



Lisbon School  
of Economics  
& Management  
Universidade de Lisboa

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

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

**A RELAÇÃO ENTRE QUALIDADE DE RESULTADOS E**  
**ENDIVIDAMENTO: O CASO EUROPEU**

**ANTÓNIO MANUEL GUIOMAR TRAVASSOS**

**OUTUBRO-2021**



Lisbon School  
of Economics  
& Management  
Universidade de Lisboa

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

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

**A RELAÇÃO ENTRE QUALIDADE DE RESULTADOS E**  
**ENDIVIDAMENTO: O CASO EUROPEU**

**ANTÓNIO MANUEL GUIOMAR TRAVASSOS**

**ORIENTAÇÃO:**

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

## OUTUBRO-2021

### RESUMO

Este estudo analisa a relação entre a qualidade de resultados e o endividamento, e pretende analisar qual é o seu comportamento para os vários níveis de endividamento. A investigação foi motivada pela crescente preocupação com a qualidade de resultados e com a necessidade sentida pelos *stakeholders* de obterem informações mais precisas sobre as empresas. Este ponto de interesse tem surgido nos últimos anos, principalmente, após os grandes escândalos financeiros de empresas como a *Enron e a Worldcom*. A amostra final deste estudo é composta por 777 empresas, pertencentes a 25 países da União Europeia, Reino Unido, Noruega e Islândia, entre o ano 2012 e 2020, totalizando 4 662 observações empresa-ano. O modelo utilizado foi o modelo de Jones Modificado (Dechow et al. 1996), complementado por Kothari et al. (2005) para calcular a qualidade de resultados com base nos *accruals* discricionários. Os resultados deste estudo suportam a existência de uma relação significativa entre qualidade de resultados e endividamento, sendo esta relação positiva para baixos níveis de endividamento e negativa para níveis mais altos de endividamento, onde o ponto de inflexão é de 26% do rácio de dívida sobre o total do ativo.

**Palavras-chave:** Qualidade de Resultados, Endividamento, *accruals*, empresas cotadas, União Europeia.

### ABSTRACT

This research analyzes the relationship between earnings quality and debt financing, this study intends to analyze if this relationship is significant and what is its behavior for the various levels of debt. This study was motivated by the growing concern with earnings quality and the need felt by *stakeholders* to obtain more accurate information about companies, this concern has arisen in recent years after the scandals of financial companies such as Enron and Worldcom. The final sample of this study is composed of 777 companies, belonging to 25 countries of the European Union, United Kingdom, Norway and Iceland, between the year 2012 and 2020, totalling 4 662 useful company-years. The model used was the Modified Jones model (Dechow et al. 1996), complemented by Kothari et al. (2005) to calculate the Earnings Quality based on discretionary accruals. The results of this study support that there is a relationship between earnings quality and debt. This relationship is positive for low levels of debt and negative for higher levels of debt, the inflection point being 26%.

**Keywords:** Earnings Quality, Debt Financing, accruals, listed companies, European Union.

## AGRADECIMENTOS

*Gostaria de começar por agradecer à minha orientadora, a professora Cristina Gaio, por toda a sua total disponibilidade e ajuda ao longo destes meses.*

*Agradeço à minha família pela força, amor e carinho. Sou-vos eternamente grato pela oportunidade que me proporcionaram, pelo esforço, pela dedicação e por acreditarem em mim. Um obrigado jamais será suficiente para agradecer por tudo aquilo que fizeram e fazem. É graças a vocês que tudo se tornou possível e dedico-vos todo o sucesso e felicidade alcançados até hoje.*

*Gostaria de agradecer à minha namorada, Ana, por me motivar, apoiar e acreditar neste trabalho mesmo quando eu próprio duvidava, por todas as sugestões e críticas que fizeste, pois foram decisivas no resultado final.*

*Agradeço aos meus amigos pelos conselhos, sugestões, por me ouvirem mesmo nos piores momentos e por me ajudarem a superar as minhas dificuldades.*

## ÍNDICE

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2. REVISÃO DE LITERATURA.....</b>	<b>4</b>
2.1. QUALIDADE DE RESULTADOS .....	4
2.2. RELAÇÃO POSITIVA ENTRE QR E ENDIVIDAMENTO.....	6
2.3. RELAÇÃO NEGATIVA ENTRE QR E ENDIVIDAMENTO.....	8
2.4 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES .....	11
<b>3. AMOSTRA E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO .....</b>	<b>12</b>
3.1 AMOSTRA .....	12
3.2. MODELO DE QUALIDADE DE RESULTADOS COM BASE EM ACCRUALS DISCRICIONÁRIOS .....	14
3.3. RELAÇÃO ENTRE ENDIVIDAMENTO E QUALIDADE DE RESULTADOS.....	16
<b>4. RESULTADOS.....</b>	<b>18</b>
4.1. ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	18
4.2. MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON.....	19
4.3. IMPACTO DO ENDIVIDAMENTO NA QUALIDADE DE RESULTADOS.....	21
4.4. ANÁLISE DE ROBUSTEZ .....	23
4.5 ANÁLISE POR SETOR .....	24
<b>5. CONCLUSÃO .....</b>	<b>30</b>
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>34</b>
<b>ANEXOS .....</b>	<b>39</b>

## ÍNDICE DE TABELAS

TABELA I – COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA POR PAÍS.....	13
TABELA II – ANÁLISE DE ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS.....	19
TABELA III – MATRIZ DE CORRELAÇÕES DE PEARSON ENTRE VARIÁVEIS EXPLICATIVAS .....	20
TABELA IV – TESTE À PRESENÇA DE EFEITOS VARIÁVEIS .....	21
TABELA V - TESTE À PRESENÇA DE EFEITOS FIXOS .....	21
TABELA VI – ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> .....	22
TABELA VII – TESTE HAUSMAN.....	23
TABELA VIII – ESTIMAÇÃO POR <i>FIXED EFFECTS</i> .....	24
TABELA IX - ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> (SETOR C) .....	25
TABELA X - ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> (SETOR F).....	26
TABELA XI - ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> (SETOR G).....	27
TABELA XII - ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> (SETOR J).....	28
TABELA XIII - ESTIMAÇÃO POR <i>POOLED OLS</i> (SETOR H) .....	28

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 – DIVISÃO DA AMOSTRA POR SETORES.....	14
--	----

## ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO I – DESCRIÇÃO VARIÁVEIS.....	39
ANEXO II - ESTIMAÇÃO POR POOLED OLS (SETOR B).....	40
ANEXO III - ESTIMAÇÃO POR POOLED OLS (SETOR D) .....	40
ANEXO IV - ESTIMAÇÃO POR POOLED OLS (SETOR L) .....	41
ANEXO V - ESTIMAÇÃO POR POOLED OLS (SETOR M) .....	41
ANEXO VI - ESTIMAÇÃO POR POOLED OLS (SETOR N).....	42

**LISTA DE ABREVIATURAS**

DF – Demonstrações Financeiras

FCF – *Free Cash Flows*

ISEG – Instituto Superior de Economia e Gestão

ROA – Rendibilidade Operacional do Ativo

QR – Qualidade de Resultados

SEC – *U.S. Securities and Exchange Commission*



## 1. INTRODUÇÃO

A Qualidade de Resultados (QR) é um aspeto fulcral na nossa sociedade, surgindo, principalmente, após os escândalos financeiros de empresas como a *Enron*, *Worldcom*, *Tyco International*, *Qwest Communications International*, *Xerox Corporation*, entre outras. Todas estas empresas cometeram fraude financeira. A *Enron Corporation* com a ajuda de bancos de investimento, advogados e contabilistas manteve milhares de milhões de dólares de dívida fora do seu balanço. A *WorldCom* capitalizou mais de US \$ 11 mil milhões de despesas como ativos, em vez de gastos. A *Tyco International* foi acusada de não divulgar milhões de dólares em empréstimos com juros baixos ou sem juros aos seus executivos. A *Qwest Communications International* foi forçada pela SEC a reapresentar receitas no valor US \$ 2,4 mil milhões. A *Xerox Corporation* impulsionou os resultados ao contabilizar, prematuramente, receitas que deveriam ter sido relatadas anos depois e ao estabelecer reservas de “*cookie jar*”, o que originou uma gestão de resultados em valores superiores a \$ 1,4 mil milhões. Dechow & Schrand (2004) vão mais longe, referindo que a lista de abusos da contabilidade financeira continua indefinidamente.

Neste sentido, considerou-se interessante e oportuno analisar e caracterizar a QR, estudando a sua relação com o endividamento das empresas. A QR é um conceito multidimensional, pelo que tem diversos significados e conceitos para os vários utilizadores das demonstrações financeiras (DF). A QR surgiu como uma medida importante da saúde financeira das unidades de negócios e pode ser usada nos mercados financeiros (Foroughi & Ahmadi, 2010). Segundo Dechow & Schrand (2004), a QR é uma medida vantajosa na avaliação do valor da empresa, pois os bons resultados são aqueles que refletem com exatidão a *performance* operacional atual e futura das empresas.

Geralmente, os resultados são utilizados para calcular os *cash flows* futuros (Ghosh & Moon, 2010). Assim, alguns analistas avaliam uma empresa a partir do resultado líquido, considerando-o como um ponto de referência na análise do desempenho. Uma vez que, os resultados podem ser decompostos em *cash flows* e *accruals*, vários investigadores usam a qualidade dos *accruals* para retirar conclusões sobre a QR e interpretam-na como uma função crescente da qualidade de *accruals* (Dichev & Skinner, 2002; Francis et al., 2005; Monem & Farshadfar, 2007).

Como referido, esta dissertação procura estabelecer ligações entre duas áreas, QR e endividamento das empresas. Embora poucos estudos examinem empiricamente se o endividamento está associado à QR, alguns investigadores presumem que tal relação existe, e que esta é ambígua.

Por um lado, um certo nível de dívida pode influenciar positivamente a QR, pois existe uma maior exigência de informações de qualidade, especialmente informações sobre resultados, por parte dos detentores de dívida ou outros credores. Por conseguinte, os detentores de dívida têm um menor risco porque conseguem estimar o risco de solvência, o risco de liquidez e o risco de falência com maior precisão (Diamond, 1991). Em contrapartida, níveis mais elevados de dívida têm uma influência negativa na QR. Em níveis mais altos de endividamento há o agravamento do risco de violação dos *covenants* da dívida. Quanto maior o nível de financiamento de dívida, maior o risco de violação dos *covenants*, e os credores podem aumentar o custo da dívida e pedir pagamentos mais rápidos. Assim, surge um incentivo para os gestores tirarem partido da gestão de resultados para reduzir os elevados custos de violações de *covenants* (Watts & Zimmerman, 1986; Ghosh & Moon, 2010; Valipour & Moradbeygi, 2011). A gestão de resultados tem um efeito negativo sobre a QR se esta distorcer as informações, de forma que estas sejam menos úteis para prever *cash flows* futuros. Os resultados mostram que os gestores usam a gestão de resultados para convencer os credores, para mostrar o quadro desejável da empresa, para cumprir os compromissos dos contratos de dívida ou para atingir um menor custo de dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994; DeAngelo et al., 1994; Kim & Qi, 2010; Liu et al., 2010).

