



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

A COBERTURA DE ANALISTAS E A GESTÃO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS COTADAS EUROPEIAS

TOMÁS MIGUEL SILVA PEREIRA

OUTUBRO – 2021



Lisbon School
of Economics
& Management
Universidade de Lisboa

MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

A COBERTURA DE ANALISTAS E A GESTÃO DE
RESULTADOS NAS EMPRESAS COTADAS EUROPEIAS

TOMÁS MIGUEL SILVA PEREIRA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRO GAIO MARTINS
DA SILVA

OUTUBRO – 2021

RESUMO

Este estudo pretende analisar a relação entre as práticas de gestão de resultados e a cobertura de analistas nas empresas cotadas do grupo UE15. Esta análise será feita em termos da magnitude e da direção da gestão de resultados, sendo usado como medidas desta prática tanto *accruals* discricionários como operações reais. De forma a encontrar evidência acerca deste tema, foram selecionadas 2.304 empresas, onde se incluem empresas cotadas do grupo dos primeiros 15 membros da União Europeia, no período entre 2009 e 2019, de entre 10 diferentes indústrias. A metodologia utilizada para medir o nível de *accruals* discricionários foi o modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995), enquanto para medir as operações reais baseou-se na metodologia de Roychowdhury (2006). Os resultados sugerem que a cobertura de analistas diminui a prática de gestão de resultados por *accruals* discricionários e por operações reais através do fluxo de caixa operacional, consistente com um efeito monitorização por parte dos analistas, sendo que os resultados sugerem também que empresas de maior dimensão, com maiores perspectivas de crescimento e mais alavancadas apresentam níveis mais elevados de gestão de resultados por *accruals* discricionários. Já a nível da direção da gestão de resultados, não foi encontrada evidência de que a cobertura de analistas influenciasse o sentido destas práticas. A importância deste estudo revela-se na utilização de ambas as estratégias de gestão de resultados e por se centrar na União Europeia, dada a escassez de estudos com esta abordagem.

Palavras-chave: *accruals* discricionários, cobertura de analistas, empresas cotadas europeias, gestão de resultados, operações reais

ABSTRACT

This dissertation aims to analyse the relationship between earnings management and analyst coverage among the EU15 group listed companies, in terms of both accruals earnings management and real earnings management. To do so, a sample of 2.304 listed companies belonging to the first 15 members of EU was analysed, in the period between 2009 and 2019, among 10 different sectors. The methodology used to measure the level of discretionary accruals and real earnings management was the Jones (1991) model, modified by Dechow et al. (1995) and Roychowdhury (2006), respectively. Our findings show that analyst coverage reduces earnings management and real earnings management through operational cash flow method, which suggest that there is a monitoring effect. The results also suggest that bigger companies, with more growth perspectives and more leveraged show higher *accruals* earnings management levels. Regarding earnings management direction, there is no evidence that analyst coverage influences the direction of this practices. The importance of this study is due to the use of both earnings management strategies and because it focus on European Union, since the lack of studies with this approach.

Keywords: accruals earnings, analyst coverage, earnings management, listed European firms, real earnings management

AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Cristina Belmiro Gaio Martins da Silva, com quem tive o privilégio de ser orientado, por toda a sua ajuda, disponibilidade e sugestões dadas que foram fundamentais para este trabalho.

A toda a minha família, mas principalmente aos meus pais e irmãos por todo o apoio, carinho e motivação dado durante todo este meu percurso académico.

À Catarina, a pessoa que me deu suporte, estabilidade e muita felicidade na minha aventura em Lisboa. Sem ela, não teria sido a mesma coisa.

Aos amigos da ilha, F. Correia e F. Sousa, por toda a sua amizade e companhia.

A todos os colegas e amigos que fiz durante o meu percurso académico, quer na faculdade, quer fora dela, foram sem dúvida fundamentais para esta minha grande experiência académica por que passei.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	4
2.1. Gestão de Resultados	4
2.2. Gestão de Resultados e cobertura de analistas	6
3. METODOLOGIA	11
3.1. Amostra	11
3.2. Gestão de Resultados por <i>accruals</i> discricionários (<i>AEM</i>)	11
3.3. Gestão de resultados por operações reais (<i>REM</i>)	12
3.4. Modelo empírico	15
4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	18
4.1. Estatísticas descritivas	18
4.2. Análise de Resultados	19
4.2.1 – Magnitude de Gestão de Resultados	19
4.2.2 – Direção da Gestão de Resultados	23
4.3 - Análise de Robustez.....	24
4. CONCLUSÃO	26
5. REFERÊNCIAS	28
6. ANEXOS	32

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela I. Magnitude da Gestão de Resultados.....	20
Tabela II. Direção da Gestão de Resultados.....	23
Tabela III. Análise de Robustez.....	26

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I. Amostra por país.....	33
Anexo II. Amostra por indústria.....	33
Anexo III. Estatísticas descritivas.....	34
Anexo IV Matriz de correlação.....	35

LISTA DE ABREVIATURAS

AEM – Accrual-based earnings management

CEO – Chief executive officer

CFO – Cash-flow from operations

EU – European Union

I&D – Investigação e Desenvolvimento

REM – Real earnings management

1. INTRODUÇÃO

Os utilizadores das demonstrações financeiras necessitam de uma informação de qualidade acerca da posição financeira, do desempenho e das variações da posição financeira da empresa para tomarem boas decisões (Nyor, 2013). De facto, é a boa qualidade do relato que permite reduzir a assimetria de informação existente entre os preparadores e os utilizadores da informação financeira, assimetria essa que faz com que os investidores tenham que confiar na informação disponibilizada, que pode muito facilmente ser gerida pelos responsáveis da empresa (Bjurman & Rahman, 2014).

Essa prática de manipulação, denominada de gestão de resultados, parte da necessidade de julgamento necessária nas estimações e nas políticas contabilísticas a estimar, para levar a que os resultados sejam os mais convenientes para a empresa e/ou para os gestores.

A gestão de resultados pode ser feita de duas formas. Um desses métodos é a utilização de *accruals* discricionários, *Accruals Earnings Management (AEM)*, que aproveita a discricionariedade ao utilizar o regime do acréscimo para influenciar os resultados conforme seja mais favorável (Healy & Wahlen, 1999). Exemplos dessas práticas são o da alteração do método de depreciação ou a subvalorização de uma provisão (Zang, 2012).

Já o outro método é através de operações reais, *Real Earnings Management (REM)*, que consiste em utilizar outras práticas, que não as normalmente adotadas, na atividade operacional (Roychowdhury, 2006). Segundo o mesmo autor, *REM* pode ser feito através de três métodos: manipulando as vendas, por exemplo através de descontos, de forma a aumentar as receitas totais; reduzindo as despesas discricionárias, por forma a haver uma redução total da despesa (podendo, no entanto, prejudicar a longo prazo a empresa); ou por sobreprodução, de modo a reportar um menor custo das vendas e, por consequência, uma maior margem bruta das vendas.

Os analistas financeiros têm desempenhado um papel fundamental na supervisão das práticas de gestão de resultados, devido ao seu trabalho em combinar, filtrar e verificar a informação que é emitida pela empresa (Xu et al., 2013). De facto, os gestores olham para os analistas como um dos grupos que maior influencia tem sobre o preço das

ações das empresas (Graham et al., 2005). Assim, de acordo com Yu (2008), os analistas podem exercer três possíveis efeitos sobre a qualidade da informação contabilística: monitorização (redução da gestão de resultados); pressão (aumento da gestão de resultados); e sem efeito.

A literatura sobre o a relação entre a cobertura dos analista e a gestão de resultados não tem sido consensual. Certos autores, como Knyazeva (2007), Xu et al. (2013) e Yu (2008), encontraram evidência de uma relação negativa entre a gestão de resultados e a cobertura de analistas, sugerindo um efeito monitorização por parte dos analistas sobre os gestores, restringindo-os de praticarem gestão de resultados. Outros autores, como Lianjing & Ping (2011), Robb (1998) e Sun & Liu (2016), apresentaram resultados que sugeriam uma relação positiva, ou seja, o efeito existente é o de pressão, isto é, uma maior cobertura pelos analistas pressiona os gestores a atingirem as suas previsões, estimulando-os a praticarem gestão de resultados.

Mais, entre os dois tipos de práticas, *AEM* e *REM*, pode haver efeitos diferentes. Contudo, ainda há escassez de estudos sobre esta matéria (Yu, 2008), principalmente ao nível de empresas da União Europeia. Como tal, o objetivo deste estudo é estudar qual a relação entre a cobertura de analistas e as práticas de *AEM* e *REM*, tanto a nível de magnitude (se estas práticas aumentam ou diminuem em valor absoluto) como em termos de direção (se são utilizadas de forma a melhorar ou piorar os resultados, consoante as necessidades da empresa), em empresas cotadas da União Europeia, sendo utilizado para tal uma amostra de 2.261 empresas pertencentes ao grupo EU15 (primeiros quinze países a pertencerem à Comunidade).

