestão de resultados e a taxa de crescimento real do PIB.

O passo seguinte passou pela estimação de dois modelos para testar as nossas hipóteses. No primeiro modelo incluíram-se todos os países da amostra (14 países). No segundo modelo foram retirados cerca de 4 países (Bósnia Herzegovina, Bulgária, Croácia e Sérvia) por não se enquadrarem na hipótese do sistema legal. De referir que, quando se estimou as regressões, realizou-se uma análise extra, com o objectivo de corrigir os erros-padrão devido à autocorrelação. Uma vez que, esta análise não alterou significativamente os nossos resultados, optou-se por não apresentar.

3.3. Medida de Gestão de Resultados

Diversos autores defendem que o Modelo de Jones e o Modelo de Jones Modificado permitem estimar os *accruals* discricionários de forma fiável (Guay et al., 1996; Dechow et al., 1995). Contudo, ambos os modelos são alvos de críticas e ao longo dos anos têm vindo a ser melhorados e aplicados com algumas alterações. Uma das críticas apontadas a este modelo foi o uso de séries temporais. Então, de forma a eliminar esta lacuna, alguns estudos utilizaram modelos *cross-sectional* (Subramanyam, 1996; Becker et al., 1998; Bartov et al., 2001).

Nesta investigação optou-se pela utilização do Modelo de Jones Original (1991), pois estudos recentes alegam que o modelo original é mais robusto e permite obter melhores resultados (Kothari et al, 2005).

Através da Equação 1 foram estimados os coeficientes para cada sector de actividade (Modelo de Jones versão *Cross-sectional*), através do método OLS.

$$\frac{TA_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + e_{i,t} \quad (1)$$

Em que,

$TA_{i,t}$: Total dos *accruals* do ano t da empresa i;

AT_{t-1} : Activo Total no período t-1 da empresa i;

ΔVND_t : Variação das Vendas entre o período t e t-1 da empresa i;

$AFT_{i,t}$: Activos Fixos Tangíveis do ano t da empresa i;

A equação 1 foi estimada para obter os *accruals* não discricionários, sendo os erros de previsão considerados como os *accruals* discricionários ou anormais. Assim, a nossa medida de gestão de resultados.

$$GR_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) \quad (2)$$

Para conseguir estimar os *accruals* discricionários foi necessário calcular previamente os *accruals* totais. Optou-se pela abordagem tradicional do balanço, dada pela seguinte fórmula:

$$ACC_t = \Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta CX_{i,t} + \Delta DIVcp_{i,t} - Dep_{i,t} \quad (3)$$

Em que,

$\Delta AC_{i,t}$: Variação do Activo Corrente entre o ano t-1 e o ano t da empresa i;

$\Delta PC_{i,t}$: Variação do Passivo Corrente entre o ano t-1 e o ano t da empresa i;

$\Delta CX_{i,t}$: Variação da Caixa e Equivalente de Caixa entre o ano t-1 e o ano t da empresa i;

$\Delta DIVcp_{i,t}$: Variação da Dívida de curto-prazo entre o ano t-1 e o ano t da empresa i;

$Dep_{i,t}$: Depreciações e amortizações entre o ano t-1 e o ano t da empresa i;

3.4. Modelo Empírico

De forma a testar as hipóteses anteriormente estabelecidas foi desenvolvido o seguinte modelo empírico:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_3 DIM_{i,t} + \beta_4 INVEST_{i,t} + \beta_5 NOA_{i,t} + \beta_6 CAIXA_{i,t} + \beta_7 PIB_{i,t} + \beta_8 TxPIB_{i,t} + \beta_9 EXP_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

A variável dependente GR (Gestão de Resultados) foi calculada através do modelo de Jones, descrito anteriormente.

3.4.1. Variáveis Independentes

O principal objectivo do estudo é investigar o impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados. Este impacto será medido através das seguintes variáveis:

- **PIB per capita (PIB):** logaritmo do Produto Interno Bruto *per capita*. O PIB per capita é um dos indicadores mais usados na macroeconomia cujo objectivo é mensurar a actividade económica. Esta variável foi obtida através do Eurostat. De acordo com o estudo de Almeida (2012) espera-se que o coeficiente assumo valor negativo, ou seja, exista uma relação negativa entre o PIB e o nível de gestão de resultados.
- **Exportações (EXP):** variável que tem surgido em diversos estudos, de forma a medir o impacto das operações com o estrangeiro na gestão de resultados. (Meek & Thomas, 2004). Esta variável é medida através da percentagem que a exportações têm no PIB e espera-se sinal negativo.

Taxa de Crescimento Real do PIB – variável que está presente na literatura nomeadamente no estudo de Francis et al (2011). Esta variável permite fazer comparações entre diferentes períodos temporais e diferentes países.

3.4.2. Variáveis de controlo

Serão utilizadas as seguintes variáveis como variáveis de controlo:

- **ROA:** (Resultado Líquido / Activo Total): Variável bastante presente na literatura para analisar a relação entre a rendibilidade do activo e as práticas de gestão de resultados. Quanto ao sinal esperado, existem posições contrárias. De acordo com Tendeloo & Vanstraelen (2008), empresas com rendibilidades mais altas tendem a fazer menos gestão de resultados. Em contraste, surge Carlson & Bathala (1997) argumentando que o aumento da rendibilidade pode resultar num aumento de gestão de resultados.
- **END:** (Dívida Total /Activo Total): Esta variável tem sido frequentemente usada na literatura cujo objectivo é medir o nível de endividamento da empresa e pode ter duas consequências. Segundo DeFond & Jiambalvo (1994) e Sweeney (1994), o endividamento está positivamente relacionado com a prática de gestão de resultados. Por sua vez, Becker et al (1998) argumenta que empresas com maior endividamento tendem a manipular menos os seus resultados, devido a um maior controlo por parte dos credores.
- **DIM:** (Logaritmo do Total dos Activos): Com a inclusão desta variável pretende-se controlar o impacto da dimensão da empresa na prática de gestão de resultados. O estudo realizado por Watts & Zimmerman (1978), sugere que empresas de maior dimensão, tendem a manipular menos os seus resultados, logo espera-se sinal negativo para esta variável.

- **INVEST:** (Oportunidades de investimento): Para medir esta variável será usada como proxy a taxa de crescimento das vendas. De acordo com Gaio (2010) é expectável que o coeficiente desta variável assuma valor positivo.
- **NOA:** (Activo Operacional Líquido/ Vendas): Variável usada nos estudos efectuados por Barton & Simko (2002). É esperado sinal positivo.
- **Caixa:** (Caixa e Equivalentes de Caixa / Total do Activo) – Jensen (1986) considera que existe uma relação negativa entre esta variável e as práticas de gestão de resultados.
- **Sector NAICS 2007:** Variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa pertença ao respectivo sector e 0 caso contrário. Esta variável tem sido usada em vários estudos nomeadamente Francis et al (2011), cujo objectivo é controlar o efeito do sector de actividade na gestão de resultados.
- **País:** Variável *dummy* que assume o valor 1 caso a empresa pertença ao respectivo país e 0 caso contrário. Pretende-se controlar o efeito das características dos países na gestão de resultados.
- **Ano:** Variável *dummy* que teve como base o ano 2004, seguindo a metodologia de Wooldridge (2009) deve-se considerar o ano mais recente como o ano base. Pretende-se controlar o efeito temporal na gestão de resultados.

Capítulo 4. Resultados

4.1. Estatísticas descritivas

As Tabelas 2 e 3 apresentam as estatísticas descritivas da variável *accruals* discricionários por país e por grupo de país.

Tabela 2: *Accruals* Discricionários por País

Países	Média	Mediana	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo	N
Alemanha	-0,0243	-0,0190	0,0844	-0,3061	0,2769	171
Bósnia Herzegovina	0,0057	0,0102	0,0779	-0,3077	0,2779	285
Bulgária	0,0012	0,0049	0,0977	-0,2986	0,2707	81
Croácia	-0,0057	0,0025	0,0859	-0,2989	0,2729	79
Espanha	-0,0101	-0,0079	0,0783	-0,2597	0,2383	84
Finlândia	-0,0263	-0,0230	0,0874	-0,3034	0,2681	66
França	-0,0212	-0,0187	0,0719	-0,3079	0,2774	358
Grécia	-0,0079	-0,0041	0,0865	-0,3072	0,2732	156
Itália	-0,0243	-0,0203	0,0830	-0,3059	0,2778	106
Portugal	-0,0266	-0,0227	0,0888	-0,2797	0,2238	15
Reino Unido	-0,0251	-0,0206	0,0757	-0,3066	0,2777	332
Sérvia	0,0029	0,0069	0,1006	-0,3075	0,2785	556
Suécia	-0,0202	-0,0204	0,0909	-0,3051	0,2770	126
Suiça	-0,0051	-0,0025	0,0718	-0,2888	0,2768	103

Tabela 3: *Accruals* Discrecionários por grupo de País

GRUPOS	Média
Grupo 1: Países da U.E e Zona Euro	-0,0226
Grupo 2: Países que já entraram em incumprimento	-0,0140
Grupo 3: Países da U.E mas não pertencem à Zona Euro	-0,0181
Grupo 4: Países que não pertencem à U.E nem à Zona Euro	0,0029

Caso a variável dependente (*accruals discrecionários*) assumam valores negativos significa que existe gestão de resultados com o objectivo de diminuir o resultado, caso apresente sinal positivo significa que a empresa ambiciona apresentar melhores resultados, recorrendo a uma gestão nesse sentido.