A amostra final deste estudo é composta por 777 empresas, pertencentes a 25 países da União Europeia, Reino Unido, Noruega e Islândia e 10 setores de atividade, totalizando 4 662 observações empresa-ano, retirada da base de dados ORBIS, referente ao período de 2012 a 2020. O modelo utilizado foi o modelo de Jones Modificado (Dechow et al. 1996), complementado por Kothari et al. (2005), para calcular a qualidade de resultados com base nos *accruals* discricionários.

Os resultados da presente investigação sugerem a existência de uma relação significativa entre endividamento e QR, bem como uma associação positiva e significativa entre os baixos níveis de endividamento e a QR. A relação entre baixos níveis de endividamento

e a QR surge devido a uma maior exigência de informações de qualidade, especialmente informações sobre resultados, por parte dos detentores de dívida. Os resultados mostram ainda que existe uma relação negativa e significativa entre altos níveis de endividamento e a QR. Esta relação deve-se ao facto de as empresas usarem agressivamente os *accruals* para gerir resultados, o que irá prejudicar a QR, a fim de evitar violações de *covenants* e reduzir o custo de financiamento. Por fim, comprovou-se que a QR conta com um ponto de inflexão em torno de 26%, primeiro aumenta e, em seguida diminui em níveis crescentes de dívida.

O presente trabalho está dividido em cinco capítulos. No segundo capítulo encontra-se a revisão de literatura, onde são apresentadas as definições de endividamento e QR e a relação entre as duas componentes já estudadas na literatura. No terceiro capítulo é apresentada a amostra, a metodologia e o modelo empírico com as respetivas variáveis utilizadas para estudar a relação entre QR e endividamento. No quarto capítulo discutem-se os resultados obtidos. Por fim, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões, limitações, contributos e propostas de investigações futuras.

## 2. REVISÃO DE LITERATURA

### 2.1. *Qualidade de Resultados*

A QR é um conceito multidimensional, tendo diversos conceitos e diferentes significados para os vários utilizadores das DF. Os reguladores consideram que os resultados são de alta qualidade quando estão em conformidade com as regras identificadas nos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP). Segundo Dechow & Schrand (2004), resultados de alta qualidade são aqueles que refletem com maior precisão o desempenho operacional atual e futuro das empresas, ou seja, a QR é uma medida resumida e útil na avaliação do valor da empresa.

Os resultados são vitais no processo de tomada de decisão pelos gestores e atividades de negócios das empresas. No entanto, os resultados nem sempre refletem a imagem real da empresa (Man et al., 2018). Alguns analistas avaliam uma empresa através do resultado líquido, considerando-o como um ponto de referência na análise do desempenho. Contudo, é necessário perceber e questionar sobre a confiabilidade destes números. As empresas podem gerir os resultados positiva ou negativamente para atender às suas próprias necessidades. Algumas empresas gerem os resultados negativamente para reduzir os impostos que deveriam pagar. Já outras utilizam diferentes formas de inflacionar artificialmente os resultados para que estes sejam melhores aos olhos dos analistas e investidores. De acordo com Valipour & Moradbeygi (2011), empresas que gerem os resultados têm uma menor QR.

Os gestores, geralmente, desejam que os resultados sejam altamente persistentes e previsíveis, porque estas características podem melhorar a sua reputação com analistas e investidores. Contudo, persistência e previsibilidade dos resultados, por si só, não são suficientes para que os resultados sejam de alta qualidade. Em geral, a QR está associada a atributos relevantes como magnitude dos *accruals*, persistência, previsibilidade, alisamento e relevância (Schipper & Vincent, 2003; Dechow & Schrand, 2004; Christensen et al., 2005; Bellovary et al., 2005; Khajavi & Nazemi, 2005; Dechow et al., 2010).

Além disso, a definição de QR depende do modelo de relatório financeiro, do ambiente de negócios, dos objetivos dos decisores e do papel que os resultados desempenham no modelo de decisão (Dechow et al., 2010). Por um lado, a flexibilidade das regras

contabilísticas e os métodos de remuneração da administração, que têm por base os resultados e o valor da empresa, podem levar à gestão de resultados e, por sua vez, a uma pior QR. No entanto, empresas com transações complexas, empresas em ambientes de negócios voláteis ou empresas de alto crescimento podem não fornecer resultados que sejam bons indicadores de *cash flows* futuros, mesmo na ausência de gestão de resultados, e isso pode ser interpretado erradamente como um sinal de baixa QR (Carmo et al., 2016)

De acordo com Healy & Wahlen (1999), um dos meios para os gestores transmitirem informações sobre as suas atividades empresariais aos seus principais investidores são as DF. Os investidores, muitas vezes, acreditam que esses relatórios podem ajudá-los a distinguir entre negócios que apresentam bom desempenho e aqueles que não o têm. O estudo de Chou et al. (2011) revela que a maioria dos investidores externos utiliza relatórios financeiros para avaliar o desempenho de uma empresa. Acredita-se que os resultados reportados nas DF representam informações confiáveis na avaliação do desempenho da empresa. Os gestores, portanto, têm um incentivo para gerir resultados, de forma a melhorar o desempenho relatado. Tal comportamento enganaria os investidores externos, criando falso otimismo em relação ao desempenho da empresa. Esse tipo de conscientização motiva os gestores a intervir nas DF e publicar apenas as informações adequadas aos seus fins, o que pode trazer prejuízos aos investidores. Ainda no estudo de Chou et al. (2011) é destacado o “Escândalo *Enron*” e uma série de outros colapsos, mostrando que muitas empresas relataram altos resultados, contudo, enfrentavam dificuldades nas operações comerciais, pelo que algumas delas até faliram. Esta consequência decorre do facto dos resultados reportados não refletirem exatamente o que está a acontecer nas atividades produtivas e comerciais das empresas.

Segundo Ghosh & Moon (2010), os resultados são frequentemente considerados melhores previsores de *cash flows* futuros do que os *cash flows* atuais, porque os *accruals*, um componente-chave dos resultados (o outro sendo os *cash flows*), são mais informativos sobre os *cash flows* futuros. No entanto, os *accruals* também podem servir como preditores barulhentos do desempenho futuro da empresa devido à gestão por parte dos gestores. Como a dívida afeta o valor da empresa, e por consequência, a remuneração da administração, então, também as escolhas contabilísticas tomadas são afetadas. Assim, as ligações entre a dívida e a QR dependem da qualidade dos *accruals*. De acordo com Bernsten (1994), a QR é utilizada para avaliar diversas entidades, para comparar e

identificar diferenças nos resultados das mesmas. Francis et al. (2005) defendem que a QR é uma dimensão importante da qualidade dos relatórios financeiros, uma vez que os resultados constituem a principal fonte de informações específicas da empresa. Também Bellovary et al. (2005) defendem que a QR é um aspeto importante da avaliação da saúde financeira de uma organização, contudo, muitas vezes é esquecido por investidores, credores e outros utilizadores das DF.

A QR é superior quando os resultados relatados ajudam os utilizadores a tomar melhores decisões. A qualidade dos resultados é alta quando não há gestão de resultados (Valipour & Moradbeygi, 2011). Contudo, com o intuito de esconder o mau desempenho e com o objetivo de obter oportunidades e adiar a falência, os gestores podem gerir os resultados, o que origina uma redução da QR destas empresas (Harris et al., 2004).

## ***2.2. Relação Positiva entre QR e Endividamento***

As empresas necessitam de investimentos para sobreviver à produção e ao desenvolvimento das atividades, pelo que, os donos das empresas exigem capital para fazer face às suas despesas. Uma forma dos proprietários conseguirem fazer face aos seus gastos é recorrendo a dívida financeira (Valipour & Moradbeygi, 2011). Com o capital alheio a empresa pode pagar grandes despesas de capital ou financiar despesas operacionais. Em geral, quer grandes empresas já estabelecidas, quer negócios recentes e em início de atividade podem enfrentar incertezas no futuro e ter necessidade de depender de dívida financeira. A dívida é um exemplo de pré-compromisso ou dispositivo de vinculação (Valipour & Moradbeygi, 2011).

O endividamento das empresas pode influenciar positivamente a QR. Os detentores de dívida ou outros credores exigem informações de maior qualidade, especialmente informações sobre resultados. Quando os resultados preveem os *cash flows* futuros com maior precisão os credores têm menor risco, pois conseguem estimar o risco de solvência, o risco de liquidez e o risco de falência com maior precisão. A dívida, também, vincula a administração a um compromisso prévio com informações de alta qualidade devido aos custos de empréstimos mais baixos (Diamond, 1991).

O'Brien (1998) refere que os relatórios financeiros existem para atender às necessidades dos fornecedores de capital externos e Pope (2003) afirma que o equilíbrio entre

financiamento interno e externo irá produzir diferenças nas exigências das informações contabilísticas e pode explicar diferenças nos padrões de divulgação.

Em grandes empresas de capital difuso, os administradores têm incentivos para expropriar a riqueza dos acionistas e detentores de títulos (Jensen & Meckling, 1976). Os detentores de dívida privada têm incentivos para monitorizar e limitar a potencial expropriação de riqueza por parte da gerência. Para estarem dispostos a arriscar capital, os credores privados exigem capacidade de monitorizar continuamente as empresas-clientes ao longo do período de vencimento e exigem informações de alta qualidade devido à necessidade de avaliar o risco dos seus empréstimos (Slovin et al., 1990).

Além disso, os gestores estão mais dispostos a fornecer informações de melhor qualidade, principalmente, devido a considerações de custo-benefício relacionadas ao financiamento da dívida. Portanto, os gestores para agirem no interesse dos credores utilizam critérios contabilísticos que fornecem informações de maior qualidade sobre as perspectivas futuras da empresa e, conseqüentemente, reduzem os custos da dívida (Grossman & Hart, 1982; Jensen, 1986; Feltham et al., 2007; Ghosh & Moon, 2010).

A literatura, também, sugere que os incentivos para relatar resultados de alta qualidade são mais fortes para a dívida privada do que para a pública, uma vez que os credores privados são melhores a monitorizar. Os gestores têm menos probabilidade de utilizar decisões contabilísticas para enganar as partes interessadas sobre o valor económico da empresa quando estas têm dívidas privadas (Warfield et al., 1995)

Outro benefício que o endividamento origina é a redução de conflitos de agência (Jensen, 1986; Stulz, 1990), pelo que os gestores têm poucos motivos para distorcer o desempenho económico usando mecanismos contabilísticos. O conflito de agência ocorre por meio da separação e divergência entre propriedade e gestão (Jensen & Meckling, 1976). Os gestores tendem a estar interessados em perseguir os seus objetivos, em vez de maximizar os benefícios dos acionistas.

No que toca a este problema clássico, Jensen & Meckling (1976) e Grossman & Hart (1982) observam que, embora a introdução de dívida na estrutura de capital da empresa apresente um novo conjunto de problemas de agência, a existência de dívida ajuda a mitigar os custos de agência do património líquido. Jensen (1986) discute a redução dos

custos de agência relacionados ao património, originado pela eliminação de *Free Cash Flows* (FCF)<sup>1</sup> resultante de um aumento no valor relativo do financiamento da dívida.