Assim, este estudo poderá ser do interesse dos vários utilizadores e preparadores da informação financeira, dado que trata de explicar uma relação que envolve um fenómeno que pode distorcer o real desempenho de uma empresa, explorando que condições podem ser mais favoráveis para restringir essa prática, principalmente ao nível da cobertura de analistas. Além do mais, esta dissertação trata de estudar esta relação utilizando como medida de gestão de resultados, tanto os *accruals* discricionários como operações reais, ao contrário da grande maioria dos estudos já realizados, que se baseavam em apenas uma destas medidas.

Deste modo, este trabalho está estruturado primeiramente por uma revisão de literatura (Capítulo 2), que visa definir os conceitos subjacentes a esta investigação e enquadrar o tema nos artigos já publicados. Segue-se a descrição metodológica do estudo (Capítulo 3), que inclui como foram recolhidos os dados, os métodos pelos quais são medidas as práticas de *AEM* e *REM* e também o modelo empírico utilizado neste trabalho. Depois será feita uma discussão acerca dos resultados obtidos (Capítulo 4), onde se incluem uma análise das estatísticas descritivas, da matriz de correlação, dos resultados das regressões estimadas e uma análise de robustez. Por fim, será apresentada uma conclusão (Capítulo 5) onde será referido quais as principais conclusões do trabalho e se os objetivos fundamentais foram cumpridos.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. Gestão de Resultados

Os resultados financeiros são uma métrica importante na medida em que resumem o desempenho de uma empresa (Dechow, 1994), sendo considerados pelos seus utilizadores como a métrica de reporte mais importante (Graham et al., 2005). No entanto, a assimetria de informação existente entre os preparadores e os utilizadores do relato financeiro, leva a que estes últimos tenham de confiar na informação emitida pela empresa, apesar de esta poder não corresponder verdadeiramente ao seu desempenho (Bjurman & Rahman, 2014). De facto, os utilizadores da informação financeira são confrontados com uma realidade que pode ser facilmente alterada, dada a flexibilidade inerente às normas contabilísticas, ao considerar diversas opções para refletir um evento em particular ou na necessidade de fazer estimativas (Mendes et. al., 2012).

A gestão de resultados pode ser definida, segundo Healy & Wahlen (1999), como a utilização do julgamento no relato financeiro de forma a alterar as demonstrações financeiras influenciando a perceção dos seus utilizadores acerca do desempenho real da empresa, ou para influenciar as remunerações quando estas dependem de determinados resultados contabilísticos. Já Schipper (1989) definiu-a como a intervenção consciente no processo de relato financeiro com o objetivo de obter ganhos privados.

O julgamento é necessário para estimar eventos económicos futuros (como a vida útil ou valor residual); escolher qual o método contabilístico a utilizar (método de depreciação ou de valorização de inventários); gerir o fundo de maneio (na definição de níveis de inventários, prazos médios de pagamentos/recebimentos); efetuar ou adiar certas despesas discricionárias (como em I&D, publicidade); e em como estruturar certas transações (Healy & Wahlen, 1999).

A gestão de resultados pode ser efetuada de duas formas, através de *accruals* ou por operações reais (Roychowdhury, 2006; Sun & Liu, 2016; Zang, 2012). Sun & Liu (2016) definem gestão de resultados por *accruals* (*AEM*) como a gestão dos resultados realizada através do regime do acréscimo, onde os rendimento e gastos são reconhecidos quando ocorrem independentemente do respetivo recebimento e pagamento.

Segundo Dechow & Skinner (2000), o principal objetivo da contabilidade por *accruals* é ajudar os investidores a avaliar o desempenho de uma empresa através da utilização de princípios básicos contabilísticos como sejam o reconhecimento do rédito e o pressuposto do acréscimo. Desta forma, os resultados da empresa serão diferentes dos fluxos de caixa gerados, sendo que os resultados reportados dão uma melhor imagem acerca do desempenho económico da empresa do que os *cash-flows* (Dechow, 1994; Dechow & Skinner, 2000).

Desta forma, é a discricionariedade (através da escolha das políticas contabilísticas e estimativas) um mecanismo para a prática de gestão de resultados, ora aumentando ou diminuindo os resultados temporariamente, sendo os seus efeitos revertidos nos períodos seguintes (Bergstresser & Philippon, 2006; M. Dechow, 1994).

Exemplos desta prática podem ser o reconhecimento por um valor mais baixo que o suposto de perdas por imparidade de clientes, o atraso no reconhecimento de perdas por imparidade de um ativo ou a alteração do método de depreciação dos ativos fixos (Roychowdhury, 2006; Zang, 2012).

Já a prática de gestão de resultados por operações reais (*REM*) pode ser definida, segundo Roychowdhury (2006), como um afastamento das práticas operacionais normais devido ao objetivo dos gestores em iludir alguns *stakeholders*, para que estes acreditem que certos objetivos financeiros foram cumpridos no decurso normal das operações. Assim, os gestores gerem os resultados alterando o *timing* ou a estrutura das operações, seja acelerando as vendas, aumentando os descontos concedidos, ou adiando despesas em I&D, havendo até evidência que esta última é a mais comum deste tipo de práticas (Healy & Wahlen, 1999; Roychowdhury, 2006; Sun & Liu, 2016).

Graham et al. (2005), num questionário feito a mais de 400 executivos, encontraram evidência de que a gestão de resultados é praticada mais frequentemente por operações reais do que por *accruals*. Segundo o mesmo autor, isto acontece porque os gestores preferem tomar decisões que afetem negativamente a empresa a longo prazo do que alterar as políticas contabilísticas vigentes. Roychowdhury (2006) corrobora esta análise, apresentando duas outras razões para tal: práticas de *AEM* são mais prováveis de serem escrutinadas pelo regulador ou pelo auditor do que práticas de *REM*; e é arriscado confiar apenas neste tipo de procedimento, dado que se o objetivo não for atingido até ao

final do ano utilizando apenas esta prática, já não será possível fazê-lo por meio de operações reais.

Várias podem ser as motivações para a prática de gestão de resultados, sendo que Healy & Wahlen (1999) enumera as três que têm sido mais consensuais na literatura. A primeira é o mercado de capitais, de forma a influenciar a cotação da ação da empresa a curto-prazo ou para cumprir as previsões dos analistas. Segundo Lees (1981), os gestores acham que a imprecisão das estimativas leva a instabilidade e faz com que os investidores pensem que é arriscado investir na empresa, baixando o preço da ação. A segunda motivação é de origem contratual, no caso em que a remuneração estabelecida no contrato do gestor cria incentivos para esta prática ou até para o caso de contratos de empréstimos bancários, levando à gestão de resultados para facilitar o acesso ao crédito (Bergstresser & Philippon, 2006; Burns & Kedia, 2006; Healy, 1985). Por fim, é enumerada a motivação por questões relacionadas com a regulação e motivos fiscais.

2.2. Gestão de Resultados e cobertura de analistas

Jensen & Meckling (1976), num artigo que relacionava a teoria da agência, a teoria dos direitos de propriedade e a teoria financeira, mencionaram que os analistas têm vantagem comparativa na sua atividade, ao reduzirem os custos de agência associados à separação entre a propriedade e o gestão, sendo assim uma atividade socialmente produtiva (Xu et al., 2013).

De facto, segundo Yu (2008), há evidência de que os analistas possuem uma influência significativa sobre o comportamento dos investidores, sendo o seu papel sobre a prática de gestão de resultados um tema pouco estudado. Para ele há três resultados possíveis dessa relação: efeito monitorização; efeito pressão; e nenhum efeito. Também Cang et al. (2014) e Jensen & Meckling (1976) referem que os analistas podem ter um efeito de monitorização sobre os gestores, desincentivando estes a gerirem os resultados. Já o efeito pressão pode ser sobre os gestores, na medida em que são incentivados a baterem as previsões do analistas, e sobre os próprios analistas, reduzindo o seu incentivo para conter a gestão de resultados (Yu, 2008).

Para Yu (2008), o papel de monitor por parte dos analistas resulta do seu maior conhecimento e experiência na área financeira, do seu constante escrutínio, dado que têm

a oportunidade de interagir diretamente com a gestão das empresas, e ainda o facto de fornecerem informação do interesse de todos os participantes do mercado, e não apenas dos acionistas atuais. Também Xu et al. (2013) referem que os analistas desempenham um papel importante como supervisores externos, dado que tratam de combinar, filtrar e verificar a informação emitida pela empresa. Já Sun (2009) explica o papel de monitores pela forma como os analistas interpretam a informação pública e reúnem a informação privada. Para ele, a experiência dos analistas em seguir as empresas e o seu vasto conhecimento acerca da indústria, fazem com que se tornem em efetivos supervisores do trabalho dos gestores, incluindo na deteção de fraude.