Os resultados obtidos mostram que a medida de gestão de resultados assume como valor médio -0,0108, mediana de 0,084 e desvio-padrão de 0,0858, não existindo assim uma grande discrepância de valores. Os resultados variam entre -0,0266 e 0,0057, sendo o valor mais baixo de Portugal e o mais elevado da Bósnia Herzegovina.

Ao analisar por grupo de país verifica-se que, em termos médios, existem resultados negativos, o que significa que a maioria das empresas da amostra envolvem-

se em práticas cujo objectivo final é uma diminuição dos resultados, à excepção do grupo de países que não pertencem à UE nem à Zona Euro.

Na Tabela 4 apresenta-se as estatísticas descritivas relativamente às características económicas dos países da amostra.

Tabela 4: Características económicas por país

Países	PIB per capita		Tx Real do PIB		Exportações	
	Média	Desvio Padrão	Média	Desvio-Padrão	Média	Desvio-Padrão
Alemanha	117,6667	3,1972	1,4333	2,6378	44,8940	4,9750
Bósnia Herzegovina	27,3333	1,5635	3,1000	3,3440	34,5380	4,2950
Bulgária	41,5556	3,9752	3,2778	4,0113	55,7960	8,0860
Croácia	60,8889	2,0245	1,0222	3,8998	41,7380	1,9650
Espanha	101,1111	3,2470	3,2778	4,0113	27,2400	2,4440
Finlândia	115,4444	1,6405	1,5222	4,0077	41,7700	3,0450
França	108,7778	0,9162	0,6889	1,9226	26,2480	1,1060
Grécia	89,0000	6,0000	-0,7333	4,6593	23,1950	2,0950
Itália	103,6667	2,0000	-0,0556	2,4014	26,9810	2,0460
Portugal	78,4444	1,4229	0,0778	1,9668	31,2570	3,5350
Reino Unido	114,6667	7,5865	1,0778	2,6097	28,4440	2,3150
Sérvia	34,1111	1,7285	2,7889	3,6556	30,5700	5,4690
Suécia	123,8889	2,0245	1,9111	3,1171	49,0230	2,7410
Suíça	146,6667	7,1647	2,0889	1,6448	50,0660	3,5880

Fonte: Eurostat

De realçar que a Suíça, Suécia, Alemanha, Finlândia e Reino Unido tomam os valores médios mais elevados da variável PIB *per capita*. Quanto à taxa de crescimento real do PIB, destaca-se o valor médio negativo relativo à Itália e Grécia, sendo estes países pertencentes ao grupo que já entrou em incumprimento. Quanto ao peso das exportações no PIB, é de salientar o desvio-padrão da Bulgária (8,0860), valor mais elevado comparativamente com os restantes países. Adicionalmente, encontra-se no anexo C (Tabela C. 1) a evolução da taxa de crescimento do PIB real e o GDP per capita no anexo C (Tabela C .2).

A tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas do modelo principal utilizado para testar as hipóteses e a respectiva matriz de correlação das variáveis.

Tabela 5: Estatísticas descritivas do modelo 1

	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	25%	Mediana	75%	Máximo
Variável Dependente							
GR	-0,0106	0,0834	-0,3075	0,0528	-0,0086	0,0336	0,2785
Variáveis da Empresa							
ROA	0,0175	0,0752	-0,3569	0,0012	0,0203	0,0565	0,2386
END	0,2006	0,1710	0,0000	0,0507	0,1687	0,3120	0,7570
DIM	11,0278	2,6273	5,5047	8,9962	11,0503	12,8822	17,1587
INVEST	0,0667	0,2564	-0,6621	0,0607	0,0479	0,1612	1,6886
NOA	0,1257	0,5603	-3,9647	0,0162	0,1324	0,3043	3,2601
Caixa	0,0721	0,0862	0,0000	0,0100	0,0391	0,1031	0,4875
Variáveis macroeconómicas							
PIB	4,2659	0,5973	3,2189	3,5835	4,6444	4,7362	5,0626
Tx PIB	0,0232	0,3437	0,0000	0,0002	0,0008	0,0024	13,5571
EXP	0,3393	0,0951	0,1926	0,2665	0,3051	0,4035	0,6666

Variáveis – ROA: Resultado Líquido / Activo Total; **END:** Dívida Total/ Activo Total; **DIM:** ln (Activo Total); **INVEST:** Crescimento das Vendas; **NOA:** Activo Operacional Líquido/ Vendas; **Caixa:** Caixa e Equivalentes de Caixa / Activo Total; **PIB:** ln (Produto Interno Bruto *per capita*); **TxPIB:** Taxa de Crescimento Real do PIB; **EXP:** Exportações de bens e serviços (% do PIB);

A medida de gestão de resultados assume como valor médio -0,0106, a mediana -0,0086 e desvio-padrão 0,0834.

De salientar que em média, as empresas da amostra têm um nível de endividamento de 20%, um crescimento anual de vendas de 6,67%, um ROA de 1,75%. Quanto às variáveis macroeconómicas verifica-se que em média, a taxa de crescimento real do PIB é cerca de 2,32% e a média das exportações em % do PIB assume o valor de 33,93%.

A Tabela 6 dá-nos a correlação entre as variáveis utilizadas no modelo empírico. Constatase que quase todas as variáveis têm uma correlação fraca entre si. No entanto, é de referir dois casos que apresentam correlações mais elevadas. O primeiro caso é entre a variável PIB e Caixa (0,4146) e o segundo caso corresponde à correlação elevada entre o PIB e a Dimensão (0,7254).

Note-se que existe uma correlação significativa entre a variável dependente GR e todas variáveis independentes.

Tabela 6: Matriz de Correlação do modelo 1

	GR	ROA	END	DIM	INVEST	NOA	Caixa	PIB	txPIB	EXP
GR	1									
ROA	0,1945	1								
END	0,0267	-0,1448	1							
DIM	-0,0665	0,2517	0,3392	1						
INVEST	0,0335	0,2026	-0,022	0,0302	1					
NOA	0,0864	0,1795	-0,1236	0,0709	0,025	1				
Caixa	-0,142	0,2366	-0,1932	0,2053	0,0547	0,2349	1			
PIB	-0,125	0,244	0,2235	0,7254	0,0186	0,135	0,4146	1		
txPIB	-0,0291	0,0033	-0,0033	-0,0037	0,0144	0,0093	0,0248	0,0489	1	
EXP	0,0245	0,0697	-0,1006	-0,0448	0,0345	0,012	-0,0222	0,0369	0,0458	1

Nota: os valores a negrito são estatisticamente significativos a 5%.

4.2. Análise dos Resultados

4.2.1. Impacto dos Ciclos Económicos na Gestão dos Resultados

Visto que, um dos objectivos do estudo é investigar a influência das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados, considerou-se pertinente analisar a relação entre os ciclos económicos e as práticas de gestão de resultados. Para realizar esta análise, recorreu-se a vários gráficos que relacionam a média dos *accruals*

discricionários com a taxa de crescimento real do PIB (Anexo D – Gráfico D. 1 até ao gráfico D. 15). Considera-se a crise económica a partir de 2009 (Kousenudis et al, 2013).

No grupo de países que pertencem à União Europeia e à Zona Euro, é de salientar que durante os anos de crise, existem tendências muito semelhantes entre as duas variáveis, assumindo quase sempre a mesma direcção, ou seja, um aumento/diminuição da taxa de crescimento real do PIB é acompanhada por um aumento/diminuição dos *accruals* discricionários.

Ao analisar o grupo de países que já entraram em incumprimento, verifica-se que entre 2009 e 2010, ocorreu um aumento dos *accruals* discricionários em todos os países que constituem este grupo. Entre 2010 e 2011, em Portugal, Grécia e Itália ocorreu uma diminuição do PIB, que foi acompanhada por uma diminuição dos *accruals* discricionários.

De realçar que no grupo de países que pertencem à União Europeia, mas não fazem parte da Zona Euro, surgem alguns períodos em que a relação entre as duas variáveis é inversa, nomeadamente no Reino Unido entre 2010 e 2011 e entre 2011 e 2012. Na Suécia, a partir do período da crise ambas as variáveis seguem tendências inversas.

Analisando os resultados apresentados no grupo da amostra que não pertence à União Europeia nem à Zona Euro, verifica-se que na Sérvia até 2008, quando o PIB aumenta, os *accruals* discricionários diminuem. No entanto, a partir de 2009 (Ano da Crise) verifica-se que ambas as variáveis têm a mesma direcção. Na Bósnia Herzegovina, a relação entre as duas variáveis é maioritariamente inversa e na Suíça observa-se que durante os anos de crise ambas as variáveis seguem a mesma tendência.

Conclui-se então que a relação entre estas duas variáveis depende do grupo de país em causa. Verifica-se ainda, que países em circunstâncias económicas semelhantes apresentam a mesma tendência e que regra geral ambas as variáveis apresentam a mesma direcção. No entanto não é possível provar que existe convergência entre todos os países do estudo, mas sim em pequenos grupos específicos.