Segundo Jensen (1986), os gestores com FCF substancial podem aumentar os dividendos ou recomprar ações e, assim, investir o *cash* atual que, de outra forma, seria investido em projetos de baixo retorno. Isto deixa os gestores com controlo sobre o uso de FCF futuros, mas estes podem prometer pagar *cash flows* futuros anunciando um aumento “permanente” do dividendo. Essas promessas são fracas porque os dividendos podem ser reduzidos no futuro. O facto de os mercados de capitais punirem os cortes de dividendos com reduções no preço das ações é consistente com os custos de agência de FCF. A criação de dívida permite que os gestores vinculem efetivamente a promessa de pagamento de *cash flows* futuros. Logo, a dívida pode ser um substituto eficaz para os dividendos. Assim, a dívida reduz os custos de agência do FCF, reduzindo o *cash flow* disponível para gastos a critério dos gestores. Além disso, certos tipos de credores (por exemplo, bancos) podem fornecer uma função de monitorização para reduzir ainda mais os custos de agência de capital.

Resumindo, esses argumentos, coletivamente, sugerem que a dívida tem uma influência positiva na QR.

### ***2.3. Relação Negativa entre QR e Endividamento***

Um ponto de vista contrastante refere que a dívida tem uma influência negativa na QR. A literatura mostra que as empresas com níveis mais baixos de endividamento são menos propensas a gerir resultados como resultado do menor risco de violações de *covenants*. Por outro lado, níveis mais altos de endividamento podem fornecer aos gestores um incentivo de tirar vantagem da gestão de resultados para reduzir os elevados custos de violações de *covenants*. Quanto maior o nível de financiamento da dívida, maior o risco de violação dos *covenants* da dívida (Watts & Zimmerman, 1986; Ghosh & Moon, 2010; Valipour & Moradbeygi, 2011).

Portanto, quando o endividamento é elevado, os resultados contabilísticos podem não representar fielmente o desempenho económico da empresa devido ao uso agressivo de *accruals*. Pelo que, isto indica que o endividamento está negativamente associado à QR

---

<sup>1</sup> FCF são os *cash flows* superiores ao necessário para financiar todos os projetos que têm *Net Present Value* positivos quando descontados ao custo de capital relevante (Jensen, 1986).



(Press & Weintrop, 1990; Beneish & Press, 1993; Smith, 1993; DeFond & Jiambalvo, 1994; Dichev & Skinner, 2002; Billett et al., 2007).

Consequentemente, com o aumento do risco de violação dos *covenants* da dívida os credores podem aumentar o custo da dívida e pedir pagamentos mais rápidos. Portanto, as empresas tendem a gerir os seus resultados usando *accruals* discricionários<sup>2</sup> para convencer os credores a conceder empréstimos (Sweeney, 1994). Assim, espera-se que um nível de endividamento mais elevado tenha influência negativa na QR. Neste sentido, Sercu et al. (2006) examinaram a relação entre gestão de resultados e endividamento, onde os resultados mostraram uma relação positiva entre a gestão de resultados e a alavancagem financeira.

DeFond & Jiambalvo (1994) e DeAngelo et al. (1994) investigaram a gestão de resultados com contratos de dívida e financiamento de dívida. Os resultados mostram que os gestores usam a gestão de resultados para convencer os credores, para apresentar o quadro desejável da empresa e cumprir os compromissos dos contratos de dívida. Segundo Kim & Qi (2010), as empresas têm maior probabilidade de distorcer os resultados para evitar violar os termos do empréstimo, ou, então, quando a capacidade de renegociar empréstimos que violaram os termos é limitada.

Gupta & Fields (2006) examinaram a relação entre as estruturas de vencimento da dívida das empresas e a propensão para gerir resultados. Eles concluíram que as empresas com mais dívida de curto prazo eram mais suscetíveis à gestão de resultados, e que essa relação era mais forte para as empresas que enfrentam restrições do mercado de dívida. No geral, os resultados indicaram que a gestão de resultados pelas empresas é influenciada pela quantidade relativa de dívida de curto prazo usada nas estruturas de capital das empresas, ou seja, a dívida de curto prazo está positivamente associada à gestão de resultados. Estes resultados estão em sintonia com os resultados encontrados por Goodwin et al. (2009) e Chou et al. (2011). No entanto, Fung & Goodwin (2013) analisaram empresas com alto *rating* de crédito e encontraram uma associação negativa entre dívida de curto prazo e gestão de resultados.

---

<sup>2</sup> Os *accruals* não discricionários são exigidos de acordo com a realidade do negócio, já os *accruals* discricionários são artificiais e têm como único propósito gerir o resultado contabilístico. Os *accruals* discricionários podem servir como uma *proxy* da QR (Martinez, 2007).

Como referido anteriormente, a dívida pode ser um dos fatores que ajuda a minimizar os conflitos de agência, contudo, à medida que o endividamento aumenta, os credores recorrem mais a *bond covenants*, muitos dos quais são baseados em dados contabilísticos para reduzir a expropriação de riqueza pelos administradores (Watts & Zimmerman, 1986). Assim, com o aumento de *covenants* espera-se que o oportunismo por parte dos gestores também aumente com o crescimento da alavancagem financeira (Press & Weintrop, 1990; Duke & Hunt III, 1990; Christie & Leftwich, 1990; Billett et al., 2007).

Liu et al. (2010) examinaram se as empresas gerem os resultados antes de emitir títulos de dívida para atingir um menor custo de dívida. Os resultados mostram uma gestão de resultados com intenção de aumentar o resultado antes da obtenção de fundos. Depois de controlar vários emissores de títulos e características de emissão, os autores também descobriram que as empresas que geriam os resultados positivamente emitiam dívidas a um custo menor.

Francis et al. (2005) investigaram a relação entre QR e o custo da dívida e do capital próprio e os resultados mostraram que uma maior QR está associada a um menor custo de dívida e capital próprio. Este resultado é consistente com um vasto conjunto de artigos (Blackwell et al., 1998; Noguer & Muñoz, 2007; Bharath et al., 2008; Ghosh & Moon, 2010; Zhang, 2008; Allee & Yohn, 2009; Gray et al., 2009; Kim & Qi, 2010; Minnis, 2011; Dedman & Kausar, 2012; Aldamen & Duncan, 2013; Bauwhede et al., 2015; Carmo et al., 2016).

Um ponto importante a destacar é o facto de haver uma distinção entre *covenants* na dívida privada e na dívida pública. Estudos anteriores documentam que os *covenants* dos empréstimos são muito mais rigorosos na dívida privada do que na dívida pública (Smith & Warner, 1979; Smith, 1993). Além disso, nos mercados de dívida privada a informação é mais opaca (de menor qualidade), o que prejudica o acesso a financiamento externo (Hernández-Cánovas & Martínez-Solano, 2007, 2010; Van Caneghem & Campenhout, 2012). Assim, as empresas com dívida privada são mais propensas a usar opções contabilísticas para evitar violações de *covenants* quando a dívida é alta (Dichev & Skinner, 2002).

## ***2.4 Formulação das Hipóteses***

De facto, divulgar informações financeiras de qualidade tem sido uma preocupação crescente por parte dos *stakeholders*, pois as DF estão na base das mais variadas decisões económicas como, por exemplo, a obtenção de fundos necessários ao financiamento da atividade nas melhores condições. Existe, por isso, um claro incentivo na preparação de informação de qualidade que reporte corretamente o desempenho da empresa. Contudo, a literatura mostra ser controversa e relata que o endividamento também pode ter um efeito negativo na QR. Assim, dado que a literatura apresenta resultados mistos, o objetivo desta dissertação é estudar, primeiramente, se existe relação entre o endividamento e a QR e, de seguida, estudar essa relação para os vários níveis de endividamento.

Deste modo, e seguindo os estudos de Ghosh & Moon (2010) e de Valipour & Moradbeygi (2011), que concluíram que um nível mais baixo de endividamento tem um efeito positivo na QR, e que um nível mais alto de endividamento tem um efeito negativo na QR, as hipóteses de investigação são as seguintes:

*H<sub>1</sub>*: Existe uma relação significativa entre endividamento e qualidade de resultados.

*H<sub>2</sub>*: Em níveis de endividamento baixos, existe uma relação positiva e significativa entre dívida e qualidade de resultados.

*H<sub>3</sub>*: Em níveis de endividamento elevados, existe uma relação negativa e significativa entre dívida e qualidade de resultados.

### 3. AMOSTRA E METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

#### 3.1 Amostra

A amostra que serve de suporte à inferência dos resultados desta investigação foi extraída da base de dados ORBIS de Bureau Van Dijk no mês de agosto de 2021.

Para recolher a amostra selecionaram-se todas as empresas cotadas da União Europeia (27), Islândia, Noruega e Reino Unido, referentes ao período entre 2012 e 2020. Excluindo-se as empresas pertencentes aos setores financeiro e administração pública, devido às especificidades contabilísticas e regulamentares, uma vez que estão sujeitas a um sistema contabilístico e regulamentar específico, sendo difícil estimar a formação de *accruals* discricionários (Prior et al., 2008; Chen et al., 2012).

A amostra após a exclusão das empresas do setor financeiro e administração pública é de 6 902 empresas. Contudo, foram ainda excluídas as empresas com informação insuficiente necessária para o cálculo das métricas da QR com base em *accruals*, bem como os setores<sup>3</sup> com menos de 20 observações empresa-ano (Ghosh & Moon, 2010). Assim, retiraram-se da amostra os setores de atividade da Agricultura, Silvicultura e Pesca (A.), Abastecimento de Água, Esgotos, Gestão de Resíduos e Atividades de Remediação (E.), Educação (P.), Saúde Humana e Atividade de Trabalho Social (Q.), Artes, Entretenimento E Recreação (R.), Atividades de Hotelaria e Alimentação (I.), e Outros Serviços (S.).

Posteriormente, para eliminar os efeitos provocados por valores extremos foram excluídos os dados contabilísticos necessários para o cálculo das medidas de gestão de resultados e variáveis independentes, cujos valores se situam abaixo do percentil 1 e acima do percentil 99 (Ghosh & Moon, 2010; Valipour & Moradbeygi, 2011). Desta forma, a amostra final é composta por 777 empresas, pertencentes a 25 países da União Europeia, Reino Unido, Noruega e Islândia e 10 setores de atividade, totalizando 4 662 observações empresa-ano.

---

<sup>3</sup> Os setores foram classificados segundo a nomenclatura usada pela Comunidade Europeia, NACE Rev. 2.

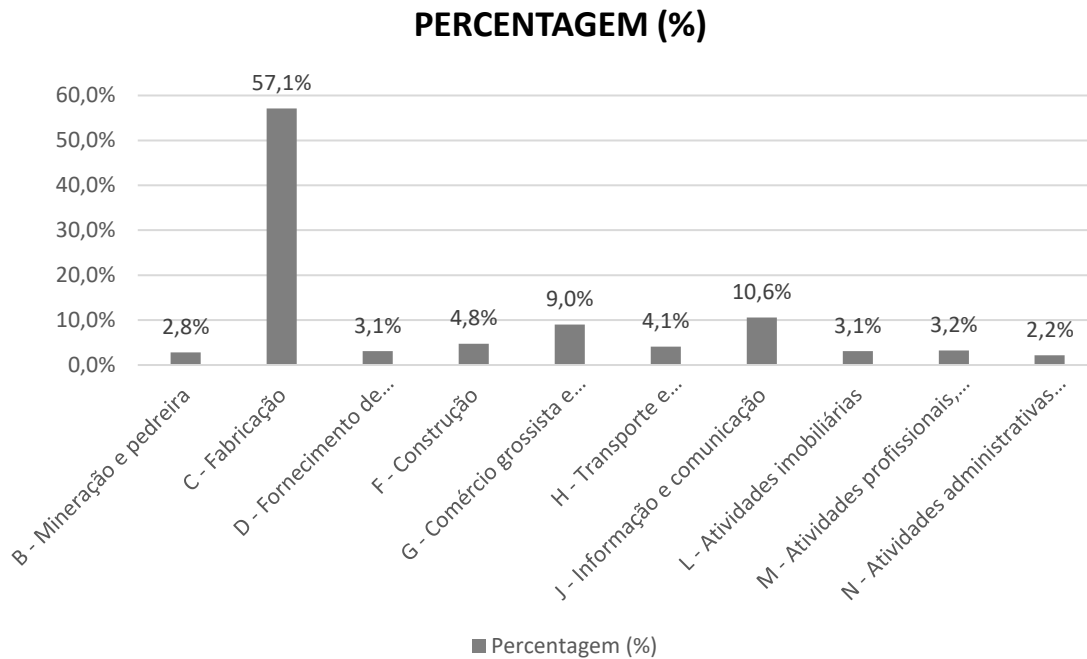
A Tabela I apresenta a divisão da amostra por país, onde se verifica que grande parte da amostra é representada por empresas de França, Alemanha e Reino Unido, com 16,1%, 18,9% e 22,1% do total da amostra, respetivamente.