De facto, dado que o seu desempenho irá afetar a sua reputação e remuneração, os analistas têm o incentivo para escrutinar ao máximo as informações publicadas pela empresa, pelo que será menos provável os gestores emitirem demonstrações financeiras fraudulentas (Sun, 2009). Dyck et al. (2007) investigaram quais os mecanismos de controlo mais determinantes na deteção de fraude e encontraram evidência que os analistas são muitas vezes os primeiros na deteção de fraude, sendo até mais efetivos nesta questão que os auditores e o *SEC*, a entidade que regula os mercados financeiros nos Estados Unidos da América.

Vários autores que estudaram a relação entre a cobertura dos analistas e a gestão de resultados encontraram evidência de haver uma relação negativa entre estas duas variáveis, o que implica que um alto nível de cobertura por analistas está relacionado com uma menor prática de gestão de resultados (Knyazeva, 2007; Xu et al., 2013; Yu, 2008).

Deste modo, Lan et al. (2013), que estudaram esta relação no mercado chinês, chegaram à conclusão de que os analistas desempenham um papel de supervisor externo, indicando que quantos mais analistas seguirem uma empresa menor será a gestão de resultados. Também Lindsey & Mola (2013) encontraram evidência de que há uma diminuição de práticas de gestão de resultados nos períodos em que as empresas são seguidas por analistas e um aumento destas práticas quando perdem essa cobertura, reforçando o papel de supervisão desempenhado pelos analistas. Da mesma forma, Hong et al. (2014) chegaram ao mesmo entendimento, que a cobertura por analistas tem um efeito de monitorização importante sobre o comportamento da gestão, resultando em menores níveis quer de *AEM* quer de *REM*.

Paralelamente, Knyazeva (2007) encontrou evidência de que a cobertura de analistas tem um efeito semelhante à *governance* relativamente ao comportamento da empresa, dado que está associado a melhores resultados, mais capital próprio e menos emissão de dívida e a menos gestão de resultados, sendo assim proposto que há um efeito substituição entre a *governance* e a presença de analistas.

Seguindo este papel de monitor por parte dos analistas financeiros, um estudo de DeGeorge et al. (2013) revelou que esta função é mais efetiva em países com um alto índice de desenvolvimento financeiro (“*Financial Development*”), que tem em conta as cinco funções básicas de um sistema financeiro proposto por Levine (1997): facilitar a partilha de risco; alocar os recursos; supervisionar os gestores; incentivar a poupança; e a facilitar as transações de bens e serviços. Estes resultados sugeriram que o desenvolvimento financeiro de um país e a monitorização dos analistas são complementares.

Uma vez que o desenvolvimento financeiro está positivamente relacionado com o grau de proteção do investidor (Beck et al., 2002; Beck & Levine, 2003), podemos depreender que este último tem, por consequência, relação com a cobertura por analistas. De facto, os resultados de alguns estudos (Chia et al., 2019; Xu et al., 2013) evidenciaram que a relação entre a cobertura dos analistas e a gestão de resultados era mais acentuada em regiões onde havia baixa proteção dos investidores, sugerindo que os analistas têm um papel substituto à proteção do investidor. Também DeGeorge et al. (2005) encontraram evidência de que os analistas possuem um efeito de monitorização mais efetivo quanto mais transparente for o país, definindo um ambiente transparente como aquele em que sejam impostos altos requisitos de relato financeiro, havendo muita e confiável informação acerca das empresas, sendo assim possível a comparação entre várias empresas da mesma indústria. Um estudo elaborado por Jin (2013) corrobora esta conclusão ao inferir que os analistas financeiros restringem a prática de gestão de resultados nas empresas americanas (onde há um ambiente com uma forte proteção ao investidor), mas tal não acontecia em empresas não americanas.

No entanto, este desincentivo à gestão de resultados nos países mais transparentes incide sobre as suas práticas mais visíveis, encorajando, por outro lado, formas mais subtis de gestão de resultados de modo a atingir o consenso dos analistas (DeGeorge et

al., 2005). Assim, dado que os analistas podem estimular a gestão de resultados em ambientes pouco transparentes, Cang et al. (2014) conjectura se seria o lado do estímulo (ao invés da contenção) o dominante nos mercados emergentes, nomeadamente na China. Os resultados mostram que a cobertura por analistas tem um efeito pressão sobre os gestores, incentivando-os a gerirem os resultados por itens mais difíceis de serem detetados, tais como “*above-the-line items*” (itens que se relacionam com a atividade normal da empresa), e um efeito monitorização relativamente aos itens mais fáceis de serem detetados, nomeadamente “*below-the-line items*” (que não se relacionam diretamente com a atividade normal da empresa).

Quanto ao tipo de práticas de gestão de resultados que são utilizadas, diversos autores encontraram evidência que a cobertura por analistas está positivamente associada a *REM*, o que faz com que a perda de cobertura reduza a gestão de resultados por este mecanismo e aumente pelo uso de *accruals*, havendo, assim, um incentivo ou para bater as previsões dos analistas ou trocar de método de gestão de resultados de *accruals* para operações reais (Irani & Oesch, 2016; Sun & Liu, 2016).

Por outro lado, Li et al. (2021) encontraram evidência de haver uma relação negativa entre a cobertura por analistas e *REM*. Isto porque a manipulação por operações reais pode prejudicar a rentabilidade futura das empresas, levando a que os analistas reflitam essa consequência nas suas previsões, o que desencoraja estas práticas. O mesmo estudo indica que a presença de analistas também retrai a *AEM*, sugerindo que não há um *trade-off* entre estas duas práticas de gestão de resultados.

Uma investigação de Athanasakou et al. (2009), sobre a gestão de resultados nas empresas britânicas, conclui que estas são mais prováveis de gerirem os resultados para atingir as previsões dos analistas por operações reais do que por *accruals*, sendo que Bannister & Newman (1996) encontraram evidência do contrário, isto é, da maior utilização de *accruals discricionários* para atingir as previsões dos analistas.

Desta forma, Yu (2008) afirma que a cobertura dos analistas tem algumas desvantagens, já que podem exercer demasiada pressão sobre as empresas, mas podem também sofrer demasiada pressão sobre eles próprios, influenciando o seu papel na deteção de gestão de resultados. Também Graham et al. (2005) refere que uma das mais importantes referências para os gestores é atingir as estimativas dos analistas, dado que,

se tal não acontecer, o mercado conclui que a empresa tem fracas perspectivas futuras, o que se reflete na cotação das ações.

De facto, um estudo de Embong & Hosseini (2018) refere que a relação entre gestão de resultados e previsão dos analistas é recíproca, indicando que a prática de gestão de resultados pode influenciar a previsão dos analistas, mas esta meta é também uma das razões para a gestão dos resultados. Também Hong et al. (2014) encontraram evidência de que tanto a decisão dos analistas de seguir a empresa como a decisão da gestão em gerir os resultados são conjuntamente determinadas, pois os gestores gerem os resultados até a um certo nível que é possível atrair analistas e estes escolhem as empresas que irão seguir com base nos custos e benefícios de operar naquele tal ambiente de divulgação. Vários estudos confirmam a existência deste fenómeno, como Callao & Jarne (2018), numa investigação sobre empresas espanholas, Lianjing & Ping (2011), tendo por base empresas chinesas, e Robb (1998), que trabalhou esta relação nas instituições financeiras dos EUA.

Deste modo, no sentido de seguir os estudos efetuados, será interessante averiguar qual o efeito que terá a cobertura de analistas sobre os gestores quanto à prática de gestão de resultados nas empresas cotadas Europeias, ou seja, se terá, como enunciou Yu (2008), um efeito monitorização, um efeito pressão ou nenhum efeito.

Hipótese: A cobertura de analistas está associada à prática de gestão de resultados

3. METODOLOGIA

3.1. Amostra

Os dados utilizados neste estudo foram retirados da base de dados *Eikon-Datastream – version 4*, durante o mês de maio de 2021, e correspondem a um período de 10 anos (de 2009 a 2019). A amostra inicial foi constituída por todas as empresas cotadas do grupo EU15, grupo dos primeiros 15 Estados Membros a aderirem à União Europeia, que não fossem instituições financeiras nem pertencessem ao setor da administração pública, dado que estas empresas obedecem a um diferente sistema contabilístico e regulamentação, o que torna “problemático” o cálculo das estimativas de práticas de *AEM* (Chen et al., 2012). Foram também excluídas as empresas em que o ativo total, no ano de 2019, fosse inferior a 43 milhões de euros¹, de forma a tornar a amostra mais homogénea em termos de dimensão das empresas, resultando numa amostra final de 2.261 empresas.

O Anexo I apresenta a composição da amostra por país. Podemos verificar que o Reino Unido é o país com o maior peso na amostra (27,38%), sendo seguido pela França (16,94%) e pela Suécia (13,75%), enquanto Luxemburgo (0,84%), República da Irlanda (1,33%) e Portugal (1,37%) são os menos representados. No que concerne à indústria a que pertencem as empresas da amostra, através do Anexo II verificamos que são as empresas do setor *Industrials* que têm um maior peso na amostra (24,37%), seguido pelo *Consumer Discretionary* (15,26%) e *Real Estate* (11,54%). Já *Utilities Sector* (3,05%) e *Energy* (3,72%) são os que têm um menor peso na amostra.