O Anexo E apresenta vários gráficos com a variável GR durante os anos de crise (a partir de 2009). Constata-se que em 2009 todos os países apresentam médias negativas com excepção da Bósnia Herzegovina e da Sérvia. Em 2010, os resultados são semelhantes, à excepção de Portugal que surge com média positiva.

Sendo assim conclui-se que durante os anos de crise existe uma forte tendência por parte das empresas para manipularem os seus resultados para baixo.

4.2.2. Impacto das Variáveis Macroeconómicas na Gestão de Resultados

Procedeu-se à estimação desta regressão com o objectivo de investigar se as variáveis macroeconómicas têm influência na gestão de resultados, para além das variáveis relacionadas com a empresa. De forma a testar este impacto, realizaram-se regressões tendo em conta diferentes especificações do modelo. A Tabela 7 apresenta os resultados obtidos.

Tabela 7: Impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados

	Sinal Esperado	1	2	3	4	5
Variáveis da hempresa						
ROA	?	0,2922 (34,59)		0,2968 (35,18)	0,2985 (35,36)	0,2885 (34,78)
END	?	0,0429 (11,13)		0,0475 (12,25)	0,0453 (11,29)	0,0427 (11,32)
DIM	-	-0,0045 (-16,52)		-0,0018 (-5,30)	-0,0015 (-4,19)	
INVEST	-	-0,0041 (-1,77)		-0,0049 (-2,09)	-0,0050 (-2,14)	-0,0049 (-2,12)
NOA	+	0,0160 (14,68)		0,0168 (15,51)	0,0168 (15,44)	0,0169 (15,58)
Caixa	-	-0,1795 (-23,89)		-0,1469 (-18,47)	-0,1526 (-18,93)	-0,1429 (-18,03)
Variáveis macroeconómicas						
PIB <i>per capita</i>	-		-0,0174 (-17,41)	-0,0202 (-12,41)		-0,0256 (-20,10)
TxPIB	-		-0,0059 (-3,39)	-0,0046 (-2,76)		-0,0042 (-2,53)
Exp	-		0,0265 (4,21)	-0,0016 (-0,25)		0,0031 (0,48)
<i>Dummy</i> de Ano		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> de Indústria		Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummy</i> de País		Não	Não	Não	Sim	Não
F-Test		74,81 0,0000	110,81 0,0000	73,74 0,0000	59,02 0,0000	75,06 0,0000
R ²		0,1036	0,0169	0,1114	0,1153	0,1101
N		19154	19154	19154	19154	19154

Equação 1:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_3 DIM_{i,t} + \beta_4 INVEST_{i,t} + \beta_5 NOA_{i,t} + \beta_6 CAIXA_{i,t} + \beta_7 PIB_{i,t} + \beta_8 TxPIB_{i,t} + \beta_9 EXP_{i,t} + \varepsilon$$

Variáveis - GR- medida de gestão de resultados; **ROA:** Resultado Líquido / Activo Total; **END:** Dívida Total/Activo Total; **DIM:** ln (Activo Total); **INVEST:** Oportunidades de Investimento dado pelo Crescimento das Vendas; **NOA:** Activo Operacional Líquido/ Vendas; **Caixa:** Caixa e Equivalentes de Caixa /Activo Total; **PIB:** ln (Produto Interno Bruto per capita); **TxPIB:** Taxa de Crescimento Real do PIB; **EXP:** Exportações de bens e serviços (% do PIB);

Valores a negrito: Estatisticamente significativo a 5%; O valor entre parêntesis é o da estatística-t;

A coluna 1 apresenta os resultados da regressão tendo em conta as características específicas da empresa. Constatou-se que todas as variáveis são estatisticamente significativas (valor- $p < 0,05$), à excepção da variável INVEST. De salientar que, a variável ROA, END e NOA estão positivamente relacionados com a gestão de resultados.

Na coluna 2 foi estimada uma regressão apenas com as variáveis macroeconómicas, com o intuito de analisar a diferença relativamente ao modelo que utiliza apenas as variáveis da empresa. Observa-se que o PIB *per capita* e a TxPIB apresentam coeficientes negativos e são variáveis estatisticamente significativas. Quanto ao R^2 , constatou-se que toma o valor de 1,69%, o que significa que as variáveis macroeconómicas têm um poder explicativo inferior comparativamente com as variáveis específicas da empresa, o que está de acordo com estudos anteriores. (Gaio, 2010).

A coluna 3 combina as variáveis da empresa com as variáveis macroeconómicas. Constatou-se que as variáveis macroeconómicas PIB *per capita* (-0,0202) e TxPIB (-0,0046) assumem coeficientes negativos sugerindo que quando o PIB aumenta há menos gestão com o objectivo de subir resultados. Este resultado confirma a hipótese H3 e está de acordo com o estudo de Almeida (2012).

A coluna 4 mostra os resultados quando se utiliza apenas as variáveis da empresa, mas com a inclusão da *dummy* País. Verifica-se que os sinais esperados mantêm-se e que existe uma ligeira subida do R^2 .

Por último, encontra-se a coluna 5 em que não foi incluída a variável dimensão, porque como podemos constatar na matriz de correlações (Anexo 1), existe uma correlação forte entre a Dimensão e o PIB *per capita*. O R^2 é de 11,01 % e ao contrário

do verificado anteriormente a variável Exportações surge agora com um valor- $p < 0,05$ e todas as outras variáveis apresentam sinais expectáveis.

Em suma, pode-se concluir que apesar das variáveis económicas serem estatisticamente significativas, as variáveis da empresa têm um maior poder explicativo relativamente às práticas de gestão de resultados. Além disso, confirma-se a hipótese 2, ou seja, as variáveis macroeconómicas estão negativamente relacionadas com a gestão de resultados.

Por último, é de referir que o valor- p do teste F é sempre nulo (0,0000), o que leva a concluir que todos os modelos efectuados são válidos para explicar as práticas de gestão de resultados.

4.2.3. Impacto do Sistema Legal na Gestão de Resultados

Para analisar o impacto do sistema legal na gestão de resultados utilizou-se a classificação de Leuz et al (2003) e dividiu-se a amostra em 3 grupos descritos no Anexo E (Tabela E. 1). A matriz de correlação encontra-se na anexo B (Tabela B. 2).

O Grupo 1 representa o conjunto de países considerados como *outsider economies*, o Grupo 2 são classificados como *insider economies* com pequeno mercado de capitais e por último o Grupo 3 - *insider economies* com ambiente legal mais fraco relativamente ao Grupo 2. Estes grupos foram descritos anteriormente na revisão da literatura. Para analisar o impacto do sistema legal, assume-se como grupo base o conjunto de países *outsider economies*, que por sua vez pertence ao grupo *Common-law*, característico do Reino Unido.

Tabela 8: Coeficientes para a hipótese relativa ao sistema legal

Variáveis da empresa	
Impacto Sistema Legal	
<i>Insider2</i>	0,0284 (2,58)
<i>Insider3</i>	0,0116 (2,92)
Restantes variáveis do modelo 1	Incluídas
<i>Dummy</i> de Ano	Sim
<i>Dummy</i> de Indústria	Sim
<i>Dummy</i> de País	Não
F-Test	38,65 (0,000)
R^2 Ajustado	0,1143
N	11966

Variáveis – DEPENDENTE: GR- medida de gestão de resultados **Independentes:** *Insider2:* variável *dummy* com valor 1 caso o país pertença ao Grupo 2 – *Insider Economies* (Anexo E) e 0 caso contrário; *Insider3:* variável *dummy* com valor 1 caso a empresa pertença ao Grupo 3 e 0 caso contrário. **Valores a negrito:** Estatisticamente significativo a 5%; O valor entre parêntesis é o da estatística-t;

Equação 2:

$$GR_i = \beta_0 + \beta_1 ROA_i + \beta_2 END_i + \beta_4 INVEST_i + \beta_5 NOA_i + \beta_6 CAIXA_i + \beta_7 PIB_i + \beta_8 TxPIB_i + \beta_9 EXP_i + \beta_{10} Insider2_i + \beta_{11} Insider3_i + \varepsilon$$

Por simplificação, a tabela 8 apenas apresenta os coeficientes das variáveis de interesse para a análise. Constata-se através dos resultados obtidos que no grupo de países *Insider 2* (ambiente legal forte) existe mais gestão de resultados com o intuito de aumentar o resultado comparativamente ao grupo de países *Outsider economies*. O mesmo acontece no grupo *Insider 3* (ambiente legal fraco), uma vez que o coeficiente também assume valor positivo. Este resultado está de acordo com o estudo realizado por Leuz et al (2003). Pelos resultados obtidos, confirma-se a hipótese 3, ou seja, *Outsider Economies* estão associados a um nível de gestão de resultados mais baixo.

4.2.4. Impacto da Localização na Gestão de Resultados

Para testar a hipótese da localização dividiu-se a amostra em 2 grupos: Europa Ocidental e Europa Oriental (Anexo E – Tabela E. 2)). Por simplificação apenas são apresentados os coeficientes das variáveis de interesse na tabela 9.