**Tabela I** – Composição da amostra por país

Países		Número de Empresas	Percentagem (%)
DE	Alemanha	147	18,9%
AT	Áustria	27	3,5%
BE	Bélgica	28	3,6%
CY	Chipre	2	0,3%
HR	Croácia	2	0,3%
DK	Dinamarca	30	3,9%
SI	Eslovênia	2	0,3%
ES	Espanha	16	2,1%
EE	Estônia	5	0,6%
FI	Finlândia	35	4,5%
FR	França	125	16,1%
GR	Grécia	6	0,8%
NL	Holanda	25	3,2%
HU	Hungria	2	0,3%
IE	Irlanda	11	1,4%
IS	Islândia	1	0,1%
IT	Itália	4	0,5%
LV	Letônia	2	0,3%
LT	Lituânia	4	0,5%
LU	Luxemburgo	3	0,4%
MT	Malta	2	0,3%
NO	Noruega	23	3,0%
PL	Polónia	9	1,2%
PT	Portugal	1	0,1%
GB	Reino Unido	172	22,1%
CZ	República Checa	2	0,3%
RO	Romênia	3	0,4%
SE	Suécia	88	11,3%

**Fonte:** Elaboração Própria

A figura 1 apresenta a divisão da amostra por setores. É possível verificar que a maioria da amostra é representada pelo setor da Fabricação (C.) com 57,1% dos dados. De seguida, temos o setor da Informação e Comunicação (J.) e o setor do Comércio Grossista e Retalhista; Oficinas de Veículos Motorizados (G.) com 10,6% e 9% do total da amostra, respetivamente. O setor de Atividades Administrativas e de Serviços de Apoio (N.) foi o setor menos representado, contando apenas com 2,2% da amostra total.



**Figura 1** – Divisão da amostra por setores

Fonte: Elaboração Própria

### **3.2. Modelo de Qualidade de Resultados com base em *accruals* discricionários**

Para medir a QR, o método utilizado tem por base os *accruals* discricionários. Os modelos mais utilizados na sua mensuração são o modelo de Jones (1991) e o modelo de Jones Modificado, desenvolvido por Dechow et al. (1996) e complementado por Kothari et al. (2005).

Os *accruals* exigem que os gestores realizem previsões, estimativas e julgamentos, o que cria oportunidades para a gestão de resultados, levando a uma menor QR. Segundo Dechow & Schrand (2004), quanto maior o grau de discricionariedade, maior a propensão para a gestão de resultados. Consequentemente, espera-se que a QR varie com o uso de *accruals* discricionários. A primeira etapa para o cálculo da primeira medida, GRJones,

foi a obtenção dos *accruals* totais por meio da abordagem tradicional do balanço (Dechow et al., 1996).

Para estimar a QR é utilizado o modelo de Jones Modificado complementado por Kothari et al. (2005). Para mensurar o impacto da *performance* da empresa nos *accruals* discricionários é incorporada no modelo como variável a rendibilidade operacional do ativo (ROA). Kothari et al. (2005) introduziram ainda o termo da constante, que permite um controlo adicional à heteroscedasticidade, isto é, permite controlar os efeitos do setor e do ano, por não ser defletida pelos ativos totais. Segundo Kothari et al. (2005), os modelos que excluem o termo da constante são menos simétricos, tornando as conclusões do poder de teste de comparação menos claras.

Assim, seguindo Jones (1991) e Dechow et al. (1996) os *accruals* totais para cada empresa são calculados da seguinte forma:

$$(1) \quad Accruals_{i,t} = \Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta Caixa_{i,t} + \Delta Dcp_{i,t} - Dep_{i,t}$$

Sendo que:  $\Delta AC_{i,t}$  corresponde à variação do ativo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i;  $\Delta PC_{i,t}$  representa a variação do passivo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i;  $\Delta Caixa_{i,t}$  corresponde à variação de caixa e equivalentes de caixa entre o período t-1 e t para a empresa i;  $\Delta Dcp_{i,t}$  é a variação da dívida de curto-prazo incluída no passivo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i;  $Dep_{i,t}$  representam as depreciações e amortizações do período t para a empresa i.

A partir da Equação (2), pretende-se calcular os *accruals* discricionários para cada setor e para cada ano, que servirá como medida de QR. Para tal, recorreu-se ao seguinte modelo:

$$(2) \quad \frac{Accruals_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left( \frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{\Delta Ven_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left( \frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_4 (ROA_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:  $Accruals_{i,t}$  representa o total dos *accruals* do período t para a empresa i;  $AT_{i,t-1}$  corresponde ao ativo total do período t-1 para a empresa i;  $\Delta Ven_{i,t}$  representa a variação das vendas entre o período t-1 e t para a empresa i;  $\Delta CR_{i,t}$  representa a variação de contas a receber entre o período t-1 e t para a empresa i;  $AFT_{i,t}$  corresponde ao ativo fixo tangível no período t para a empresa i;  $ROA_{i,t-1}$  representa o retorno sobre os ativos no período t-1

para a empresa  $i$ ;  $\varepsilon_{i,t}$  corresponde aos resíduos obtidos entre o valor estimado pelo modelo e o valor efetivo no período  $t$  para a empresa  $i$ ; os coeficientes  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  e  $\beta_4$  correspondem aos parâmetros específicos para cada um dos anos e para cada um dos setores de atividade.

A Equação (2) é estimada a cada ano e para cada indústria, com um número mínimo de 20 empresas, onde a indústria é classificada segundo a nomenclatura usada pela Comunidade Europeia, NACE Rev. 2.

Segundo os autores do modelo, os *accruals* discricionários são considerados estimativas de erro no cálculo dos *accruals* totais, ou seja, correspondem aos valores dos resíduos da Equação (2).

A partir dos *accruals* discricionários é possível estudar a gestão de resultados, isto é, se os gestores estão a diminuir ou aumentar os números contabilísticos, que por sua vez leva a uma diminuição da QR. A magnitude da gestão de resultados é calculada através do valor absoluto dos resíduos da Equação (2). Então, quanto maior o valor absoluto, maior a gestão de resultados e menor a QR. Assim, a fórmula para calcular a QR é a seguinte:

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

Consistente com os estudos anteriores, por exemplo Francis et al. (2005), foram removidos *outliers* extremos da distribuição de resíduos para os percentis 1 e 99.

### 3.3. Relação entre Endividamento e Qualidade de Resultados

Para analisar a relação entre a QR e o endividamento é seguido o modelo escolhido por Dichev & Skinner (2002) e Ghosh & Moon (2010), no qual é utilizado a seguinte regressão:

$$(4) \quad QR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Divida_{i,t} + \beta_2 Divida_{i,t}^2 + \beta_3 Ciclo\ Operacional_{i,t} + \beta_4 Dimensão_{i,t} + \beta_5 Vendas_{\sigma i,t} + \beta_6 Cash\ Flow_{\sigma i,t} + \beta_7 Perdas_{i,t} + \beta_8 Custo\ Divida_{i,t} + \beta_9 Z - Score_{i,t} + \beta_{10} Crescimento_{it} + \beta_{11} P\&D_{i,t} + \varepsilon$$

Sendo que: *Divida* corresponde à percentagem de dívida total (longo prazo + curto prazo) sobre o total de ativos; *Ciclo Operacional* corresponde à transformação logarítmica da



soma do prazo médio de recebimentos<sup>4</sup> e do prazo médio de inventários<sup>5</sup>; *Dimensão* corresponde à transformação logarítmica da média dos ativos totais iniciais e finais;  $Vendas_{(\sigma)}$  e  $Cash\ flow_{(\sigma)}$  representam o desvio-padrão das vendas e dos *cash flows* operacionais<sup>6</sup>, respetivamente, defletido pelos ativos totais, num período de 4 anos (do ano t-3 até o ano t) de 2015 até 2020; *Perdas* são a proporção de empresa - anos com resultados negativos do ano t; *Custo Dívida* reflete a despesa de juros deflacionada pela dívida total média; *Z-Score* é o Z-Score de Altman<sup>7</sup>; *Crescimento* corresponde à soma do valor de mercado do capital próprio mais o valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor do ativo e *P&D* correspondem às despesas com investigação e desenvolvimento escaladas pelo valor contabilístico dos ativos totais.

Tal como Dichev & Skinner (2002) e Francis et al. (2005), é incluído o ciclo operacional, a dimensão da empresa, a volatilidade das vendas e do *cash flow* e a proporção das perdas para capturar os componentes inatos ou não discricionários da QR. Os fatores inatos captam a influência do ambiente operacional e do modelo de negócio na QR, que é diferente do componente discricionário. Também é controlado o custo da dívida e a pontuação Z de Altman, porque a dívida pode estar correlacionada com o custo de financiamento e dificuldades financeiras (Francis et al., 2005). Além disso, é incluído o índice de mercado para o valor contabilístico e despesas de *P&D* para representar oportunidades de crescimento que afetam o crescimento e a dívida.

---

<sup>4</sup> Prazo médio de Recebimentos =  $360 / (Vendas / Contas\ a\ receber)$

<sup>5</sup> Prazo médio de Inventários =  $360 / (CMVMC / Inventário)$

<sup>6</sup> Cash flows operacionais resultam da subtração dos *accruals* ao resultado operacional

<sup>7</sup> Z-Score é estimado como  $1,2 \times (Working\ Capital / Ativo\ Total) + 1,4 \times (Resultados\ retidos / Ativo\ Total) + 3,3 \times (EBIT / Ativo\ Total) + 0,6 \times (Valor\ de\ mercado\ do\ CP / Passivo\ Total) + (Vendas / Ativo\ Total)$ .

## 4. RESULTADOS

O modelo de medida da QR com base em *accruals* discricionários foi calculado segundo as equações (1) (2) e (3), para todas as empresas, nos anos de 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020 pelos 10 setores de atividade (B - Mineração e Pedreira, C – Fabricação, D - Fornecimento de Eletricidade, Gás e Ar Condicionado, F – Construção, G - Comércio Grossista e Retalhista; Oficinas de Veículos Motorizados, H - Transporte e Armazenamento, J – Informação e Comunicação, L - Atividades Imobiliárias, M - Atividades Profissionais, Científicas e Técnicas e N - Atividades Administrativas e de Serviços de Apoio).