3.2. Gestão de Resultados por *accruals* discricionários (*AEM*)

De forma a medir os *accruals* discricionários, seguindo vários estudos, como Yu (2008), optou-se pelo modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995), que estima os *accruals* não discricionários, a parte dos *accruals* totais que pode ser gerida de forma a praticar gestão de resultados. Desta forma, será o valor absoluto dos *accruals* discricionários a medida de *AEM*.

¹ De acordo com a Recomendação da Comissão Europeia 2003/361/CE, é um dos critérios para considerar uma empresa como sendo de pequena e média dimensão

Assim, foi estimada a seguinte regressão, sendo determinada por ano e por indústria:

$$\frac{Accruals\ Totais_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Rec_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Sendo: $A_{i,t-1}$ o ativo total no período t-1; $\Delta Vendas_{i,t}$ a variação das vendas durante o período t; $\Delta Rec_{i,t}$ a variação das contas a receber de clientes durante o período t; e $AFT_{i,t}$ corresponde ao valor total do ativo fixo tangível no final do período t.

De acordo com Dechow et al. (1995) e Jones (1991), os *accruals* totais são calculados através da seguinte equação:

$$Accruals\ Totais_t = (\Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta Caixa_t + \Delta DivCP_t - Dep_t) / A_{t-1} \quad (2)$$

Onde: ΔAC_t representa a variação do ativo corrente do período t-1 a t; ΔPC_t é a variação do passivo corrente de t-1 a t; $\Delta Caixa_t$ significa a variação de caixa entre o período t-1 e o período t; $\Delta DivCP_t$ é a variação da dívida de curto prazo de t-1 a t; e Dep_t é o gasto de depreciações no período t.

Deste modo, o valor dos *accruals* discricionários será o valor absoluto do resíduo da equação, que é a parte dos *accruals* totais que não pode ser explicada por aquelas variáveis presentes na regressão. Logo:

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

3.3. Gestão de resultados por operações reais (REM)

Seguindo os estudos de Roychowdhury (2006), as variáveis usadas para detetar a existência de práticas de gestão de resultados são os fluxos de caixa operacionais (CFO), as despesas discricionárias (publicidade, investigação e desenvolvimento e despesas com vendas, gerais e administrativas) e os custos de produção (soma do custo das vendas e da variação de inventário).

Desta forma, Roychowdhury (2006) foca-se em três métodos de gestão de resultados por operações reais. Primeiro, na manipulação das vendas, que consiste em aumentar as vendas de forma temporária, através de descontos ou facilitação de crédito, resultando numa menor entrada em caixa por unidade, mas aumentando as vendas totais

(assumindo que as margens continuam positivas). Portanto, espera-se um rácio entre fluxo de caixa operacional e vendas baixo e entre custos de produção e vendas alto.

Outro método é a redução de despesas discricionárias, já que como não geram receita e rendimento imediato, a sua diminuição resulta em melhores resultados. Mais, se esta redução for por via de caixa, terá um efeito positivo sobre o fluxo de caixa operacional no período corrente. Portanto, caso esteja a ser praticada gestão de resultados, espera-se um valor de despesas discricionárias anormalmente baixo e um efeito positivo anormal no fluxo de caixa operacional.

Por fim, um último método é o da sobreprodução, para que, com a imputação dos custos fixos a mais unidades, a empresa reporte um menor custo das vendas e melhores margens, ou seja, um rácio CFO/Vendas anormalmente baixo. No entanto, os custos incrementais derivados da sobreprodução não serão recuperados no período corrente, o que resulta num aumento dos custos de produção/vendas.

Assim, o objetivo é aferir quais os valores normais destas variáveis, através do modelo de Roychowdhury (2006), e depois compará-los com os valores reais para que sejam determinados os desvios anormais.

Consequentemente, o valor normal do fluxo de caixa operacionais é definido pela seguinte equação:

$$CFO_{i,t}/A_{i,t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{i,t-1}) + \beta_1(V_{i,t}/A_{i,t-1}) + \beta_2(\Delta V_{i,t}/A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Sendo que: $A_{i,t}$ representa os ativos totais da empresa i no fim do período t ; $V_{i,t}$ corresponde às vendas totais realizadas pela empresa i durante o período t ; e $\Delta V_{i,t}$ é a variação das vendas da empresa i durante o período t . De notar que os termos da equação são divididos pelo ativo total do período anterior de forma a controlar as diferentes dimensões das empresas presentes na amostra (Roychowdhury, 2006), sendo que é por esta razão quando tal acontecer noutras equações.

O valor atual do $CFO_{i,t}$ é calculado da seguinte forma:

$$CFO\ real_{i,t} = RL_{i,t} - (\Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta Caixa_{i,t} + \Delta DivCP_{i,t} - Dep_{i,t}) \quad (5)$$

Onde: $RL_{i,t}$ é o resultado líquido no período t ; $\Delta AC_{i,t}$ é a variação do ativo corrente durante o período t ; $\Delta PC_{i,t}$ é a variação do passivo corrente durante o período t ; $\Delta Caixa_{i,t}$

é a variação de caixa no período t ; $\Delta DivCP_{i,t}$ é a variação de dívida de curto-prazo ocorrida durante o período t ; e $Dep_{i,t}$ o gasto com depreciações no período t .

Por conseguinte, o desvio de CFO, em termos absolutos, que, como visto anteriormente, é a diferença entre o seu valor atual e o normal, é obtido através da seguinte equação:

$$Desvio\ CFO_{i,t} = |CFO\ Real_{i,t} - CFO\ Normal_{i,t}| \quad (6)$$

Para calcular os custos de produção, outra das variáveis usada como medida de *REM*, calculamos o custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas (*CMVMC*) pela seguinte equação:

$$CMVMC_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta(V_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (7),$$

e a variação de inventários (ΔINV) da seguinte forma:

$$\Delta INV_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(\Delta V_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta V_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (8)$$

Assim, dado que os custos de produção (*PROD*) são a soma do custo das mercadorias vendidas e da variação de inventários, calculamos o seu valor normal através da seguinte equação:

$$PROD_t/A_{t-1} = \alpha_0 + \alpha_1(1/A_{t-1}) + \beta_1(V_t/A_{t-1}) + \beta_2(\Delta V_t/A_{t-1}) + \beta_3(\Delta V_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (9)$$

O valor atual dos custos de produção é calculado da seguinte maneira:

$$PROD_t\ Real = CMVMC_t\ Real + \Delta INV_t\ Real \quad (10)$$

Uma vez que a base de dados não continha o custo das mercadorias vendidas para grande parte das empresas da amostra, o custo das vendas foi determinado com base em Burgstahler & Eames (2006), ou seja:

$$CMVMC_{i,t}\ Real = V_{i,t} - RO_{i,t} \quad (11)$$

Onde $V_{i,t}$ representa as vendas da empresa e $RO_{i,t}$ o resultado operacional da empresa i no momento t .

Com isto, o desvio dos custos de produção resulta de:

$$Desvio PROD_t = |PROD_t Real - PROD_t Normal| \quad (12)$$

A outra das variáveis utilizada como medida de gestão de resultados por operações reais, as despesas discricionárias, não será utilizado neste trabalho devido à escassez de dados na base de dados utilizada.

3.4. Modelo empírico

O objetivo deste trabalho é analisar que impacto a cobertura de analistas poderá ter sobre práticas de gestão de resultados, se as estimula ou restringe. Para tal, seguindo os estudos de Roychowdhury (2006), Sun (2016), Zang (2012), Li (2021), Hong (2014), entre outros, foi construído o seguinte modelo² (1):

$$GR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Nr_Analistas_{i,t} + \alpha_2 MtB_{i,t} + \alpha_3 Dim_{i,t} + \alpha_4 RA_{i,t} \\ + \alpha_5 Cresc_Vendas_{i,t} + \alpha_6 Alavancagem_{i,t} + \alpha_7 Mand_Auditor_{i,t} \\ + \varepsilon_{i,t} \quad (13)$$

Onde: $GR_{i,t}$ é a gestão de resultados da empresa i no período t , que irá ser medido conforme a análise seja feita à magnitude da gestão de resultados, através dos valores absolutos de AEM (abs_AEM), REM_CFO (abs_REM_CFO) e REM_PROD (abs_REM_PROD), ou à direção da gestão de resultados, através dos valores reais de AEM , REM_CFO e REM_PROD ; $Nr_Analistas_{i,t}$ refere-se à quantidade de analistas a cobrir a empresa i no período t ; $MtB_{i,t}$ significa o rácio *Market-to-Book*, isto é, um rácio entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa i no período t ; $Dim_{i,t}$ é a dimensão da empresa i no período t , sendo medida pelo logaritmo do ativo total da empresa; $RA_{i,t}$ refere-se ao retorno do ativo da empresa i no período t , sendo calculado pelo rácio entre o resultado líquido e o ativo total; $Cres_Vendas_{i,t}$ refere-se à taxa de variação das vendas da empresa i no momento t ; $Alavancagem_{i,t}$ respeita ao rácio entre dívida e capital próprio da empresa i no período t ; e $Mand_Auditor$ refere-se à duração do mandato do auditor da empresa i no momento t .