Tabela 9: Coeficientes para a hipótese relativa à localização

Variáveis Independentes	
<i>EmpOccidental</i>	-0,0201 (-10,88)
R2 Ajustado	0,0907
N	18070

Equação 3:

$$GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_4 INVEST_{i,t} + \beta_5 NOA_{i,t} + \beta_6 CAIXA_{i,t} + \beta_7 EmpOccidental_{i,t} + \varepsilon$$

Variáveis – *EmpOccidental*: variável *dummy* com valor 1 caso o país pertença à Europa Ocidental e 0 caso contrário; **Valores a negrito:** Estatisticamente significativo a 5%; O valor entre parêntesis é o da estatística-t;

Ao analisar os coeficientes verifica-se que as empresas cotadas da Europa Ocidental apresentam um coeficiente negativo (-0,0201). Assim pode-se afirmar que existe evidência estatística que nestas empresas existe menos gestão de resultados com o intuito de aumentar resultados comparativamente com as empresas da Europa Oriental. Confirma-se a hipótese 4.

4.2.4. Análise de robustez

A Tabela 10 apresenta o modelo principal definido na investigação, utilizando diferentes variáveis dependentes, cujo objectivo é testar se existe alteração dos coeficientes e sinais esperados.

Tabela 10: Coeficientes do modelo com diferentes variáveis dependentes

	GR_abs	GR_negativo	GR_positivo
Variáveis da empresa			
ROA	-0,1005 (-16,86)	0,1777 (23,63)	0,0857 (8,63)
END	0,0251 (9,16)	0,0001 (0,01)	0,0621 (15,98)
DIM	-0,0036 (-14,66)	0,0030 (9,06)	-0,0046 (-12,90)
INVEST	0,0162 (9,82)	-0,0168 (-7,30)	0,0136 (6,06)
NOA	0,0003 (0,43)	0,0085 (7,23)	0,0077 (7,88)
Caixa	0,0508 (9,03)	-0,0770 (-10,69)	-0,0097 (-1,09)
Variáveis macroeconómicas			
PIB	0,0019 (1,66)	-0,0059 (-3,68)	-0,0054 (-3,30)
TxPIB	0,0011 (0,92)	-0,0014 (-1,03)	-0,0013 (-0,50)
EXP	0,0294 (6,46)	-0,0331 (-5,34)	0,0241 (3,74)
Dummy Ano	Sim	Sim	Sim
Dummy Indústria	Sim	Sim	Não
Dummy de País	Não	Não	Não
F-test	40,48 0,0000	38,43 0	24,93 0
R2	0,0637	0,107	0,0847
N	19154	10617	8537

Variáveis – Dependentes: **GR_abs:** Valor absoluto dos *accruals* discricionários; **GR_negativo:** *Accruals* discricionários negativos; **GR_positivo:** *Accruals* discricionários positivos; **Independentes:** **ROA:** (Resultado Líquido / Activo Total); **END:** (Total da Dívida / Activo Total); **DIM:** ln (Total dos Activos); **INVEST:** Oportunidades de Investimento dado pelo Crescimento das Vendas; **NOA:** (Activo Operacional Líquido/ Vendas); **Caixa:** (Caixa e Equivalentes de Caixa / Total do Activo); **PIB:** ln Produto Interno Bruto per capita; **TxPIB:** Taxa de Crescimento Real do PIB; **EXP:** Exportações de bens e serviços (% do PIB); **Valores a negrito:** Estatisticamente significativo a 5%; O valor entre parêntesis é o da estatística-t;

Ao analisar o modelo com diferentes variáveis dependentes verifica-se que existem algumas alterações quanto aos coeficientes. Relativamente ao modelo em que a variável dependente está em valor absoluto, constata-se que as variáveis macroeconómicas PIB (0,0019) e EXP (0,0294) estão positivamente relacionadas com o

nível de gestão de resultados. De salientar que a variável TxPIB não é estatisticamente significativa.

Relativamente à coluna 2, os resultados sugerem que existe uma associação negativa entre o PIB e os *accruals* discricionários negativos. A variável TxPIB mais uma vez não é estatisticamente significativa.

A coluna 3 tem como variável dependente os *accruals* discricionários positivos, ou seja, existe manipulação com o objectivo de aumentar resultados. Neste modelo o PIB apresenta coeficiente negativo (-0,0054) e EXP valor positivo (0,0241).

Analisando os coeficientes das variáveis de controlo, observa-se que o ROA toma valor negativo quando a variável dependente está em valor absoluto e torna-se positivo nos restantes casos. Já a variável INVEST assume valor negativo quando se trata de *accruals* discricionários negativos. Em relação às variáveis END e NOA não existe alterações de nenhum coeficiente relativamente aos sinais que eram esperados.

Importa salientar que, em todos os cenários, o teste-F toma valor- $p < 0,05$, o que torna o modelo usado válido.

Em suma, é importante referir que todas as hipóteses foram confirmadas e a maioria das variáveis são estatisticamente significativas.

Capítulo 5. Conclusão

5.1. Principais Conclusões

Este estudo foi realizado com o objectivo de investigar se as variáveis macroeconómicas têm influência nos comportamentos dos gestores, nomeadamente, na gestão de resultados das empresas cotadas europeias.

Numa primeira análise pretendia-se investigar a relação entre os ciclos económicos e a média dos *accruals* discricionários, sendo a análise feita por país. Provou-se que em certos países com características económicas semelhantes existe a mesma tendência para gerirem os resultados. Os resultados sugerem que a partir do ano de 2009 nos países que pertencem à U.E. e à Zona Euro, ambas as variáveis seguem a mesma tendência, ou seja, um aumento do PIB é acompanhado por um aumento dos *accruals* discricionários. Em contrapartida, verificou-se que nos países da U.E. mas fora da Zona Euro, as duas variáveis surgem com sentidos inversos.

Verificou-se que durante os anos de crise existe uma maior tendência por parte dos gestores para gerirem os resultados de forma a diminuí-los, isto leva-nos a concluir que durante esse período os gestores estão menos pressionados para apresentar bons resultados, uma vez que existe um cenário mais pessimista e os analistas são menos exigentes.

Os resultados sugerem que as variáveis económicas têm influência estatística negativa, ou seja, o aumento do PIB *per capita* tende a diminuir as práticas de gestão de resultados, o mesmo acontece com a taxa de crescimento do PIB. Conclui-se também que o grupo de países *Insider Economies* e o grupo de países que pertence à Europa Oriental envolvem-se em mais gestão de resultados.

Relativamente às variáveis de controlo utilizadas, verifica-se que o ROA, o grau de endividamento e as oportunidades de investimento têm impacto positivo na gestão de resultados, o que empresas mais rentáveis, mais endividadas e com maiores oportunidades de investimento tendem a ter níveis de gestão de resultados superiores. Por outro lado, a variável dimensão tem um impacto negativo, o que leva a crer que empresas de dimensão superior tendem a gerir menos os seus resultados.

Concluiu-se também que, apesar das variáveis macroeconómicas serem estatisticamente significativas, as variáveis específicas de empresa têm um maior poder explicativo na determinação do nível de gestão de resultados.

5.2. Limitações do estudo

Considera-se que a principal limitação do estudo foi a falta de informação referente a alguns países, nomeadamente dados das variáveis específicas da empresa, que impossibilitou o cálculo da medida de gestão de resultados, tendo como consequência a eliminação desses mesmos países.

Além disso, aponta-se como outra limitação o facto de não conseguir controlar directamente o impacto dos diferentes normativos contabilísticos.

5.3 Pistas de Investigações futuras

Como pistas de investigações futuras, sugiro incluir empresas fora da Europa, de forma a realizar um estudo com uma amostra de diferentes continentes. Além disso, seria interessante incluir uma hipótese relacionada com o sistema financeiro para medir o seu impacto nas práticas de gestão de resultados.

Referências Bibliográficas

- Almeida, I. (2002). *O efeito das características económicas e sociais dos países na Gestão de Resultados*: ISCTE Business School
- Barton, J., Simko, P. (2002). *The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint*. University of Virginia - Darden School of Business.
- Bartov, E., Gul, F. & Tsui, J. (2001). *Discretionary accruals models and audit*.
- Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). *The effect of audit quality on earnings management*. *Contemporary Accounting Research*, 15, pp. 1–24.
- Beneish, M.D. (2001). *Earnings management: a perspective*. *Managerial Finance*, 27(12), pp. 3-17;
- Burgstahler, D. & Dichev, I. (1997). *Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses*. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, n.º1, pp. 99-126.
- Carlson, Steven J., & Bathala, Chenchuramaiah. (1997). *Ownership differences and firms' income smoothing behavior*. *Journal of Business Finance & Accounting*, pp. 179-196.
- Cohen, D., Dey A. & Lys, T. (2008). *Real and accrual based earnings management in the pre- and post- Sarbanes Oxley periods*. *The Accounting Review*, 83 (3), pp. 757–787.
- Dechow (2011). *Predicting Material Accounting Misstatements*. *Contemporary Accounting Research*, 28, pp. 17-82;
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995) *Detecting Earnings Management*. *The Accounting Review*, vol. 70, pp. 193-225.