### 4.1. Estatísticas Descritivas

As estatísticas descritivas das variáveis que compõem o modelo empírico são apresentadas na Tabela II. O modelo que estuda a relação entre a qualidade de resultados e o endividamento conta com 2 177 observações. Os resultados obtidos permitem verificar que o nível médio de *accruals* discricionários, a nossa medida de QR, é de 0,04380. Afere-se que, em média, apresentam uma dívida de 21,7% e um custo de dívida médio de 5,6%.

O nível médio da nossa medida de qualidade de resultados vai de encontro com a literatura, nomeadamente, de acordo com os autores, Valipour & Moradbeygi (2011) e Ghosh & Moon (2010), os quais relataram valores médios de 0,0551 e 0,058, respetivamente. Relativamente ao nível médio de dívida, os nossos resultados são similares aos obtidos por Valipour & Moradbeygi (2011) que obtiveram um valor médio de dívida de 24,8%, contudo Ghosh & Moon (2010) relatam valores médios de dívida superiores, de 66,35%. Relativamente ao custo da dívida, os nossos resultados encontram-se entre os valores obtidos por outros autores, tendo o artigo de Valipour & Moradbeygi (2011) registado um custo da dívida médio de 5,1%, enquanto o artigo de Ghosh & Moon (2010) apresenta um custo médio superior, no valor de 10,5%.

**Tabela II – Análise de estatísticas descritivas**

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio-Padrão	Observações
<b>QR</b>	0,04380	0,03081	0,89990	6,77E-06	0,05177	2.177
<b>Dívida</b>	0,21734	0,20761	1,03035	2,51E-06	0,13850	2.177
<b>Ciclo Operacional</b>	4,93822	4,94904	12,16813	1,63347	0,80565	2.177
<b>Dimensão</b>	14,04470	13,96975	20,01519	8,6505	2,00508	2.177
<b>DP - CF</b>	0,081	0,582	0,126	0,0022	0,066	2.177
<b>DP - Vendas</b>	0,206	0,1996	0,781	0,031	0,154	2.177
<b>Perdas</b>	0,06547	0,04505	0,10682	0,04247	0,03000	2.177
<b>Custo Dívida</b>	0,0559	0,03634	2791	0,2425	0,05521	2.177
<b>Z_Score</b>	1,46240	1,39652	9,48802	-2,19898	0,75936	2.177
<b>Crescimento</b>	0,54417	0,54846	1,52138	0,068553	631.274,8	2.177
<b>P_D</b>	122.824	0,00000	9.135.000	-9.918,30	31.274,8	2.177

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

#### ***4.2. Matriz de Correlação de Pearson***

A matriz de correlação de Pearson é apresentada no Tabela III. Pela análise da matriz de correlações explicativas verifica-se que não existem correlações próximas de 1 ou -1, pelo que não parece haver indícios de multicolinearidade.

As correlações mais elevadas são de 0,6429 e 0,6408 entre o *Crescimento* e o *Ciclo Operacional* e o *DP\_Vendas* e *DP\_CF*, respetivamente. Estes valores não são elevados o suficiente para levantar problemas de multicolineariedade. Adicionalmente, ambas as relações apresentam um *p-value* inferior a 5%, pelo que, podemos concluir que existe uma correlação estatisticamente significativa.

**Tabela III** – Matriz de Correlações de Pearson entre variáveis explicativas

Matriz de Correlação	Ciclo Oper.	Dívida	Dimensão	P_D	Z_Score	Perdas	Crescimento	Custo Dívida	DP_CF	DP_Vendas
Ciclo Oper.	<b>1,000000</b>									
	-----									
Dívida	-0,0875	<b>1,000000</b>								
	0,5498	-----								
Dimensão	-0,020382	0,206677	<b>1,000000</b>							
	0,8894	0,1542	-----							
P_D	0,263291	-0,0841	-0,032831	<b>1,000000</b>						
	-0,0676	0,5656	0,8228	-----						
Z_Score	-0,196581	-0,4822	-0,396469	-0,153314	<b>1,000000</b>					
	0,1758	0,0004	0,0048	0,2929	-----					
Perdas	-0,025678	0,143534	-0,020581	0,1523366	-0,113686	<b>1,000000</b>				
	0,8610	0,3252	0,8840	0,2961	0,4367	-----				
Crescimento	-0,642879	0,521783	0,065942	-0,04694	0,006044	0,099007	<b>1,000000</b>			
	0,0000	0,0001	0,6526	0,7488	0,9671	0,4985	-----			
Custo Dívida	0,025082	0,080878	-0,047	0,253609	0,024564	0,156773	0,181948	<b>1,000000</b>		
	0,8642	0,5807	0,7485	0,0787	0,8670	0,2820	0,2108	-----		
DP_CF	0,334238	0,551457	0,551457	-0,088241	-0,230485	-0,003102	-0,265256	-0,251476	<b>1,000000</b>	
	0,0189	0,0000	0,0000	0,5466	0,1111	0,9831	0,0655	0,0813	-----	
DP_Vendas	-0,15518	0,549174	0,549174	-0,101578	-0,336324	0,144624	0,047803	-0,03028	0,640781	<b>1,000000</b>
	0,2870	0,0000	0,0000	0,4874	0,0181	0,3215	0,7443	0,8361	0,0000	-----

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

### 4.3. Impacto do Endividamento na Qualidade de Resultados

Foi realizado um teste à presença de efeitos variáveis (Tabela IV) e de efeitos fixos (Tabela V) ao nível das empresas (*cross section*) e dos períodos (anos), de forma a escolher o método de estimação a utilizar. Em nenhum destes testes foram detetados efeitos estatisticamente significativos. Assim, o modelo foi estimado por *Pooled OLS*, tendo sido utilizados os estimadores robustos dos desvios-padrão dos coeficientes, considerando-se a eventual existência de heteroscedasticidade e autocorrelação dos erros, validando deste modo a inferência estatística.

**Tabela IV – Teste à presença de efeitos variáveis**

<b>Lagrange Multiplier Tests for Random Effects</b>			
Null hypotheses: No effects			
Alternative hypotheses: Two-sided (Breusch-Pagan) and one-sided (all others) alternatives			
	<b>Test Hypothesis</b>		
	Cross-section	Time	Both
<b>Breusch-Pagan</b>	0.5593	0.226676	0.7860
	(0.1708)	(0.6340)	(0.1143)

**Fonte:** Elaboração própria.

**Tabela V - Teste à presença de efeitos fixos**

<b>Redundant Fixed Effects Tests</b>		
Equation: Untitled		
Test Cross-section fixed effects		
Effects Test	<b>Statistic</b>	<b>Prob.</b>
Cross-section F	1.16305	0.26305

**Fonte:** Elaboração própria.

A Tabela VI permite comprovar que, globalmente, o modelo é significativo para um nível de significância de 1 % ( $F = 54, 47722$ ). Individualmente, todas as variáveis são, também, estatisticamente significativas para o nível de significância de 5%, pois o *p-value* é inferior a 0,05.

**Tabela VI – Estimação por *Pooled OLS***

<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Estatística T</b>	<b>P-value</b>
<b>Constante</b>	0,064245	11,79564	0,0000
<b>Dívida</b>	-0,040965	-3,872105	0,0001
<b>Dívida<sup>2</sup></b>	0,080321	4,388895	0,0000
<b>Ciclo Oper.</b>	0,002509	4,263195	0,0000
<b>Dimensão</b>	-0,003377	-12,26266	0,0000
<b>DP_Vendas</b>	1,04E-09	3,0134	0,0026
<b>DP_CF</b>	4,63E-09	3,874182	0,0001
<b>Perdas</b>	0,080677	6,217297	0,0000
<b>Custo Dívida</b>	-8,57E-06	-3,83505	0,0001
<b>Z_Score</b>	-0,001442	-2,187719	0,0288
<b>Crescimento</b>	0,010065	2,816363	0,0049
<b>P_D</b>	3,98E-09	3,679329	0,0002

<b>R-squared</b>	0,216786
<b>Adjusted R-squared</b>	0,212806
<b>F - Statistic</b>	54,47722
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,000000
<b>Durbin - Watson Stat</b>	1,783784

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

Pela análise da tabela acima, o coeficiente da *Dívida* é negativo e significativo, enquanto o coeficiente da variável *Divida<sup>2</sup>* é positivo e significativo, o que sugere uma relação quadrática entre a qualidade dos resultados e a dívida. Isto vem responder à  $H_1$ , uma vez que, sendo os coeficientes da dívida estatisticamente significativos, podemos concluir que existe uma relação significativa entre endividamento e qualidade de resultados.

A curva em U mostra que quando a *Dívida* é reduzida a influência positiva da dívida domina a influência negativa da dívida, isto porque os gestores têm menor motivação de gerir os resultados quando a probabilidade de violação de um *covenant* não é alta. No entanto, em altos níveis de dívida, o risco de violação de um *covenant* torna-se tão alto que é mais valioso para a empresa prejudicar a QR para evitar a violação do *covenant* do que continuar a oferecer visões confiáveis das perspetivas futuras da empresa. Isto suporta as  $H_2$  e  $H_3$ , em níveis de endividamento baixos, existe uma relação positiva e significativa entre dívida e qualidade de resultados e em níveis de endividamento elevados, existe uma relação negativa e significativa entre dívida e qualidade de resultados, respetivamente.

Dada a relação quadrática entre a QR e a dívida e sendo esta concavidade voltada para cima (uma vez que o coeficiente da variável  $Divida^2$  é positivo), então, é possível calcular o ponto de viragem que corresponde ao mínimo da parábola que é obtido igualando a zero a derivada da QR em relação à dívida ( $Dívida\ mínima = \frac{-0,040965}{(2 \times 0,080321)}$ ) sendo esse mínimo de 26%, ou seja, a QR primeiro aumenta até uma dívida de 26% e a partir daí começa a diminuir.

Os coeficientes das variáveis *Ciclo Operacional*, *Desvio Padrão das Vendas* e dos *Cash Flows*, *Perdas*, *Crescimento* e *P\_D* são todos positivos e significativos, o que sugere que a QR é inferior para empresas com ciclos operacionais mais longos, empresas com maior volatilidade das vendas e dos *cash flows*, empresas com resultados negativos e empresas com maiores oportunidades de crescimento. Pelo contrário, os coeficientes das variáveis *Dimensão* e *Z\_Score* são negativos e estatisticamente significativos, sugerindo que a qualidade dos resultados é superior para as empresas maiores, com menores dificuldades financeiras.

#### 4.4. Análise de Robustez

Embora não tenham sido detetados efeitos significativos tanto ao nível das empresas como dos períodos, e por isso a opção de estimar o modelo por *Pooled OLS*, foi também estimado o modelo por efeitos fixos, após a realização do teste Hausman (Tabela VII) que rejeitou a hipótese nula de efeitos variáveis ( $p\text{-value} = 0,0000$ ).

**Tabela VII – Teste Hausman**

Correlated Random Effects - Hausman Test			
Equation: Untitled			
Test Cross-section random effects			
Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	40,848421	11	0,0000

**Fonte:** Elaboração própria.

Os resultados da estimação do modelo por efeitos fixos são apresentados na tabela VIII. Os resultados são semelhantes aos obtidos no modelo *Pooled OLS*, o que confirma as conclusões anteriores. Contudo, nesta estimação do modelo as variáveis *Perdas* e *Ciclo Operacional* não são significativas para um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} =$

0,7916 e  $p$ -value = 0,9991). O coeficiente da variável *Pesquisa e desenvolvimento* ( $P\_D$ ) é neste caso negativo e não significativo ( $p$ -value = 0,1567) contrariamente ao obtido anteriormente.