Um valor baixo de MtB pode significar que a empresa está em crescimento, havendo um maior incentivo para reportar resultados positivos (Zang, 2012). Já Dim está presente

² Ao contrário de alguns estudos, não foi adicionada nenhuma variável que controlasse o efeito da qualidade da auditora, dado que a quase totalidade das empresas da amostra são auditadas por uma das *Big 4*.

pois grandes empresas têm, regra geral, mais analistas a cobrir, tendo grandes incentivos para gerir os resultados (Hong et al., 2014). Foi também adicionada a variável RA, que pode afetar as práticas de *REM* (Roychowdhury, 2006; Sun & Liu, 2016), esperando-se que o valor do coeficiente seja negativo, de acordo com os resultados de Li et al. (2021). Como foi referido em McNichols (2000) e Yu (2008), empresas em crescimento têm tendência a ter muitos *accruals* discricionários, sendo que usamos Cresc_Vendas como *proxy* para esse caso, esperando-se assim uma relação positiva com a gestão de resultados. A variável Alavancagem foi adicionada para controlar o possível efeito de uma dívida alta (Hong et al., 2014). De acordo com a literatura, não é claro que impacto o endividamento ter sobre a gestão de resultados. Por último foi considerada a variável de Mand_Auditor, que mede a duração, em anos, do mandato do auditor. Myers et al. (2003) e Zang (2012) mostram de que quanto maior for o mandato do auditor, mais provável será de conter a gestão de resultados por *accruals*.

A regressão (13) será estimada através de dados de painel. Desta forma, será primeiro efetuado o teste de *Hausman*, para apurar se a estimação da regressão será com efeitos fixos ou variáveis.

De forma a complementar o modelo principal, será também estimada a seguinte regressão:

$$\begin{aligned}
 GR_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 Nr_Analistas_{i,t} + \alpha_2 MtB_{i,t} + \alpha_3 Dim_{i,t} + \alpha_4 RA_{i,t} \\
 & + \alpha_5 Cresc_Vendas_{i,t} + \alpha_6 Alavancagem_{i,t} + \alpha_7 Mand_Auditor_{i,t} \\
 & + \alpha_8 Rem_CEO_desemp_{i,t} + \alpha_9 Dim_Admin_{i,t} + \alpha_{10} Indep_Admin_{i,t} \\
 & + \varepsilon_{i,t} \quad (14)
 \end{aligned}$$

Onde, além das variáveis de controlo presentes na regressão (13) são adicionadas as seguintes variáveis: Rem_CEO_desemp_{i,t} que é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a remuneração do CEO da empresa *i* no período *t* depender de medidas de desempenho e 0 no caso contrário; Dim_Admin_{i,t} refere-se ao número de membros da administração da empresa *i* no momento *t*; e Indep_Admin_{i,t} que é a percentagem de independentes nos quadros da administração.

A variável Dim_Admin foi adicionada por haver estudos que comprovam uma relação entre esta variável e a prática de gestão de resultados. Em Yu (2008), é referida a

evidência encontrada de que administrações pequenas estão associadas a mais gestão de resultados. Também *CEO_comp_desemp* está presente por haver literatura que encontra evidência de que o facto de a remuneração do *CEO* estar ligada a medidas de desempenho (como determinadas metas de vendas ou de preço da ação) resulta em maiores práticas de gestão de resultados.

Adicionalmente, será feita uma análise onde será medida a direção da gestão de resultados, isto é, se estas práticas de gestão de resultados são efetuadas de forma a aumentar ou a diminuir os resultados. Para tal, serão usados os mesmos modelos usados anteriormente, com a diferença de que será utilizado o valor real das várias medidas de gestão de resultados (*AEM*, *REM-CFO* e *REM - PROD*) e não os valores absolutos.

4. DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

O Anexo III expõe as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. Começando pelas medidas de gestão de resultados, em termos absolutos, a sua prática por *accruals* é de, em média, 0,057, tendo uma mediana de 0,035. Já quanto à gestão de resultados por operações reais, foi registado um valor médio de 0,07887 e uma mediana de 0,0525 na variável *abs_REM_CFO* e uma média de 0,07144 e mediana de 0,046 relativamente a *abs_REM_PROD*, transmitindo a ideia de que as empresas presentes na amostra praticam gestão de resultados, tanto por um método como pelo outro.

Já em termos de valores reais para as medidas de gestão de resultados, podemos ver que *AEM* tem uma média de -0,0098 e uma mediana de -0,01, *REM_CFO* apresenta um valor médio de 0,0122 e uma mediana de 0,018 e *REM_PROD* exhibe uma média de -0,0085 e uma mediana de -0,0118. Estes valores sugerem que as práticas de gestão de resultados por *accruals* discricionários e por operações reais através dos custos de produção são feitas no sentido de diminuir os resultados, enquanto as operações reais quando medido pelo fluxo de caixa operacional são aplicadas de forma a aumentar os resultados das empresas.

Quanto às restantes variáveis, em média, cada empresa é seguida por 5 analistas, tem um rácio *Market-to-Book* de 2,40, uma dimensão com um valor médio de 8, um retorno do ativo médio de 27,89%, um crescimento médio das vendas de 8,21%, uma alavancagem com um valor médio de 0,82 e um mandato do auditor dura, aproximadamente, 5 anos.

Relativamente às variáveis das análises adicionais, o valor médio da variável *dummy_CEO_comp_desemp* é de 0,5047, o que significa que, em média, em metade das empresas a remuneração do CEO está ligada a medidas de desempenho. Em termos médios, o tamanho da administração é de 10 membros, sendo que, em média, 57% dos membros da administração são independentes.

Na sequência desta análise, foi também estimada a matriz de correlação de *Pearson* (Anexo IV), de forma a averiguar a possível existência de multicolinearidade entre as

variáveis. Verifica-se a existência de alta correlação entre a prática de gestão de resultados por *accruals* e por operações reais, dando a ideia de que estas duas medidas são usadas em conjunto, sendo que, pela também alta correlação em termos reais das relações entre *AEM* e *REM_CFO* e *REM_CFO* e *REM_PROD*, é sugerido que são utilizadas em direções opostas. Também é interessante verificar a existência de correlação negativa entre a cobertura de analistas e as várias medidas de gestão de resultados, significando que quanto maior for a quantidade de analistas a cobrir uma empresa, menor a prática de gestão de resultados, podendo refletir o efeito monitorização da cobertura dos analistas referido na literatura.

Em termos de direção da gestão de resultados, esta matriz de correlação indica que a cobertura de analistas faz com que as práticas de *AEM* e *REM_PROD* sejam realizadas no sentido descendente (diminuir os resultados), enquanto as de *REM_CFO* é feita de forma ascendente.

Relativamente às restantes variáveis, no geral, cumprem com o esperado. O *MtB* influencia positivamente as práticas de gestão de resultados, a variável *Dim*, *RA* e *Dim_Admin* têm uma correlação negativa com todas as medidas de gestão de resultados, enquanto, no lado oposto, *Cresc_Vendas* e *Mand_Auditor* parecem fazer variar positivamente as práticas de gestão de resultados. No que se refere a *Alavancagem*, *Rem_CEO_desemp* e *Indep_Admin*, os resultados são mais variáveis.

Quanto às correlações entre as variáveis independentes, de destacar a correlação elevada entre *Nr_Analistas* e *Dim* (0,68), sugerindo que empresas de maior dimensão são mais seguidas pelos analistas. Mais, é interessante de verificar a correlação negativa existente entre *Cresc_Vendas* e *Nr_Analistas* (-0,07), o que não vai de encontro à evidência de que quanto maior o crescimento das vendas, maior atenção trará aos analistas.

4.2. Análise de Resultados

4.2.1 – Magnitude de Gestão de Resultados

Como referido anteriormente, foi primeiro efetuado o teste de *Hausman*, de forma a conferir se a estimação será feita com efeitos fixos ou aleatórios. De acordo com o output gerado ao correr o teste, verificamos que o valor *p* ao ser igual a zero, rejeitamos a

hipótese nula que afirma que o modelo de efeitos aleatórios é o mais apropriado. Consequentemente, constata-se que o modelo mais adequado para esta regressão é o de efeitos fixos.

A Tabela I mostra a estimação das várias regressões relativas à magnitude da gestão de resultados, onde as colunas (1), (2) e (3) referem-se ao primeiro modelo, enquanto as (4), (5) e (6) são relativas ao segundo, onde são adicionadas outras 3 variáveis.