- DeFond, M. & Jiambalvo J. (1994). *Debt covenant violation and manipulation of accruals*. *J Acc Econ*, 17, pp.145–76.
- DeGeorge, F., Patel, J. & Zeckhauser, R. (1999). *Earnings Management to Exceed Thresholds*, *Journal of Business*, vol. 72, n.º 1, pp. 1-33;
- Francis, Bill, Hasan, Iftekhar & Li, Lingxiang (2011) *A Cross-Country Study of Legal Environment and Real Earnings Management*. *Lally School of Management and Technology Rensselaer Polytechnic Institute*
- Freeman, E. R. (1984). *Strategic management- a stakeholder approach*. London: Pitman Publishing.
- Gaio, C., 2010. *The relative importance of firm and country characteristics for earnings quality around the world*. *European Accounting Review*, pp. 693-738.
- Guay, W., Kothari, S., Watts, R., (1996). *A market based of discretionary accrual models*. *Journal of Accounting Research*, 34, pp. 83 – 105.
- Guenther, D.A., & Young, D. (2000). *The association between financial accounting measures and real economic activity: A multinational study*, *Journal of Accounting and Economics*, 29, pp. 53-72.
- Haw, I., Hu, B., Hwang, L. & Wu, A.W. (2003). *Ultimate ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions*. *Journal of Accounting Research*, 42, pp. 432-462.
- Hayn, C. (1995). *The Information Content of Losses*. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 20, pp.125-153;
- Healy, P. (1985). *The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions*”, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 85-107.

- Healy, P.M & Wahlen, J.M. (1999). *A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting*. *Accounting Horizons*, 13(4), pp. 365-383;
- Jensen, Michael (1986). *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, 76, pp.323-329.
- Jones, J. J. (1991). *Earnings management during import relief investigations*". *Journal of accounting research*, 29.
- Kinnunen, J. & Koskela, M. (2003). *Who is miss world in cosmetic earnings management? A cross-national comparison of small upward rounding of net income numbers among eighteen countries*". *Journal Of International Accounting Research*, pp. 39-68.
- Kothari, S.P., Leone, A., & Wasley, C. (2005). *Permanently matched discretionary accrual measures*. *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.163-197.
- Kousenudis, D.V., Ladas, A.C. & Negakis, C.L. (2013), *The effects of the European debt crisis on earnings quality*, *International Review of Financial Analysis*, 30, pp.351–362.
- La Porta, R., Silanes, F., Shleifer, R. & Vishny, R. . (1998). *Legal determinants of external capital*. *Journal of Finance* 52, pp.1131-1150.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). *Earnings management and investor protection: an international comparison*. *Journal of Financial Economics*, 69, pp.505-527.

- Lin, Zhi-Xing., Shih, Michael S.H. (2009) *Earnings Management in Economic Downturns and Adjacent Periods: Evidence from the 1990-1991 Recession* National University of Singapore.
- McNichols, M. (2000). *Research design issues in earnings management studies. Journal of Accounting & Public Policy*, pp. 313-45.
- McVay, S. (2006). *Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Item*, *Accounting Review*, 81 (3), 501-53.
- Meek, G. K. & Thomas, W. B. (2004). *A review of markets-based international accounting research. Journal of International Accounting Research*, pp. 21-41.
- Moore, Geoffrey (1983). *What Is a Recession?*, *NBER Chapters*, in: *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, National Bureau of Economic Research, pp 1-10.
- Phillips, J., Pincus, M. & Rego, S. (2003), *Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense. The Accounting Review*, 78 , pp.491-521.
- Qinglu, J. (2005). *Business Cycle, Accounting Behaviour and Earnings management* http://lbrxml.ust.hk/th_imgo/b921742.pdf;
- Roychowdhury, S. (2006). *Earnings Management through Real Activities Manipulation*”, *Journal of Accounting and Economics*, 42 (3), pp. 335-370;
- Schipper, K. (1989). *Commentary on Earnings Management. Accounting Horizons*, vol. 4, pp. 91-102;

- Smith, Joyce van der Laan & Geiger, Marshall. (2010). *The Effect of Institutional and Cultural Factors on the Perceptions of Earnings Management*. *Journal of International Accounting Research*, Vol. 9, No. 2, pp. 21–43.
- Subramanyam, K. (1996). *The Pricing of Discretionary Accruals*, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 249-281.
- Sweeney, A. P. (1994). *Debt-covenant violations and managers' accounting responses*. *Journal of Accounting and Economics*, pp.281–308.
- Tendeloo, B. & Vanstraelen, A. (2008). *Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market*, *European Accounting Review*, 17 (3), pp. 447-469.
- Tylsch, Romy (2003). *Real economic activity and earnings management from a cross-country perspective*, *Working Paper*.
- Ugur, Lel. (2013). *Can Institutional Investors Restrain Earnings Management Activities in Weak Investor Protection Countries? The Role of Foreign and Domestic*". Pamplin College of Business.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1978). *Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standard*. *Accounting Review*, pp. 112-134.
- Wooldridge, J. M. (2009). *Introductory Econometrics: a Modern Approach*, 4rd. ed., South-western, cap 19.

Anexos

Anexo A: *Composição da amostra*

Tabela A. 1: Composição da amostra por sector (NAICS2007)

Sector	Nº Empresas	Percentagem
Sector 11 - (Agricultura)	30	1%
Sector 21 - (Indústrias Extractivas)	72	3%
Sector 22 - (Utilities)	79	3%
Sector 23 - (Construção)	160	6%
Sector 31 a 33 - (Industrial)	755	30%
Sector 42 - (Comércio por Grosso)	151	6%
Sector 44 e 45 - (Comércio e Retalho)	99	4%
Sector 48 e 49 - (Transportes)	102	4%
Sector 51 - (Informação)	93	4%
Sector 53 - (Imobiliário)	60	2%
Sector 54 - (Serviços Profissionais e Científicos)	202	8%
Sector 55 - (Gestão de Empresas)	502	20%
Sector 56 - (Serviços Administrativos)	66	3%
Sector 62 - (Cuidados de Saúde)	15	1%
Sector 71 - (Arte)	19	1%
Sector 72 - (Hotelaria e Restauração)	97	4%
Sector 81 - (Outros serviços)	16	1%
Total	2518	100%

Anexo B: *Correlações*

Tabela B. 1: Matriz de Correlação do modelo 1

	GR	ROA	DIM	INVEST	Caixa	END	NOA	PIB	TXPIB	EXP
GR	1,0000									
ROA	0,2276	1,0000								
DIM	-0,0160	0,2512	1,0000							
INVEST	0,0927	0,2015	0,0335	1,0000						
Caixa	-0,0660	0,2247	0,1942	0,0600	1,0000					
END	0,0196	-0,1465	0,3350	-0,0210	-0,1995	1,0000				
NOA	0,1203	0,1661	0,0642	0,0315	0,2210	-0,1235	1,0000			
PIB	-0,0449	0,2359	0,7152	0,0247	0,4096	0,2142	0,1270	1,0000		
TXPIB	-0,0164	0,0048	-0,0069	0,0133	0,0238	-0,0058	0,0208	0,0496	1,0000	
EXP	0,0038	0,0554	-0,0553	0,0179	-0,0375	-0,0859	0,0015	0,0291	0,0531	1

Nota: os valores a negrito são estatisticamente significativos a 5%

Tabela B. 2: Matriz de Correlação do modelo 2

	GR	ROA	INVEST	Caixa	END	NOA	PIB	TXPIB	EXP
GR	1,0000								
ROA	0,2112	1,0000							
INVEST	0,0832	0,2352	1,0000						
Caixa	-0,0714	0,1509	0,0642	1,0000					
END	0,0121	-0,2576	-0,0606	-0,3875	1,0000				
NOA	0,1458	0,0370	-0,0008	0,3013	-0,1773	1,0000			
PIB	-0,0173	0,1721	0,0764	0,1160	-0,2767	-0,0113	1,0000		
TXPIB	-0,0249	-0,0117	0,0278	0,0071	-0,0192	-0,0024	0,0241	1,0000	
EXP	-0,0160	0,0945	0,0465	0,0001	-0,1351	0,0146	0,6453	0,0643	1,0000

Anexo C: Dados macroeconómicos**Tabela C. 1:** Taxa de crescimento do PIB real

Países	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Alemanha	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4	3,3	0,7
Bósnia Herzegovina	6,1	5,0	6,2	6,8	5,4	-2,9	0,7	1,3	-0,7
Bulgária	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,8	0,6
Croácia	4,1	4,3	4,9	5,1	2,1	-6,9	-2,3	-0,2	-1,9
Espanha	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,8	0,6
Finlândia	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,4	2,8	-1
França	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	-1,7	2	0
Grécia	4,4	2,3	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-7
Itália	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,7	0,4	-2,4
Portugal	1,6	0,8	1,4	2,4	0	-2,9	1,9	-1,3	-3,2
Reino Unido	3,2	3,2	2,8	3,4	-0,8	-5,2	1,7	1,1	0,3
Sérvia	9,3	5,4	3,6	5,4	3,8	-3,5	1	1,6	-1,5
Suécia	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5	6,6	2,9	0,9	1,6
Suíça	2,4	2,7	3,8	3,8	2,2	-1,9	3	1,8	1