**Tabela VIII** – Estimação por *Fixed Effects*

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
<b>C</b>	-0,443386	-0,966881	0,3338
<b>Dívida</b>	-4,10E-09	2,302114	0,0215
<b>Dívida^2</b>	2,75E-17	2,423714	0,0155
<b>Ciclo Oper.</b>	-0,001245	-0,264223	0,7916
<b>Dimensão</b>	-0,030648	-2,602929	0,0093
<b>DP_Vendas</b>	4,43E-09	1,80558	0,0712
<b>DP_CF</b>	2,78E-08	4,592514	0,0000
<b>Perdas</b>	0,00765	0,00117	0,9991
<b>Custo Dívida</b>	-1,27E-05	-2,000271	0,0457
<b>Z_Score</b>	0,009619	2,264576	0,0237
<b>Crescimento</b>	0,096874	3,427922	0,0006
<b>P_D</b>	-1,88E-08	-1,417005	0,1567
<b>R-squared</b>	0,532273		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,276121		
<b>F - Statistic</b>	2,077955		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,000000		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	2,983326		

Fonte: Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

#### 4.5 Análise por setor

Com o objetivo de alargar a nossa análise e diversificar em relação à literatura existente decidimos testar o modelo pelos vários setores, de forma a estudar a relação entre endividamento e QR por setor, e distinguir os vários comportamentos nos mesmos.

Para o setor com maior representatividade na amostra, o setor C – Fabricação, obtivemos resultados consistentes com os resultados gerais. Como mostra a tabela IX, todos os coeficientes das variáveis apresentam o mesmo sinal que o modelo geral, à exceção da variável  $P\_D$  (Pesquisa e Desenvolvimento). Neste setor, e a um nível de significância de 5%, todas as variáveis continuam a ser significativas. O facto dos coeficientes das variáveis *Divida* e *Divida*<sup>2</sup> serem negativo e positivo, respetivamente, juntamente com os



*p-values* menores que 5%, leva-nos a concluir que o setor C segue os resultados do modelo geral e apresenta uma relação significativa entre QR e endividamento, e que esta é positiva para baixos níveis de endividamento e negativa para níveis mais altos. Este setor conta com um ponto de inflexão de 50%.

**Tabela IX - Estimação por *Pooled OLS* (Setor C)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	<i>P-value</i>
<b>Constante</b>	0,038436	4,353149	0,0000
<b>Dívida</b>	-0,035766	-2,551473	0,0108
<b>Dívida2</b>	0,030787	1,174903	0,0240
<b>Ciclo Oper.</b>	0,002083	2,132228	0,0332
<b>Dimensão</b>	-0,002391	-6,760176	0,0000
<b>DP_Vendas</b>	1,21E-09	-2,765615	0,0058
<b>DP_CF</b>	5,83E-09	3,728068	0,0002
<b>Perdas</b>	0,054306	2,93132	0,0034
<b>Custo Dívida</b>	-1,02E-09	-5,533692	0,0000
<b>Z_Score</b>	-0,008307	-7,410224	0,0000
<b>Crescimento</b>	0,021603	3,801597	0,0002
<b>P_D</b>	-4,36E-09	-3,068802	0,0022
<b>R-squared</b>	0,183305		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,176031		
<b>F - Statistic</b>	25,19929		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,000000		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	1,725331		

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

Relativamente ao setor F – Construção, os resultados são semelhantes ao do setor C, conforme mostra a tabela X. O *p-value* continua a ser menor que 5% e o modelo continua a possuir significância global. Contudo, algumas variáveis individualmente já apresentam um *p-value* superior a 5%, nomeadamente as variáveis *DP\_Vendas*, *DP\_CF* e *Perdas*. Uma possível explicação para este aumento do *p-value* é a diminuição da amostra que não permite obter valores mais significativos.

Em relação aos coeficientes das variáveis *Divida* e *Divida*<sup>2</sup> estas também têm sinal negativo e positivo, respetivamente, e conjugado com o facto de serem significativas permitem concluir que o setor F segue os resultados do modelo global, tendo uma relação

entre QR e endividamento conforme o sugerido nas hipóteses. Os resultados do setor F indicam um ponto de inflexão de 32% neste setor.

**Tabela X - Estimação por *Pooled OLS* (Setor F)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	<i>P-value</i>
Constante	0,103653	2,427082	0,0172
Dívida	-0,074679	-1,104055	0,0272
Dívida <sup>2</sup>	0,116964	0,838474	0,0403
Ciclo Oper.	0,005207	2,086824	0,0397
Dimensão	-0,007307	-2,668926	0,0090
DP_Vendas	6,97E-09	1,1775	0,2420
DP_CF	1,45E-08	1,001578	0,3192
Perdas	0,044636	-0,70996	0,4795
Custo Dívida	2,06E-02	-1,738683	0,0454
Z_Score	-0,009647	-2,114126	0,0372
Crescimento	0,05179	2,752885	0,0071
P_D	3,44E-07	1,98873	0,0497

R-squared	0,258281
Adjusted R-squared	0,169597
F - Statistic	2,912383
Prob (F - Statistic)	0,002452
Durbin - Watson Stat	2,473606

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

A tabela XI mostra os resultados do setor G - Comércio Grossista e Retalhista; Oficinas de Veículos Motorizados. Neste setor o modelo continua a ter significância global, contudo, algumas variáveis individualmente apresentam *p-value* superior a 5%, nomeadamente, as variáveis *Ciclo Operacional*, *DP\_Vendas*, *Z-Score*, *Crescimento* e *P\_D*. As variáveis *Divida* e *Divida*<sup>2</sup> apresentam sinal positivo e negativo, respetivamente. Isto combinado com os *p-values* menores que 5% leva-nos a concluir que temos uma relação inversa à esperada, o que vai ao encontro das nossas hipóteses. Assim, neste setor temos uma relação significativa entre QR e endividamento, mas com uma relação negativa para níveis mais baixos de endividamento e positiva para níveis mais altos. Estas diferenças podem ser justificadas pela natureza do setor, a organização empresarial e forma preferencial de financiamento.

**Tabela XI - Estimação por *Pooled OLS* (Setor G)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,066861	2,545791	0,0117
Dívida	0,071375	1,922503	0,0061
Dívida2	-0,101156	-1,670112	0,0266
Ciclo Oper.	0,00122	0,391259	0,0961
Dimensão	-0,004434	-3,566890	0,0005
DP_Vendas	1,18E-09	0,223045	0,8237
DP_CF	2,03E-08	3,053370	0,0026
Perdas	0,149466	2,874096	0,0045
Custo Dívida	-0,000693	-0,641743	0,0218
Z_Score	-0,000964	-0,363681	0,7165
Crescimento	0,006582	0,437595	0,6622
P_D	4,55E-09	-0,075132	0,9402

R-squared	0,166562
Adjusted R-squared	0,117537
F - Statistic	3,397447
Prob (F - Statistic)	0,000260
Durbin - Watson Stat	2,037168

**Fonte:** Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

O setor J – Informação e Comunicação e o setor H - Transporte e Armazenamento, tabelas XII e XIII, respetivamente, apresentam resultados semelhantes. Embora os sinais dos coeficientes apresentem algumas diferenças, a nível de significância ambos apresentam as variáveis *Ciclo Operacional*, *Dimensão*, *Z-Score* e *Crescimento* como não significativas. Em relação aos coeficientes das variáveis *Divida* e *Divida*<sup>2</sup>, estas apresentam sinal negativo e positivo, respetivamente. Mais uma vez, podemos concluir que estes dois setores estão em concordância com os resultados do modelo global. Apresentam uma relação significativa entre QR e endividamento, e esta é positiva para baixos níveis de endividamento e negativa para níveis mais altos. Os pontos de inflexão para os setores J e H são 26% e 20%, respetivamente.

**Tabela XII - Estimação por *Pooled OLS* (Setor J)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,092358	3,750345	0,0002
Dívida	-0,136854	3,238718	0,0014
Dívida2	0,259392	-3,302878	0,0011
Ciclo Oper.	-0,002739	-1,000662	0,3181
Dimensão	0,002012	-1,576056	0,1165
DP_Vendas	1,34E-08	-3,491137	0,0006
DP_CF	6,89E-09	2,665227	0,0083
Perdas	-0,135781	-2,756068	0,0064
Custo Dívida	-0,000382	-0,849438	0,3906
Z_Score	-0,002088	-0,616374	0,0053
Crescimento	-0,000836	0,054447	0,9566
P_D	2,86E-08	-1,759356	0,0800
<b>R-squared</b>	0,185892		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,14365		
<b>F - Statistic</b>	4,400691		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,000006		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	1,877784		

Fonte: Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

**Tabela XIII - Estimação por *Pooled OLS* (Setor H)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,228018	4,317563	0,0000
Dívida	-0,036339	-0,479025	0,0333
Dívida2	0,090528	0,862561	0,0191
Ciclo Oper.	-0,003259	-0,732335	0,4662
Dimensão	-0,013764	-3,859348	0,5002
DP_Vendas	7,48E-10	0,165517	0,0169
DP_CF	1,57E-08	0,921077	0,0359
Perdas	0,081757	0,992693	0,0324
Custo Dívida	-0,019531	-1,234021	0,2209
Z_Score	-0,00686	-0,945054	0,0347
Crescimento	0,037365	1,509827	0,1352
P_D	7,50E-08	1,353352	0,0199
<b>R-squared</b>	0,313616		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,215561		
<b>F - Statistic</b>	3,198373		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,001277		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	2,233614		

Fonte: Elaboração própria. Variáveis explicadas no Anexo I.

Para os restantes setores não é possível retirar conclusões individuais e o mesmo pode ser confirmado nos anexos II, III, IV, V e VI. Os setores B, D, L, M e N apresentam um *p-value* superior a 5%, pelo que, as nossas hipóteses não são confirmadas, e consequentemente, não é possível retirar as mesmas conclusões que nos setores C, F, G, H e J. Uma possível explicação para esta limitação é o número reduzido da amostra, que não nos permite ter modelos com significância global.

## 5. CONCLUSÃO

O conceito de qualidade de resultados tem ganho especial importância nos últimos anos, especialmente, após alguns escândalos financeiros. É um conceito que não importa exclusivamente aos acionistas, mas sim aos *stakeholders* como um todo (Dechow & Schrand, 2004).

O principal objetivo deste estudo passou por analisar a relação entre endividamento e qualidade de resultados e para tal foram propostas três hipóteses de estudo, nomeadamente:  $H_1$ : Existe uma relação significativa entre endividamento e qualidade de resultados;  $H_2$ : Em níveis de endividamento baixos, existe uma relação positiva e significativa entre dívida e qualidade de resultados;  $H_3$ : Em níveis de endividamento elevados, existe uma relação negativa e significativa entre dívida e qualidade de resultados. Os resultados obtidos suportam e comprovam as três hipóteses

Com base nos resultados, primeiramente, é possível observar pelos coeficientes da variável *Divida*, que existe uma relação significativa entre QR e endividamento. De seguida, os resultados, também, comprovam que existe uma relação positiva e significativa entre os baixos níveis de endividamento e a QR. Portanto, podemos dizer que a dívida pode ter uma influência positiva na QR, pois existe uma maior exigência de informações de qualidade, especialmente, informações sobre resultados por parte dos detentores de dívida ou credores. Para além disto, os gestores, provavelmente, irão fazer uso da sua discricionariedade para fornecer informações privadas sobre as perspetivas futuras das empresas, para deste modo retirarem partido das vantagens de existir uma melhor informação sobre a sua empresa, por exemplo, na redução dos custos de financiamento.