Tabela I. Magnitude da Gestão de Resultados

	abs_AEM	abs_REM - CFO	abs_REM - PROD	abs_AEM	abs_REM - CFO	abs_REM - PROD
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Nr_Analistas	-0,0017598 (0,000)***	-0,0018567 (0,000)***	0,0001768 (0,571)	-0,0017445 (0,000)***	-0,0018485 (0,000)***	0,0002344 (0,461)
MtB	-0,0003031 (0,682)	0,000952 (0,270)	0,0012638 (0,026)**	-0,0002506 (0,735)	0,0010186 (0,238)	0,0012489 (0,028)**
Dim	0,0378321 (0,000)***	0,0062546 (0,520)	-0,0135319 (0,090)*	0,0410509 (0,000)***	0,0078216 (0,437)	-0,0146024 (0,074)*
RA	-0,0184378 (0,520)	0,1388108 (0,000)***	0,0432835 (0,062)*	-0,0157982 (0,583)	0,1384436 (0,000)***	0,0432182 (0,063)*
Cresc_Vendas	0,0168722 (0,007)***	0,0176125 (0,016)**	0,0173754 (0,001)***	0,0165866 (0,009)***	0,0182921 (0,013)**	0,0172959 (0,001)***
Alavancagem	0,0098925 (0,000)***	0,0082062 (0,000)***	0,0007232 (0,631)	0,009959 (0,000)***	0,0083987 (0,000)***	0,0007426 (0,622)
Mand_Auditor	0,0004457 (0,149)	0,004887 (0,174)	0,0000302 (0,912)	0,000463 (0,134)	0,0005088 (0,158)	0,000031 (0,910)
Rem_CEO_desemp	-	-	-	-0,0032927 (0,371)	-0,0060109 (0,160)	0,0014341 (0,655)
Dim_Admin	-	-	-	-0,0013407 (0,063)*	-0,0011265 (0,177)	-0,0003287 (0,613)
Indep_Admin	-	-	-	-0,0050317 (0,605)	0,0103405 (0,361)	0,0064034 (0,465)
Constante	-0,3067265 (0,000)***	0,0091108 (0,922)	0,1756982 (0,020)**	-0,3196995 (0,000)***	0,0021761 (0,982)	0,1841569 (0,016)**
Obs	2751	2769	3378	2751	2769	3378
R²	0,0423	0,0284	0,0104	0,0442	0,0303	0,0108
Teste F	13,9	9,26	4,12	10,16	6,93	2,99
valor-p	0,0000	0,0000	0,0002	0,0000	0,0000	0,0009

Nota: *** p < 0,01, **p < 0,05, *p < 0,1

Relativamente ao primeiro modelo, a variável independente de interesse, Nr_Analistas, possui um coeficiente negativo e estatisticamente significativo a 1% para a medida de *abs_AEM*. Isto significa que a cobertura de analistas acaba por restringir a prática de *AEM*. Relativamente à relação entre a variável independente de interesse e as medidas de *REM*, podemos ver que essa relação é negativa quando medida pelo fluxo de caixa operacional (*REM - CFO*), onde é estatisticamente significativa a um nível de significância de 1%, o que vai de encontro aos resultados de Hong et al. (2014), não

sendo, no entanto, estatisticamente significativa quando medida através dos custos de produção (*REM - PROD*).

Assim, os resultados sugerem que há um efeito monitorização por parte dos analistas, desempenhando estes um papel de supervisor externo, o que vai de encontro à evidência encontrada por Lan et al. (2013), Xu et al. (2013) e Yu (2008). Os resultados sugerem também que os analistas têm o incentivo para escrutinar as informações publicadas pela empresa, uma vez que o seu desempenho irá ter consequências na sua reputação e remuneração, o que vai ao encontro à investigação de Sun (2009).

Quanto às variáveis de controlo, *MtB* não é estatisticamente significativa na sua relação com *AEM*. Esta variável mostra também uma relação positiva com as medidas de *REM*, sendo apenas estatisticamente significativo com *REM - PROD*, corroborando os estudos efetuados por Li et al. (2021) e Sun & Liu (2016)³.

Já a variável *Dim* é estatisticamente significativa a 1%, tendo uma relação positiva com as práticas de *AEM*, o que significa empresas de maior dimensão fazem mais gestão de resultados, indo ao encontro dos resultados de Sun (2009). Quanto às medidas de *REM*, o coeficiente é positivo para a medida de *REM - CFO*, sendo estatisticamente significativo a 1%, e negativo para *REM - PROD*, no qual não é estatisticamente significativo, o que não vai ao encontro à evidência encontrada por Li et al. (2021).

No que se refere a *RA*, este não é estatisticamente significativo com *AEM*, tendo, por outro lado, uma relação positiva e estatisticamente significativa com ambas as medidas de *REM*, corroborando os estudos de Hong et al. (2014) e Sun & Liu (2016) e indo contra à evidência encontrada por Li et al. (2021).

Já *Cresc_Vendas* apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa a 1% com todas as medidas de gestão de resultados (exceção feita a *REM - CFO*, que é significativa a um nível de 5%), indo ao encontro ao sugerido por McNichols (2000) e Yu (2008), que afirmam que empresas em crescimento têm uma maior tendência para gerir os resultados.

³ De facto, nos estudos de Sun & Liu (2016) apenas é estimado o efeito desta variável sobre as operações reais pelos custos de produção, sendo essa relação positiva e estatisticamente significativa, e em Li et al. (2021) a análise é feita para as duas medidas, sendo o coeficiente positivo em ambas, onde é apenas estatisticamente significativo no que se refere aos custos de produção.

Já a variável Alavancagem, apresenta uma relação positiva com todas as medidas de gestão de resultados, sendo apenas significativa nas práticas de *AEM* e *REM – CFO*, a um nível de significância de 1%. Este resultado vai de encontro ao sugerido por Roychowdhury (2006), que sugere que empresas com altos níveis de dívida são mais prováveis de evitar apresentar prejuízos por meio de gestão de resultados devido aos contratos de financiamento.

Quanto a *Mand_Auditor*, que representa a duração do mandato do auditor na empresa, apresenta uma relação positiva mas não estatisticamente significativa com todas as práticas de gestão de resultados, o que não vai de encontro à evidência encontrada por Myers et al. (2003) e Zang, (2012), onde demonstraram que os auditores eram mais capazes de restringir as práticas de gestão de resultados à medida que a relação fosse mais duradoura.

Relativamente aos valores apresentados nas colunas (4), (5) e (6), podemos ver que os resultados são em tudo semelhantes às regressões das colunas (1), (2) e (3), quer a nível dos valores dos coeficientes, quer ao nível da sua significância estatística, no que respeita às variáveis em comum.

Relativamente às 3 variáveis adicionadas nesta especificação, *Rem_CEO_desemp* faz reduzir as práticas de *AEM* e *REM_CFO*, aumentando as de *CFO_PROD*, embora não seja estatisticamente significativo em nenhum destes coeficientes. Já *Dim_Admin* apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo com *AEM*, o que significa que quanto maior o tamanho da administração, menor será a tendência para a gestão de resultados por *accruals*. Já quanto às medidas de *REM*, não é estatisticamente significativo em nenhuma delas, o que também acontece com *Indep_Admin* (neste caso, nem com *AEM*).

4.2.2 – Direção da Gestão de Resultados

A Tabela 2 apresenta os resultados obtidos para os modelos 1 e 2, em que a variável dependente é o valor real das medidas de gestão de resultados, medindo, assim, o sentido destas práticas.

Tabela II. Direção da Gestão de Resultados

	AEM	REM-CFO	REM-PROD	AEM	REM-CFO	REM-PROD
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Nr_Analistas	0,0007083 (0,113)	-0,0003045 (0,509)	0,0002828 (0,344)	0,000648 (0,152)	-0,0003063 (0,511)	0,000305 (0,316)
MtB	-0,001237 (0,207)	0,0009965 (0,325)	-0,0006934 (0,203)	-0,0011521 (0,240)	0,0009409 (0,354)	-0,0006872 (0,207)
Dim	0,0447929 (0,000)***	-0,0450841 (0,000)***	-0,0181303 (0,018)**	0,0485583 (0,000)***	-0,045974 (0,000)***	-0,0174169 (0,027)**
RA	0,148127 (0,000)***	0,7611267 (0,000)***	-0,9093023 (0,000)***	0,1451234 (0,000)***	0,7622233 (0,000)***	-0,9094844 (0,000)***
Cresc_Vendas	-0,0069994 (0,400)	0,0037364 (0,663)	0,028161 (0,000)***	-0,0058914 (0,481)	0,0029713 (0,730)	0,0283806 (0,000)***
Alavancagem	0,0059637 (0,012)**	-0,006092 (0,013)**	-0,0005685 (0,693)	0,0061241 (0,010)**	-0,0062724 (0,010)**	-0,0004802 (0,739)
Mand_Auditor	-0,0000784 (0,847)	0,0004051 (0,334)	-0,0002743 (0,295)	-0,0000344 (0,933)	0,0003869 (0,357)	-0,0002613 (0,319)
Rem_CEO_desemp	-	-	-	-0,0106432 (0,028)**	0,0054714 (0,272)	-0,0019918 (0,517)
Dim_Admin	-	-	-	-0,0007913 (0,404)	0,0007981 (0,413)	-0,0005652 (0,364)
Indep_Admin	-	-	-	0,007239 (0,572)	-0,0116875 (0,377)	0,0046573 (0,580)
Constante	-0,4555899 (0,000)***	0,4291583 (0,000)***	0,1926954 (0,008)***	-0,4824338 (0,000)***	0,4339421 (0,000)***	0,1895752 (0,010)**
Obs	2756	2775	3386	2756	2775	3386
R²	0,0170	0,1833	0,4053	0,0195	0,1842	0,4056
Teste F	5,45	71,33	267,60	4,38	50,17	187,37
valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: *** p < 0,01, **p < 0,05, *p < 0,1

Os resultados sugerem que a cobertura de analistas faz com que as empresas utilizem os *accruals* discricionários e os custos de produção para aumentar os resultados, enquanto o uso fluxo de caixa operacional é no sentido de os diminuir. No entanto, este efeito, além de ser fraco, não é estatisticamente significativo, o que se aplica também à variável *MtB*.