Fonte: Eurostat

Tabela C. 2: GDP *per capita* por país

Países	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Alemanha	116,0	116,0	115,0	115,0	116,0	115,0	120,0	123,0	123,0
Bósnia Herzegovina	25,0	25,0	27,0	28,0	26,0	29,0	28,0	29,0	29,0
Bulgária	35,0	37,0	38,0	40,0	43,0	44,0	44,0	46,0	47,0
Croácia	58,0	59,0	60,0	62,0	65,0	63,0	60,0	60,0	61,0
Espanha	101,0	102,0	105,0	105,0	103,0	103,0	99,0	96,0	96,0
Finlândia	116,0	114,0	114,0	117,0	119,0	114,0	114,0	116,0	115,0
França	110,0	110,0	108,0	108,0	107,0	109,0	109,0	109,0	109,0
Grécia	94,0	91,0	92,0	90,0	93,0	95,0	89,0	81,0	76,0
Itália	107,0	105,0	105,0	104,0	104,0	104,0	103,0	101,0	100,0
Portugal	77,0	80,0	79,0	79,0	78,0	80,0	80,0	77,0	76,0
Reino Unido	125,0	124,0	122,0	118,0	114,0	112,0	108,0	105,0	104,0
Sérvia	32,0	32,0	32,0	33,0	36,0	36,0	35,0	36,0	35,0
Suécia	127,0	122,0	123,0	125,0	124,0	120,0	123,0	125,0	126,0
Suíça	139,0	136,0	139,0	144,0	148,0	150,0	152,0	154,0	158,0