Relativamente à terceira hipótese, os resultados mostram que existe uma relação negativa e significativa entre altos níveis de endividamento e a QR. Concluiu-se que as empresas usam agressivamente os *accruals* para gerir resultados, a fim de evitar violações de *covenants* e reduzir o custo de financiamento. Quanto maior o nível de financiamento da dívida, maior o risco de violação dos *covenants* da dívida, e os credores podem aumentar o custo da dívida e pedir pagamentos mais rápidos. Assim, surge um incentivo para os gestores tirarem partido da gestão de resultados para reduzir os elevados custos de violações de *covenant*.

De acordo com a literatura, a gestão de resultados está negativamente associada à QR (Ho et al., 2015). A gestão de resultados tem um efeito negativo sobre a QR se distorcer as informações, de forma que sejam menos úteis para prever *cash flows* futuros. Assim, o aumento das práticas de gestão de resultados reduzirá a QR (Lo, 2008). Além disto, pode-se dizer que o mercado carece de confiança nos resultados corporativos decorrentes das práticas de gestão de resultados (Beyer et al., 2019).

Adicionalmente, através da análise dos coeficientes das variáveis *Divida* e *Divida*<sup>2</sup>, também, se encontrou o ponto de inflexão na qual a relação deixa de ser positiva e passa a ser negativa. O ponto de inflexão é de 26%, ou seja, a QR inicialmente aumenta, mas depois diminui em níveis crescentes de dívida, em torno do ponto de 26% da dívida.

Para as variáveis de controlo os resultados mostram que as variáveis *Ciclo Operacional*, *Desvio Padrão das Vendas* e dos *Cash Flows*, *Perdas*, *Crescimento* e *P\_D* têm um coeficiente positivo, o que significa que a QR é inferior para empresas com ciclos operacionais mais longos, empresas com maior volatilidade das vendas e dos *cash flows*, empresas com resultados negativos e empresas com maiores oportunidades de crescimento. Para as variáveis *Dimensão* e *Z\_Score* os coeficientes são negativos e estatisticamente significativos, sugerindo que a qualidade dos resultados é superior para empresas de maior dimensão, com menores dificuldades financeiras.

Os resultados vão de encontro à literatura, em especial, de acordo com os autores DeFond & Jiambalvo (1994), DeAngelo et al. (1994), Francis et al. (2005), Gupta & Fields (2006), Goodwin et al. (2009), Ghosh & Moon (2010), Kim & Qi (2010) e Valipour & Moradbeygi (2011).

Em termos da análise por setores, dada a nossa limitação de amostra, apenas foi possível retirar conclusões individuais para os setores C – Fabricação, Gás e Ar Condicionado, F – Construção, G - Comércio Grossista e Retalhista; Oficinas de Veículos Motorizados, H - Transporte e Armazenamento, J – Informação e Comunicação. Em relação aos setores C, F, H e J concluímos que seguem a relação do modelo global e apresentam uma relação significativa entre QR e endividamento, relação esta que é positiva para níveis mais baixos de endividamento e negativa para níveis mais altos de endividamento. Para o setor G, concluímos que este apresenta uma relação significativa entre QR e endividamento,

contudo, esta é inversa em relação aos setores anteriormente mencionados. Para os restantes setores, os respetivos modelos, não apresentam significância global.

Existem algumas limitações que são de realçar nesta investigação. A primeira limitação é a mais geral e mais comum em estudos nesta área, estando relacionada com a dificuldade em medir a qualidade de resultados. Embora, se tenham adotado medidas muito utilizadas na literatura, a QR pode revestir-se de variadas formas, sendo difícil de precisar (Dechow et al., 2010). A segunda limitação está associada à falta de dados na base de dados utilizada, o que conduziu à redução de um número considerável da amostra inicial, em especial nas rubricas necessárias para o cálculo da variável *Z-Score* e a variável *Pesquisa e Desenvolvimento*. A terceira limitação encontrada surgiu do facto de estar disponível apenas 9 anos de informação financeira na base de dados, combinada com a necessidade de calcular a volatilidade de algumas variáveis, em especial, o desvio-padrão das *Vendas* e dos *Cash Flows*.

Este estudo fornece um passo importante para entender a relação complexa entre endividamento e a QR num ambiente onde a literatura ainda é escassa, especialmente, nas empresas europeias. Os resultados podem fornecer implicações substanciais para a compreensão do financiamento da dívida e da qualidade dos resultados, nomeadamente, o ponto de inflexão a partir do qual existe a passagem de uma influência positiva para negativa do endividamento na QR. Para além disto, fazemos uma breve análise setorial, na qual podemos constatar um setor cuja relação é inversa à do modelo global.

Para investigações futuras seria pertinente alargar a comparação não só para países da Europa, mas também pertencentes a outros continentes e avaliar se as relações entre QR e endividamento se mantêm. Incluir empresas não cotadas também pode ser um fator de interesse dadas as diferenças estruturais em comparação às empresas cotadas. Além disso, seria interessante para os investigadores incluir outras variáveis no modelo como, por exemplo, incluir variáveis do sistema de governação das sociedades, pois também têm um papel importante de monitorização da QR. O impacto da qualidade da auditoria financeira poderá ser um fator interessante a incluir, pois seria relevante estudar a eficácia da auditoria ao limitar as estratégias que são adotadas pelos gestores para tentarem alcançar o seu objetivo, mas que diminuem a qualidade de resultados e de informação que é passada aos *stakeholders*.



Adicionalmente, numa investigação futura poderá realizar-se um estudo equivalente ao desenvolvido, através da utilização de estratégias de gestão de resultados com base em atividades reais ou através da combinação das duas estratégias, o que ainda não se encontra muito desenvolvido na literatura. Esse estudo permitirá uma análise mais profunda à associação entre endividamento e qualidade de resultados, uma vez que, os efeitos reais das escolhas das atividades das empresas serão tidos em conta.

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aldamen, H. & Duncan, K. (2013). No Title. Pricing of innate and discretionary accruals in Australian debt. 53. pp. 31–53.
- Allee, K.D. & Yohn, T.L. (2009). The demand for financial statements in an unregulated environment: an examination of the production and use of financial statements by privately held small businesses. *The Accounting Review*. 84 (1). pp. 1–25.
- Bauwhede, V., Meyere, M. & Cauwenberge, P. (2015). Financial reporting quality and the cost of debt of SMEs. *Small Business Economics*. 45. pp. 149–164.
- Bellovary, L. J. & E, D. (2005). Earnings Quality: It's Time to Measure and Report. *The CPA Journal*. 75 (11).
- Beneish, M.D. & Press, E. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants. *The Accounting Review*. 68. pp. 233–57.
- Bernsten, L. (1994). *Financial Statement Analysis: Theory, Application, and Interpretation*.
- Beyer, A., Guttman, I. & Marinovic, I. (2019). Earnings management and earnings quality: Theory and Evidence. *Accounting Review*. 94 (4). pp. 77–101.
- Bharath, S.T., Sunder, J. & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*. 81 (1). pp. 1–28.
- Billett, M.T., King, T.D. & Mauer, D.C. (2007). Growth Opportunities and the Choice of Leverage, Debt Maturity, and Covenants. *Journal of Finance*. 62. pp. 697–730.
- Blackwell, D.W., Noland, T.R. & Winters, D.B. (1998). The value of auditor assurance: evidence from loan pricing. *Journal of Accounting Research*. 26 (1). pp. 57–70.
- Van Caneghem, T. & Campenhout, G. (2012). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*. 39 (2). pp. 341–358.
- Carmo, C.R., Moreira, J.A.C. & Miranda, M.C.S. (2016). Earnings quality and cost of debt: evidence from Portuguese private companies. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. 14 (2).
- Chen, C.L., Huang, S.H. & Fan, H.S. (2012). Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. *Journal of Economic Policy Reform*. 18 (2). pp. 93–108.
- Chou, D., Lin, J.R.P., Chan, C. & Chang, S. (2011). The impact of earnings management on the choice of debt maturity structure. *Management Review*. 30 (Oct). pp. 137–

151.

- Christie, A.A. & Leftwich, R. (1990). Aggregation of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses; Statistics vs. Economics. *Journal of Accounting and Economics*. 12. pp. 15–44.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D.J. (1994). Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics*. 17 (1–2). pp. 113–125.
- Dechow, P., Ge, W. & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*. 50 (2–3). pp. 344–401.
- Dechow, P.M. & Schrand, C.M. (2004). *Earnings quality*. Charlottesville: The Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P.M., Sloan, R.G. & Sweeney, A.P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*. 13 (1). pp. 1–36.
- Dedman, E. & Kausar, A. (2012). The impact of voluntary audit on credit ratings: evidence from UK private firms. *Accounting and Business Research*. 42 (4). pp. 397–418.
- DeFond, M.L. & Jiambalvo, J. (1994). Debt Covenant Violation and the Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics*. pp. 145–76.
- Diamond, D.W. (1991). Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt. *Journal of Political Economy*. 99. pp. 689–721,
- Dichev, I.D. & Skinner, D.J. (2002). Large Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis. *Journal of Accounting Research*. 40. pp. 1091–123.
- Duke, J.C. & Hunt III, H.G. (1990). An Empirical Examination of the Debt Covenant Restrictions and Accounting Related Debt Proxies. *Journal of Accounting and Economics*. 12. pp. 45–64.
- Feltham, G., Robb, S. & Zhang, P. (2007). Precision in accounting information, financial leverage and the value of equity. *Journal of Business Finance and Accounting*. 34 (7–8). pp. 1099–1122.
- Foroughi, D. & Ahmadi, N. (2010). The Relationship between Accruals Quality and Composition of Shareholders in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Iranian Journal of Accounting Research*. 2 (5). pp. 90–103.