Quanto à variável *Dim*, tem um coeficiente positivo para a medida de *AEM* e negativo para as de *REM*, sendo estatisticamente significativa em todas. Ou seja, os resultados sugerem que quanto maior for a empresa, a gestão de resultados por *AEM* é feita no sentido de aumentar os resultados, enquanto a praticada por *REM* é de forma a diminuí-los.

Também RA tem o efeito de fazer com que as práticas de *AEM* e de *REM_CFO* sejam no sentido de aumentar os resultados, ao passo que as de *REM_PROD* é no sentido de os diminuir, sendo estatisticamente significativo a um nível de significância de 1% em todas as regressões.

No que se refere a *Cresc_Vendas*, o seu coeficiente é negativo para os *accruals* discricionários e positivo para as duas medidas de operações reais. No entanto, apenas para a regressão com a variável dependente *REM_PROD* é que é estatisticamente significativo, a um nível de significância de 1%.

Em termos Alavancagem, o seu efeito é que a gestão de resultados *AEM* é de forma a aumentar os resultados, enquanto a feita por *REM* é de forma a diminuí-los, sendo estatisticamente significativo apenas nas medidas de *AEM* e *REM_CFO*, a um nível de significância estatística de 5%.

Em relação à variável *Mand_Auditor*, não é estatisticamente significativa em nenhuma das medidas, tendo os seus coeficientes valores praticamente residuais, o que leva a crer que não há qualquer efeito sobre a variável dependente.

No que toca às regressões (10), (11) e (12), os coeficientes das variáveis presentes nas regressões anteriores são muito semelhantes, tal como acontecia na análise da magnitude da gestão de resultados.

A respeito das 3 variáveis adicionadas, *Rem_CEO_desemp* apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, o que sugere que, regra geral, se o CEO da empresa tiver a sua remuneração ligada ao retorno do capital, as práticas de *AEM* serão feitas no sentido de diminuir os resultados. Já quanto às medidas de operações reais, os coeficientes não são estatisticamente significativos.

Quanto a *Dim_Admin* e *Indep_Admin*, nenhum dos coeficientes é estatisticamente significativo.

4.3 - Análise de Robustez

De forma a aferir a robustez do modelo estimado, serão retiradas da amostra as observações relativas às empresas pertencentes ao Reino Unido, por ser o país mais

representado na amostra, e correr as regressões que aferem tanto a magnitude como o sentido da gestão de resultados. Assim, procuramos averiguar se a forte presença de empresa deste país (27,38%) influenciou de alguma forma os resultados obtidos.

Como é possível ver na Tabela III, rejeita-se a hipótese de nulidade conjunta das variáveis explicativas do modelo, o que significa que as regressões são válidas e estatisticamente significativas na explicação da variável dependente.

Tabela III. Análise de Robustez

	abs_AEM	abs_REM - CFO	abs_REM - PROD	AEM	REM - CFO	REM - PROD
	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
Nr_Analistas	-0,0018109 (0,000)***	-0,0019918 (0,000)***	0,0000913 (0,807)	0,0007807 (0,137)	-0,0003201 (0,555)	0,0000419 (0,911)
MtB	-0,0011927 (0,312)	0,0015163 (0,266)	0,0023782 (0,009)***	0,0008749 (0,566)	-0,000275 (0,862)	-0,0027086 (0,003)***
Dim	0,0389832 (0,000)***	0,0068761 (0,564)	-0,009969 (0,344)	0,0392372 (0,004)***	-0,0433339 (0,002)***	-0,0187148 (0,078)*
RA	-0,0103577 (0,786)	0,1158442 (0,009)***	0,0099199 (0,785)	0,2063544 (0,000)***	0,6752229 (0,000)***	-0,8936943 (0,000)***
Cresc_Vendas	0,018322 (0,019)**	0,021752 (0,016)**	0,0265553 (0,000)***	-0,0100735 (0,319)	0,0002362 (0,982)	0,0348548 (0,000)***
Alavancagem	0,0100569 (0,000)***	0,0089212 (0,001)***	0,0039935 (0,050)*	0,0101168 (0,000)***	-0,0104456 (0,001)***	-0,0044971 (0,027)**
Mand_Auditor	0,0003352 (0,427)	0,0000502 (0,918)	-0,0002266 (0,581)	0,0009042 (0,096)*	-0,0002618 (0,642)	-0,0005066 (0,217)
Constante	-0,3162925 (0,000)***	0,0055975 (0,961)	0,1335024 (0,186)	-0,4244747 (0,001)***	0,4341513 (0,001)***	0,2107092 (0,038)**
Obs	1990	2000	2138	2001	2012	2141
R²	0,0408	0,0272	0,0155	0,027	0,1367	0,2928
Teste F	9,63	6,37	3,882	6,34	36,37	100,68
valor-p	0,0000	0,0000	0,0004	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: *** p < 0,01, **p < 0,05, *p < 0,1

Relativamente à variável independente de interesse, Nr_Analistas, esta reduz as práticas de AEM e de REM_CFO, sendo estatisticamente significativa a 1% em ambas as regressões, apresentando, por outro lado, um coeficiente positivo para a medida de REM_PROD, apesar de não ser estatisticamente significativo neste caso, o que está em linha com os resultados obtidos na análise principal.

No que respeita à análise da direção da gestão de resultados, podemos ver que Nr_Analistas tem o efeito de fazer com que as AEM e REM_CFO, sejam realizadas no sentido de aumentar os resultados. Já REM_PROD é feita no sentido de diminuir os

resultados, não sendo, no entanto, estatisticamente significativa em nenhuma das medidas. Portanto, também estes resultados corroboram os da análise principal. No que se refere às outras variáveis, estão, na generalidade, em linha com a análise principal, o que comprova a robustez dos resultados obtidos.

5. CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi o de analisar a relação entre a cobertura de analistas e a prática de gestão de resultados, *AEM* e *REM*, nas empresas cotadas do grupo EU15, durante o período de 2009 a 2019.

Para tal, foi utilizado o modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995), para estimar o valor dos *accruals* discricionários, e as medidas propostas por Roychowdhury (2006) para determinar os valores das várias formas de gestão por operações reais. Assim, foram efetuadas duas análises, uma para estimar a relação em termos de magnitude de gestão de resultados e outra em termos de direção da gestão de resultados.

Os resultados sugerem que a cobertura de analistas reduz as práticas de gestão de resultados, quer por *AEM* quer por *REM_CFO*. Assim, estes resultados vão ao encontro da evidência encontrada por Lan et al. (2013), Xu et al. (2013) e Yu (2008), que argumentam que a cobertura dos analistas têm um efeito de monitorização sobre a gestão de resultados. Além do mais, a evidência também revela que os analistas têm um incentivo para esmiuçar as demonstrações financeiras das empresas, como sugere Sun & Liu (2016).

Quanto à direção da gestão de resultados, não foi encontrada evidência de que a cobertura de analistas influencie o sentido destas práticas.

Relativamente às outras variáveis explicativas, verificamos que o rácio *Market-to-Book* aumenta a prática de operações reais pelos custos de produção. Os resultados sugerem também que quanto maior for a dimensão da empresa, maior será a prática de gestão de resultados através de *accruals* discricionários, no sentido de os aumentar, e menor será a de operações reais através do custo de produção, apesar de quando praticada

ser no sentido de diminuir os resultados. No que concerne ao retorno do ativo, maior será a gestão de resultados através de operações reais, quer no sentido de melhorar os resultados através do fluxo de caixa operacional, quer diminuindo-os pelo custo de produção. Quanto à taxa de crescimento das vendas e ao grau de alavancagem, os resultados sugerem que quanto maiores forem os seus valores, maiores serão as práticas de gestão de resultados pelos dois métodos. No entanto, há apenas evidência que sugere que o crescimento das vendas só direciona o sentido das operações reais pelos custos de produção de forma a aumentá-los, enquanto o grau de alavancagem faz com que os *accruals* discricionários sejam no sentido de diminuir os resultados e as operações reais de forma a melhorá-los.