Fonte: Eurostat

Anexo D: Relação entre ciclo económico e gestão de resultados

Gráfico D. 1 : Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Alemanha

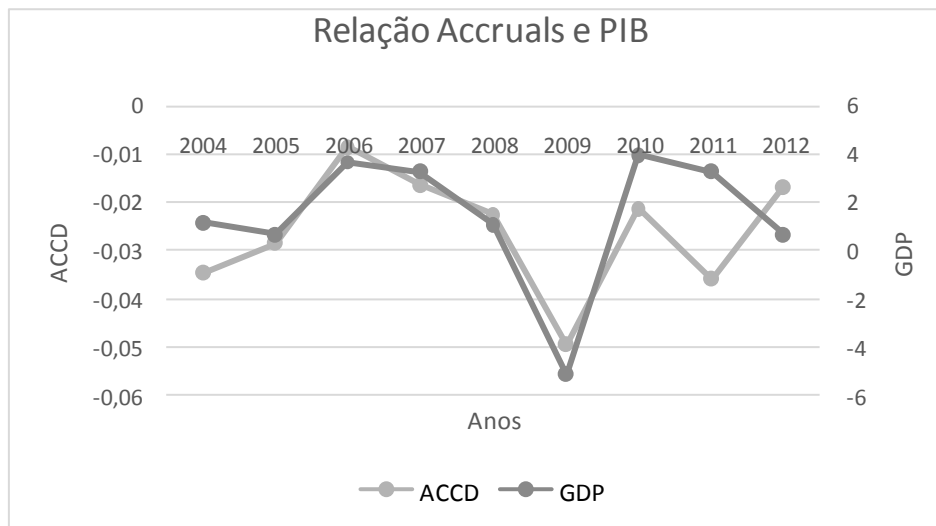


Gráfico D. 2: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na França

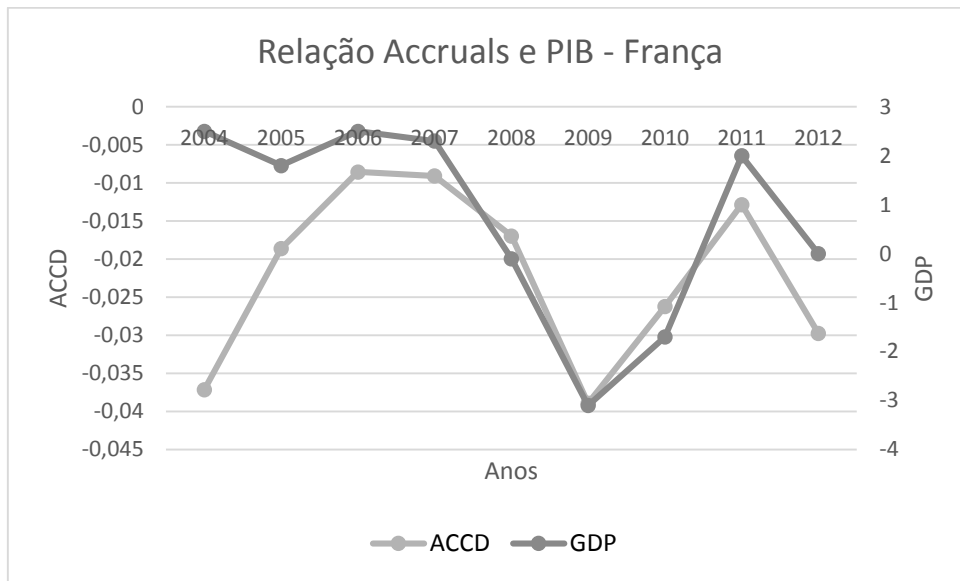


Gráfico D. 3: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Finlândia

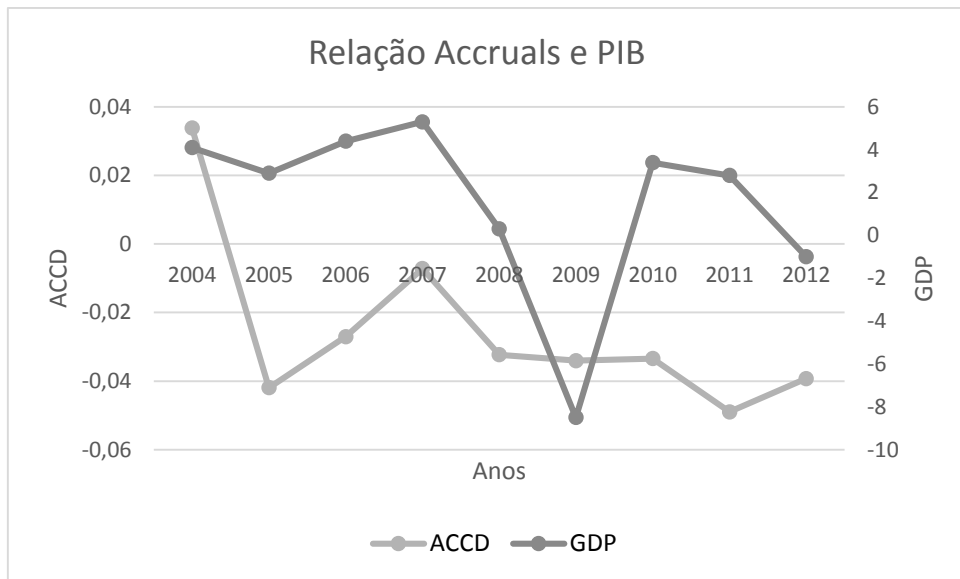


Gráfico D. 4: Relação entre *accruals* discricionários e PIB em Portugal

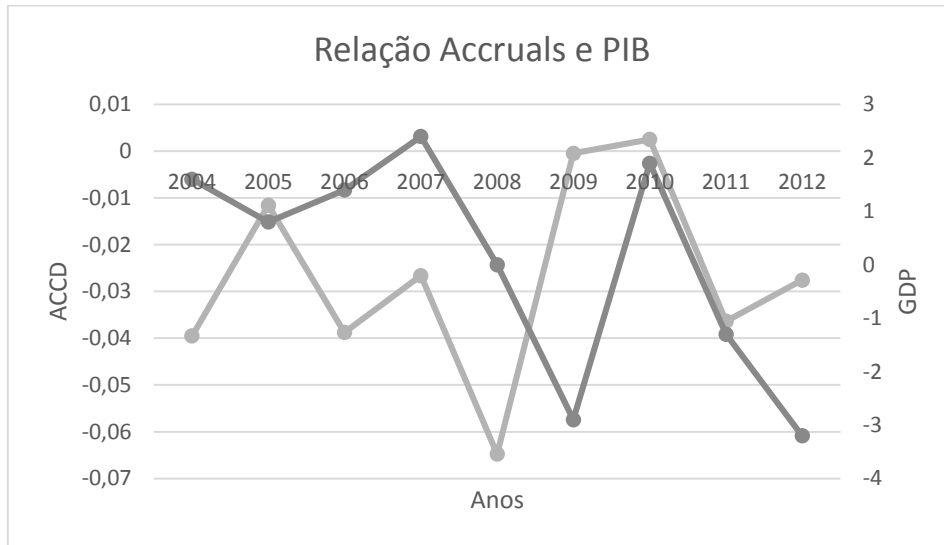


Gráfico D. 5: Relação entre *accruals* discricionários e PIB em Espanha

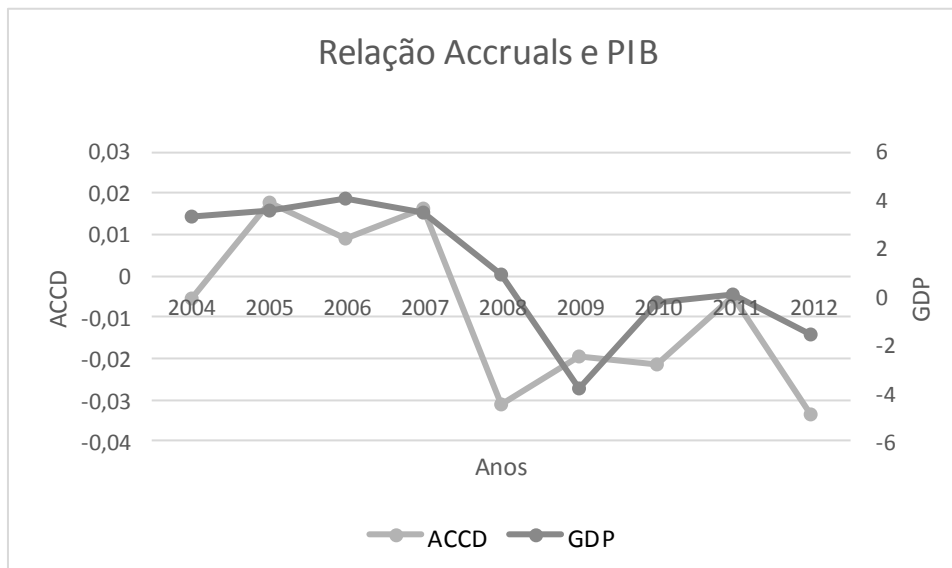


Gráfico D. 6: Relação entre *accruals* discricionários e PIB em Itália

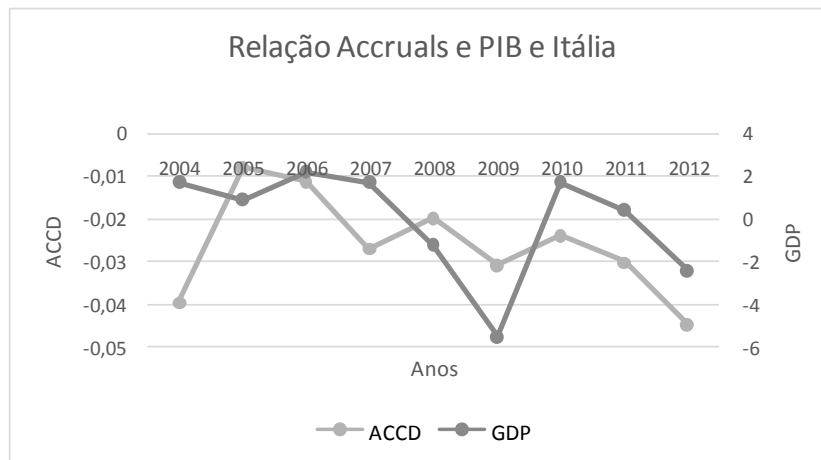


Gráfico D. 7: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Grécia

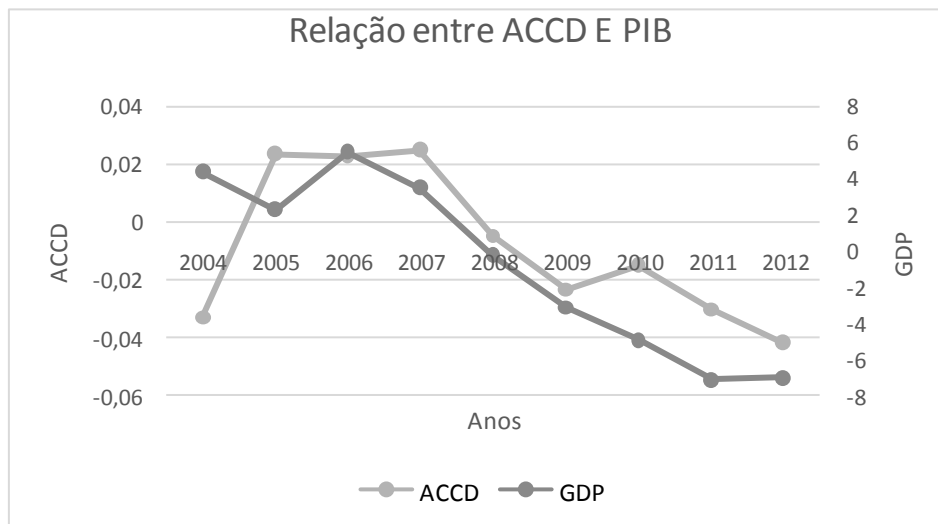


Gráfico D. 8: Relação entre *accruals* discricionários e PIB no Reino Unido

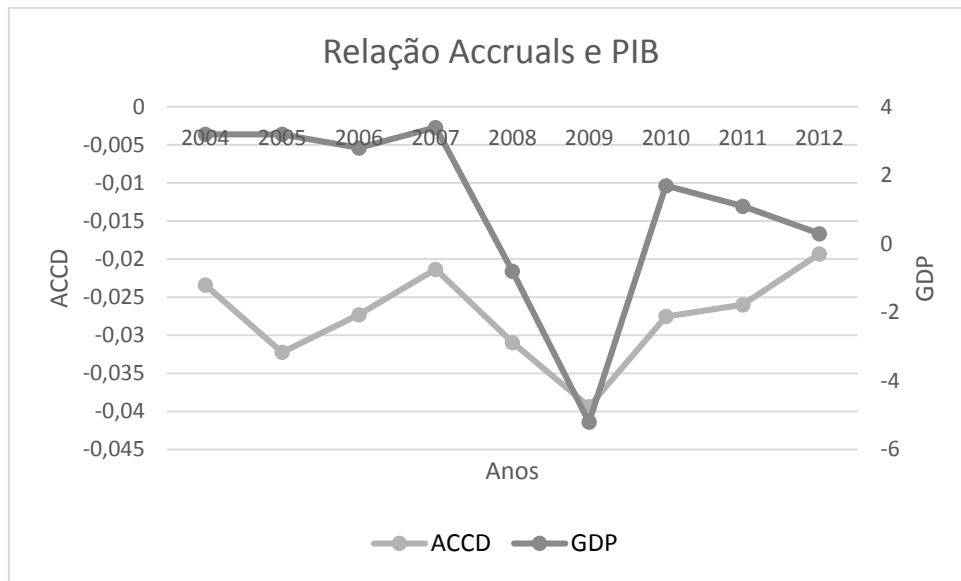


Gráfico D. 9: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Suécia

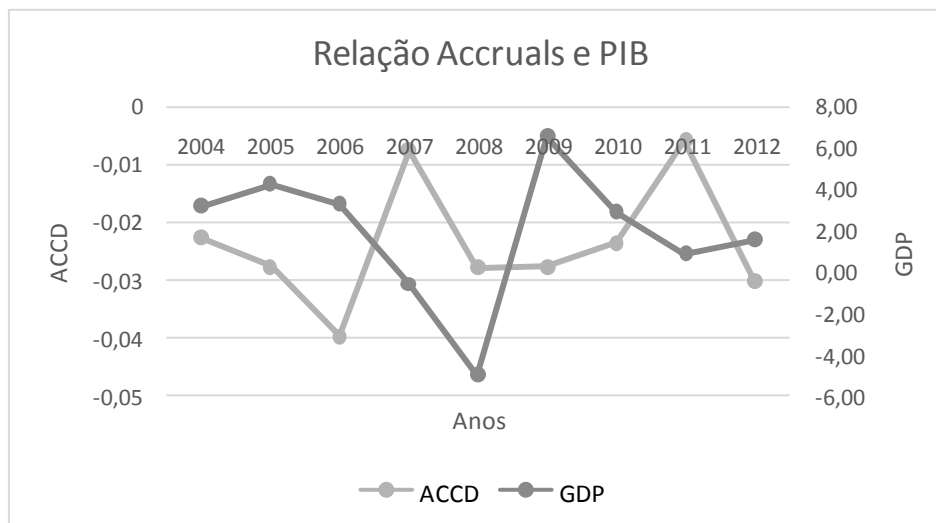


Gráfico D. 10: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Sérvia

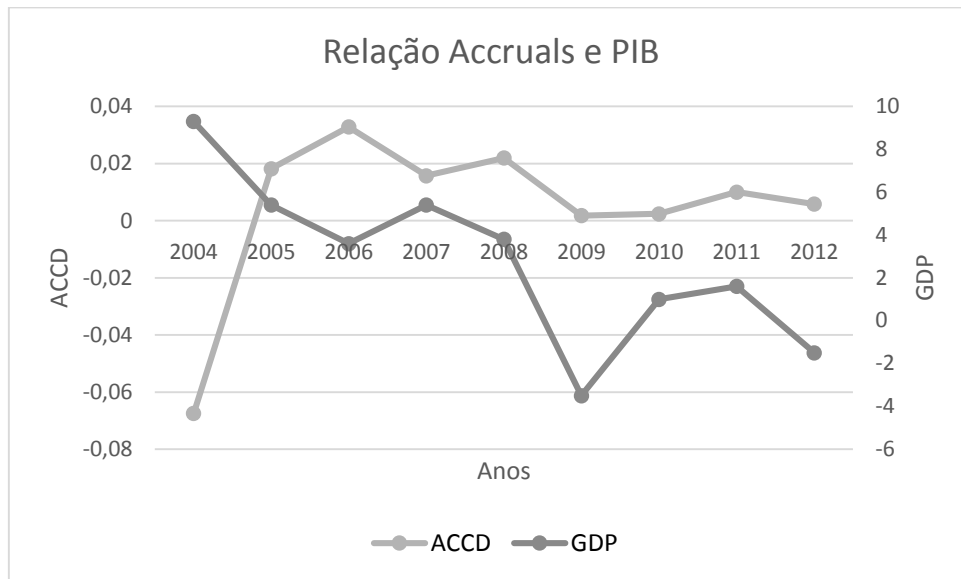


Gráfico D. 11: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Bósnia Herzegovina