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*. 39 (2). pp. 295–327.
- Fung, S.Y.K. & Goodwin, J. (2013). Short-term debt maturity, monitoring and accruals-based earnings management. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*. 9 (1). pp. 67–82.
- Ghosh, A. & Moon, D. (2010). Corporate debt financing and earnings quality. *Journal of Business Finance and Accounting*. 37 (5–6). pp. 538–559.
- Goodwin, J., Gul, F.A. & Fung, S. (2009). Short-Term Debt Maturity, Monitoring and Accruals-Based Earnings management. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Gray, P., Koh, P.S. & Tong, Y.H. (2009). No Title Accruals quality, information risk and cost of capital: evidence from Australia. *Journal of Business Finance and Accounting*. 36 (1/2). pp. 51–72.
- Grossman, S.J. & Hart, O.D. (1982). *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*. Em: *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press.
- Gupta, M. & Fields, L.. (2006). Debt maturity structure and earnings management. The Financial Management Association.
- Harris, T., Huh, T. & Fairfield, P. (2004). Gauging profitability on the Road to valuation strategy report. *Global Valuation and Accounting*, Morgan Stanly Dean Witter.
- 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. 137–151.
- Hernández-Cánovas, G. & Martínez-Solano, P. (2007). Effect of the number of banking relationships on credit availability: Evidence from panel data of Spanish small firms. *Small Business Economics*. 28 (1). pp. 37–53.
- Hernández-Cánovas, G. & Martínez-Solano, P. (2010). Relationship lending and SME financing in continental European bank-based system. *Small Business Economics*. 34 (4). pp. 465–482.
- Ho, L. C. J., Liao, Q., & Taylor, M. (2015). Real and accrual based earnings management in the pre and post IFRS periods: Evidence from China. *Journal of International Financial Management and Accounting* , 26 (3), 294–335. <https://doi.org/10.1111/jifm.12030>
- Jensen, M. (1986). The Agency Costs of Free Cash Flows, *Corporate Finance and*

- Takeovers. *American Economic Review*. 76. pp. 323–29.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 33. pp. 305–60.
- Jones, J.J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*. 29 (2). pp. 193–228.
- Kim, D. & Qi, Y. (2010). Accruals quality, stock returns, and macroeconomic conditions. *The Accounting Review*. 85 (3). pp. 937–978.
- Kothari, S.P., Leone, A.J. & Wasley, C.E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*. 39 (1). pp. 163–197.
- Liu, Y., Ning, Y. & Davidson, W.N. (2010). Earnings Management Surrounding New Debt Issues. *Financial Review*. 45 (3). pp. 659–681.
- Lo, K. (2008). Earnings management and earnings quality. *Journal of Accounting and Economics*, 45, 350–357. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2007.08.002>
- Man, Y., Locke, S. & Hewa Wellalage, N. (2018). Earnings Management and Agency Costs: Evidence from China. *SSRN Electronic Journal*. pp. 1–41.
- Martinez, A.L. (2007). Detecting Earnings Management In Brazil: Estimating Discretionary Accruals. 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.
- Minnis, M. (2011). The value of financial statement verification in debt financing: evidence from private U.S. firms. *Journal of Accounting Research*. 49 (2). pp. 457–506.
- Monem, R. & Farshadfar, S.H. (2007). Has Earnings Quality Declined Over Time? Australian Evidence. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Noguer, B.G.A. & Muñoz, M.I. (2007). La calidad de los ajustes por devengo no afecta al coste de la deuda de las PYMES españolas. *Investigaciones Economicas*. 31 (1). pp. 79–117.
- O'Brien, P.C. (1998). Discussion of International Variation in Accounting Measurement Rules and Analysts' Forecast Errors. *Journal of Business Finance & Accounting*. 25. pp. 1249–54.
- Pope, P. (2003). Discussion of Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts' Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*. 41. pp. 273–83.
- Press, E. & Weintrop, J. (1990). Accounting-Based Constraints in Public and Private Debt Agreement: Their Association with Leverage and Impact of Accounting Choice.

- Journal of Accounting and Economics. 12. pp. 65–95.
- Prior, D., Surroca, J. & Tribó, J.A. (2008). Are socially responsible managers really ethical? Exploring the relationship between earnings management and corporate social responsibility. *Corporate Governance: An International Review*. 16 (3). pp. 160–177.
- Sercu, P., Vander Bauwhede, H. & Willekens, M. (2006). Earnings management and debt. Faculty of Economics and Applied Economics. pp. 1–25. Available from: [https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/120984/1/AFI\\_0619.pdf](https://lirias.kuleuven.be/bitstream/123456789/120984/1/AFI_0619.pdf).
- Slovin, M.B., Sushka, M.E. & Hudson, C.D. (1990). External Monitoring and its Effect on Seasoned Common Stock Issues. *Journal of Accounting and Economics*. 12. pp. 397–417.
- Smith, C.W. (1993). A Perspective on Accounting-Based Debt Covenant Violations. *The Accounting Review*. 68. pp. 289–303.
- Smith, C.W. & Warner, J.B. (1979). On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics*. 2. pp. 117–62.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics*. 26. pp. 3–27.
- Sweeney, A.P. (1994). Debt Covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics*. 17. pp. 281–308.
- Valipour, H. & Moradbeygi, M. (2011). Corporate debt financing and earnings quality. *Journal of Business Finance and Accounting*. 1 (3). pp. 139–157.
- Warfield, T.D., Wild, J.J. & Wild, K.L. (1995). Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 20. pp. 61–91.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). *Positive accounting theory*. Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*. 45. pp. 27–54.

## ANEXOS

### Anexo I – Descrição Variáveis

Variável	Descrição Variável
$Accruals_{i,t}$	Representa o total dos <i>accruals</i> do período t para a empresa i
$\Delta AC_{i,t}$	Corresponde à variação do ativo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i
$\Delta PC_{i,t}$	Representa a variação do passivo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i
$\Delta Caixa_{i,t}$	Corresponde à variação de caixa e equivalentes de caixa entre o período t-1 e t para a empresa i
$\Delta Dcp_{i,t}$	Corresponde à variação da dívida de curto-prazo incluída no passivo corrente entre o período t-1 e t para a empresa i
$Dep_{i,t}$	Representam as depreciações e amortizações do período t para a empresa i
$AT_{i,t-1}$	Corresponde ao ativo total do período t-1 para a empresa i
$\Delta Ven_{i,t}$	Representa a variação das vendas entre o período t-1 e t para a empresa i
$\Delta CR_{i,t}$	Representa a variação de contas a receber entre o período t-1 e t para a empresa i
$AFT_{i,t}$	Corresponde ao ativo fixo tangível no período t para a empresa i
$ROA_{i,t-1}$	Representa o retorno sobre os ativos no período t-1 para a empresa i
$QR$	Medida de Qualidade de Resultados, baseada na magnitude de Gestão de resultados
<i>Divida</i>	Corresponde à percentagem de dívida total (longo prazo + curto prazo) sobre o total de ativos
<i>Ciclo Operacional</i>	Corresponde à transformação logarítmica da soma do prazo médio de recebimentos e do prazo médio de inventários
<i>Dimensão</i>	Corresponde à transformação logarítmica da média dos ativos totais iniciais e finais
$Vendas_{(\sigma)}$	Representa o desvio-padrão das vendas defletido pela média de ativos totais num período de 4 anos (do ano t-3 até o ano t)
$Cash\ flow_{(\sigma)}$	Representa o desvio-padrão dos <i>cash flows</i> defletido pela média de ativos totais num período de 4 anos (do ano t-3 até o ano t)
<i>Perdas</i>	Corresponde à proporção de empresa - anos com resultados negativos do ano t
<i>Custo Divida</i>	Reflete a despesa de juros deflacionada pela dívida total média
<i>Z-Score</i>	<i>Z-Score</i> de Altman
<i>Crescimento</i>	Corresponde à soma do valor de mercado do capital próprio mais o valor contabilístico do passivo a dividir pelo valor do ativo
<i>P&amp;D</i>	Corresponde às despesas com investigação e desenvolvimento escaladas pelo valor contabilístico dos ativos totais

**Anexo II - Estimação por *Pooled OLS* (Setor B)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,168735	6,920827	0,0000
Dívida	0,079741	1,1909	0,2393
Dívida2	-0,086901	-0,854749	0,3968
Ciclo Oper.	-0,019716	-5,76423	0,0000
Dimensão	-0,002786	-1,846164	0,0708
DP_Vendas	1,38E-09	1,517824	0,1354
DP_CF	-9,36E-09	-3,093947	0,0032
Perdas	-0,065524	-1,156832	0,2528
Custo Dívida	0,007699	1,202841	0,2347
Z_Score	0,004588	1,371215	0,1764
Crescimento	-0,015212	-0,631499	0,5306
P_D	1,83E-08	1,362989	0,1790
<b>R-squared</b>	0,769014		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,718198		
<b>F - Statistic</b>	15,13306		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,052001		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	2,314653		

**Anexo III - Estimação por *Pooled OLS* (Setor D)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,085327	0,6566	0,5141
Dívida	0,076706	0,446055	0,6573
Dívida2	-0,027701	-0,128577	0,8982
Ciclo Oper.	-0,008511	-0,954662	0,3439
Dimensão	-0,002944	-0,385548	0,7013
DP_Vendas	-1,79E-09	-1,564749	0,1233
DP_CF	1,55E-08	1,070739	0,2889
Perdas	0,476057	3,510458	0,0009
Custo Dívida	0,041191	0,392952	0,6958
Z_Score	0,048291	1,961896	0,0548
Crescimento	-0,080662	-1,075583	0,2867
P_D	6,47E-07	1,43067	0,1581
<b>R-squared</b>	0,481969		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,380213		
<b>F - Statistic</b>	4,736509		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,084020		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	1,726610		



**Anexo IV - Estimação por *Pooled OLS* (Setor L)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	0,187439	3,459103	0,0010
Dívida	-0,356051	-2,006366	0,0497
Dívida2	0,376083	1,535246	0,1304
Ciclo Oper.	0,00254	0,859039	0,3940
Dimensão	-0,009477	-3,149597	0,0026
DP_Vendas	8,30E-09	0,292991	0,7706
DP_CF	-6,47E-09	-0,180997	0,8570
Perdas	-0,067106	-0,515472	0,6083
Custo Dívida	0,009869	0,413919	0,6805
Z_Score	-0,031204	-2,439768	0,0179
Crescimento	0,157365	3,518007	0,0009
P_D	-1,79E-06	-1,6112	0,1128
<b>R-squared</b>	0,342173		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,212957		
<b>F - Statistic</b>	2,648069		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,084100		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	2,418681		

**Anexo V - Estimação por *Pooled OLS* (Setor M)**

Variável	Coefficiente	Estatística T	P-value
Constante	-0,028207	-0,901688	0,3712
Dívida	-0,10512	-1,338227	0,1863
Dívida2	0,169393	1,214653	0,2297
Ciclo Oper.	0,005624	1,42865	0,1588
Dimensão	0,002168	1,221985	0,2270
DP_Vendas	1,47E-08	2,735068	0,0084
DP_CF	-4,96E-08	-3,07039	0,0033
Perdas	-0,005975	-0,142411	0,8873
Custo Dívida	-0,009642	-0,779515	0,4390
Z_Score	0,003976	0,741926	0,4613
Crescimento	0,022778	1,040526	0,3026
P_D	-1,95E-07	-2,647038	0,0106
<b>R-squared</b>	0,248588		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,098306		
<b>F - Statistic</b>	1,654143		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,139329		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	1,730125		

**Anexo VI - Estimação por *Pooled OLS* (Setor N)**

<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Estatística T</b>	<b>P-value</b>
<b>Constante</b>	-0,072157	-0,949861	0,3483
<b>Dívida</b>	-0,04459	-0,51318	0,6109
<b>Dívida2</b>	0,0893	0,811704	0,4222
<b>Ciclo Oper.</b>	0,00682	0,710697	0,4817
<b>Dimensão</b>	0,004547	2,131365	0,0398
<b>DP_Vendas</b>	-5,19E-09	-0,72324	0,4746
<b>DP_CF</b>	-4,52E-10	-0,096966	0,9233
<b>Perdas</b>	0,190124	2,019062	0,0508
<b>Custo Dívida</b>	-0,209483	-3,085474	0,0038
<b>Z_Score</b>	-0,000999	-0,273906	0,7857
<b>Crescimento</b>	0,016067	0,34817	0,7297
<b>P_D</b>	2,71E-05	1,384027	0,1746
<b>R-squared</b>	0,595144		
<b>Adjusted R-squared</b>	0,474782		
<b>F - Statistic</b>	4,9446		
<b>Prob (F - Statistic)</b>	0,110000		
<b>Durbin - Watson Stat</b>	2,209481		