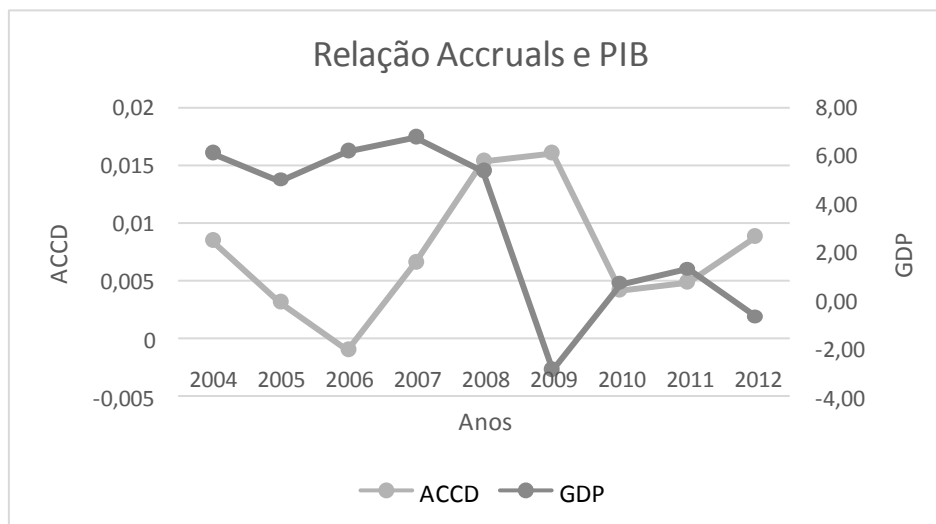


Gráfico D. 12: Relação entre *accruals* discricionários e PIB na Suíça

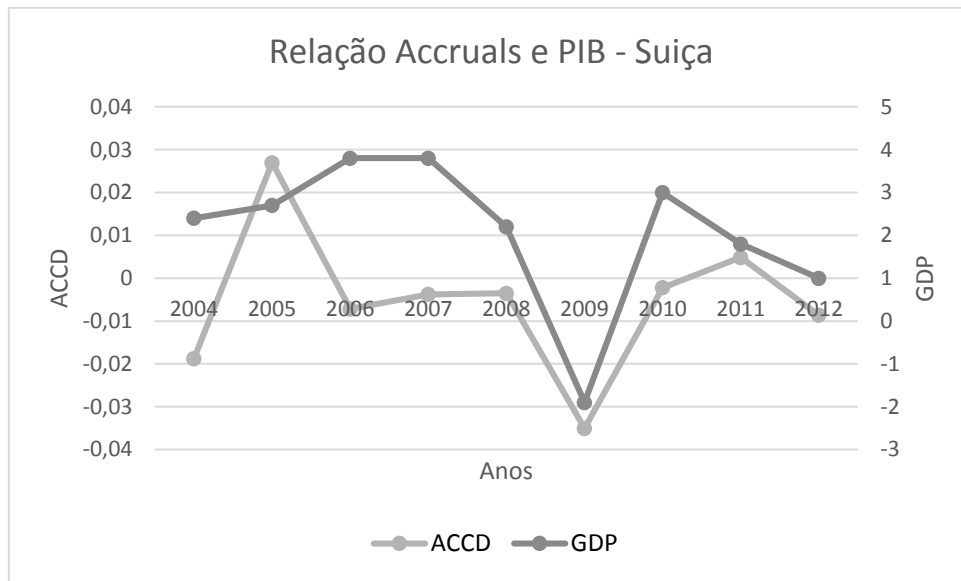


Gráfico D. 13: *Accruals* Discricionários em 2009

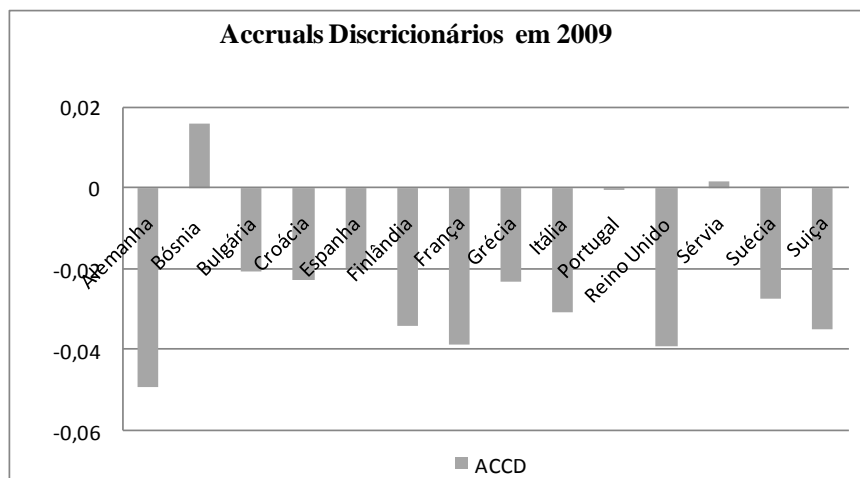


Gráfico D. 14: Accruals Discricionários em 2010

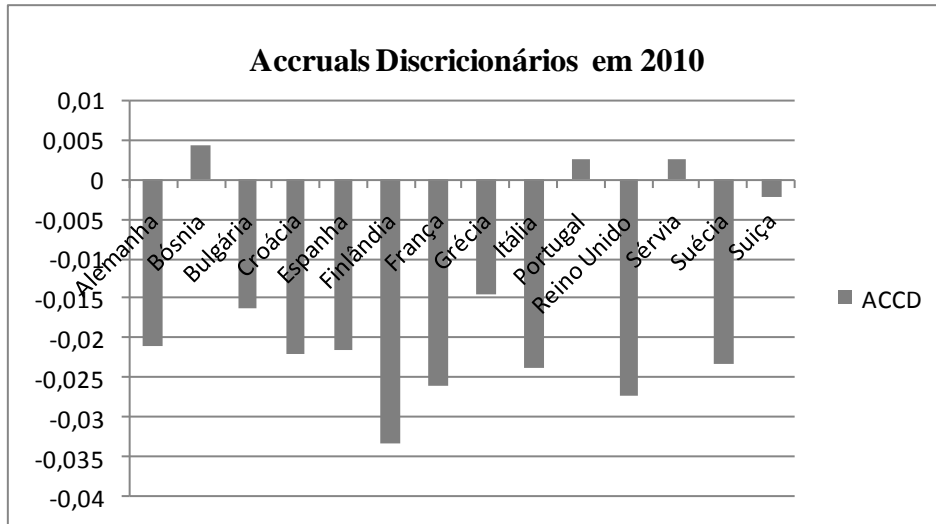
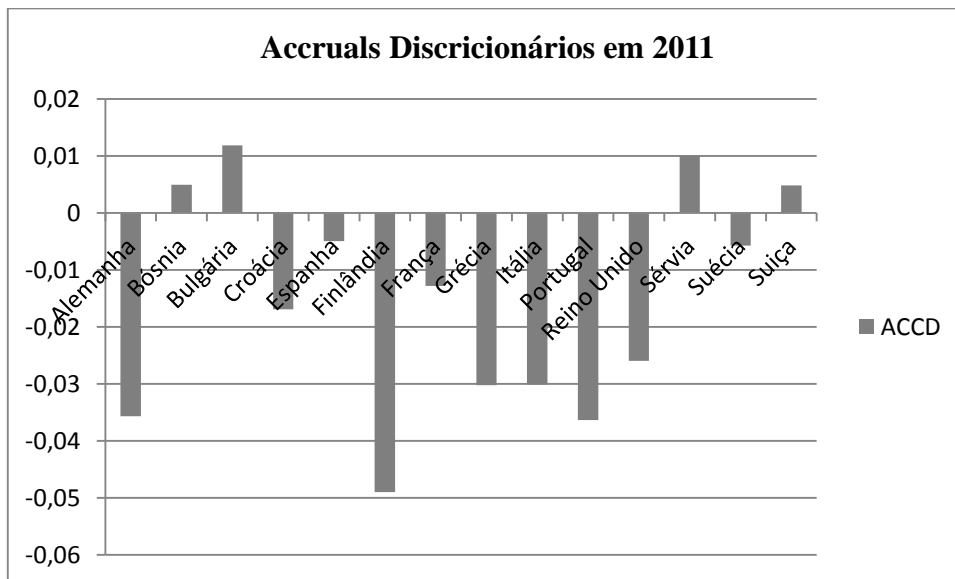


Gráfico D. 15: Accruals Discricionários em 2011



Anexo E: Composição dos grupos utilizados nas hipóteses

Tabela E. 1 - Grupo de países para a hipótese 3

Origem legal		
Grupo 1	Grupo 2	Grupo 3
Reino Unido (CM)	Alemanha (CD)	Itália (CD)
	Finlândia (CD)	Portugal (CD)
	Suécia (CD)	Espanha (CD)
	Suíça (CD)	Grécia (CD)
	França (CD)	

CM – *Common-law*; CD – *Code-Law*

Tabela E. 2 - Países da Europa Ocidental de acordo com os critérios definidos da UNESCO

Alemanha
Itália
Portugal
Espanha
Finlândia
França
Grécia
Reino Unido
Suécia
Suíça