De forma a aferir a robustez dos resultados obtidos, foi retirada da amostra as observações referentes ao país mais representado (Reino Unido). Os resultados são, na sua generalidade, idênticos aos da análise principal, o que sugere que as conclusões do estudo não são influenciados pela forte presença de empresas do Reino Unido na amostra.

Este estudo pode contribuir para a literatura pelo facto de ainda serem relativamente escassos os estudos que analisam a relação entre as práticas de gestão de resultados e a cobertura de analistas na União Europeia. Além disto, são escassos os estudos que utilizam ambas as medidas de gestão de resultados (*AEM* e *REM*), o que faz com que este trabalho, ao medir esta relação com *accruals* discricionários e com operações reais, dê um contributo importante neste sentido

Para pistas de investigação futura, seria interessante adicionar a esta relação entre gestão de resultados e cobertura de analistas uma variável que tivesse em conta se a empresa estava cotada em mais que uma bolsa (*cross-listing*). Alguns estudos fazem a análise entre o *cross-listing* e a gestão de resultados, tais como Beckmann et al. (2019), Eng & Lin (2012) e Jia & Zhou (2019), por exemplo, o que releva a importância deste tema. De facto, foi essa a intenção inicial deste estudo, a de adicionar esta variável à relação entre cobertura de analistas e gestão de resultados, que só não foi posta em prática pela falta de informação disponível na base de dados.

6. REFERÊNCIAS

- Athanasakou, V. E., Strong, N. C., & Walker, M. (2009). Earnings management or forecast guidance to meet analyst expectations? *Accounting and Business Research*, 39(1), 3–35. <https://doi.org/10.1080/00014788.2009.9663347>
- Bannister, J. W., & Newman, H. A. (1996). Accrual usage to manage earnings toward financial analysts' forecasts. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 7(3), 259–278. <https://doi.org/10.1007/BF00245253>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2002). Law, Endowments, and Finance. *National Bureau of Economic Research*, 9089.
- Beck, T., & Levine, R. (2003). Legal Institutions and Financial Development. *National Bureau of Economic Research*, 10126. <http://eprints.uanl.mx/5481/1/1020149995.PDF>
- Beckmann, K. S., Escobari, D. A., & Ngo, T. (2019). The real earnings management of cross-listing firms. *Global Finance Journal*, 41(March), 128–145. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.04.001>
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>
- Bjurman, A., & Rahman, A. (2014). *Who is winning the earnings game?* 1–136.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(5–6), 633–652. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2006.00630.x>
- Burns, N., & Kedia, S. (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics*, 79(1), 35–67. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.003>
- Callao, S., & Jarne, J. I. (2018). Los pronósticos de los analistas como incentivo a la manipulación del resultado. *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 47(1), 124–155. <https://doi.org/10.1080/02102412.2017.1371977>
- Cang, Y., Chu, Y., & Lin, T. W. (2014). An exploratory study of earnings management detectability, analyst coverage and the impact of IFRS adoption: Evidence from China. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 356–371. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.003>
- Chen, C. L., Huang, S. H., & Fan, H. S. (2012). Complementary association between real activities and accruals-based manipulation in earnings reporting. *Journal of Economic Policy Reform*, 15(2), 93–108. <https://doi.org/10.1080/17487870.2012.667965>
- Chia, C., Chen, S., Chou, Y., & Wei, P. (2019). Country factors in earnings management of ADR firms ☆. *Finance Research Letters*, January, 1–6.

<https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.04.003>

- Dechow, M. (1994). Accounting & Economics The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 3–42. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90016-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90016-7)
- Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows (DechowKothariWatts).pdf. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225. <https://doi.org/10.1002/9781119204763.ch4>
- Degeorge, F., Ding, Y., Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2013). Analyst coverage, Earnings management and financial development: An international study. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(1), 1–25. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2012.10.003>
- Degeorge, F. S., Ding, Y., Jeanjean, T., & Stolowy, H. (2005). Does analyst following curb earnings management? International evidence. *Corporate Governance*, 3(May). http://www.econbiz.de/archiv1/2008/50167_analyst_earnings_management.pdf
- Dyck, A., Morse, A., & Zingales, L. (2007). Who blows the whistle on corporate fraud? *Journal of Finance*, 65(6), 2213–2253. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01614.x>
- Embong, Z., & Hosseini, L. (2018). Analyst Forecast Accuracy and Earnings Management. *Asian Journal of Accounting and Governance*, 10, 97–108. <https://doi.org/10.17576/ajag-2018-10-09>
- Eng, L. L., & Lin, Y. C. (2012). Accounting quality, earnings management and cross-listings: Evidence from China. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 15(2). <https://doi.org/10.1142/S0219091512500099>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *SSRN Electronic Journal*, November. <https://doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Hong, Y., Huseynov, F., & Zhang, W. (2014). Earnings Management and Analyst Following: A Simultaneous Equations Analysis. *Financial Management*, 43(2),

355–390. <https://doi.org/10.1111/fima.12043>

- Irani, R. M., & Oesch, D. (2016). Analyst Coverage and Real Earnings Management: Quasi-Experimental Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(2), 589–627. <https://doi.org/10.1017/S0022109016000156>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). *Theory Of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs And Ownership Structure*. 3, 305–360.
- Jia, Q., & Zhou, J. N. (2019). The impact of cross-listing on earnings management and its economic consequence: evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 00(00), 1–21. <https://doi.org/10.1080/16081625.2019.1600414>
- Jin, J. Y. (2013). Investor attention and earnings management around the world. *Accounting Perspectives*, 12(2), 165–187. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12013>
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Knyazeva, D. (2007). Corporate governance, analyst following and firm value. *Corporate Governance, Analyst Following, and Firm Behavior*, 14(4), 453–466. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2011-0093>
- Lan, Z., Wang, S., Yu, T., & Yu, Z. (2013). *Analyst Coverage and Earnings Management : Evidence from China Analyst coverage Earnings management*. <https://doi.org/10.1007/978-3-642-38442-4>
- Lees, F. (1981). Public Disclosure of Corporate Earnings Forecast. *Conference Board Report*, 804. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jplph.2009.07.006><http://dx.doi.org/10.1016/j.neps.2015.06.001><https://www.abebooks.com/Trease-Evans-Pharmacognosy-13th-Edition-William/14174467122/bd>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-1678>
- Li, S., Ding, F., Liu, Q., Qiao, Z., & Chen, Z. (2021). Can financial analysts constrain real earnings management in emerging markets? Evidence from China. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*. <https://doi.org/10.1080/16081625.2020.1871043>
- Lianjing, Z., & Ping, L. (2011). *Does Earning Management Meet Analysts ' Forecasts ?*
- Lindsey, L., & Mola, S. (2013). Analyst Competition and Monitoring: Earnings Management in Neglected Firms. *Working Paper*. <http://www.sec.gov.edgekey.net/divisions/riskfin/workingpapers/rsfi-wp2013-04.pdf>
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. In *Journal of Accounting and Public Policy* (Vol. 19, Issues 4–5). [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1)

- Mendes, C. A.; Rodrigues, L. L.; Esteban, L. P. (2012). *Tékhne — Review of Applied Management Studies*. *Tékhne - Review of Applied Management Studies*, 10(1), 3–14. [https://doi.org/10.1016/s1645-9911\(12\)70001-4](https://doi.org/10.1016/s1645-9911(12)70001-4)
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Omer, T. C. (2003). Exploring the term of the auditor-client relationship and the quality of earn ... *The Accounting Review*, 78(3), 779–799.
- Nyor, T. (2013). Financial Reporting Quality of Nigeria Banks: Users' Perception. *International Journal of Business and Social Science*, 4(13), 273–280.
- Robb, S. W. G. (1998). The effect of analysts' forecasts on earnings management in financial institutions. *Journal of Financial Research*, 21(3), 315–331. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1998.tb00688.x>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. <https://doi.org/10.4135/9781412964289.n318>
- Sun, J. (2009). Governance role of analyst coverage and investor protection. *Financial Analysts Journal*, 65(6), 52–64. <https://doi.org/10.2469/faj.v65.n6.2>
- Sun, J., & Liu, G. (2016). Does analyst coverage constrain real earnings management? *Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 131–140. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.03.009>
- Xu, B., Li, K., & Zhang, W. (2013). *Empirical Research of the Relevance among Analysts Coverage , Institutional Environment and Earnings Management Earnings management*. 95–102. <https://doi.org/10.1007/978-3-642-38442-4>
- Yu, F. (2008). *Analyst coverage and earnings management*. 88, 245–271. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>

7. ANEXOS

Anexo I - Amostra por país

País	Nº de empresas	(em percentagem)
Alemanha	51	2,26%
Áustria	41	1,81%
Bélgica	95	4,20%
Dinamarca	72	3,18%
Espanha	131	5,79%
Finlândia	102	4,51%
França	383	16,94%
Grécia	85	3,76%
Holanda	78	3,45%
Itália	213	9,42%
Luxemburgo	19	0,84%
Portugal	31	1,37%
Reino Unido	619	27,38%
República da Irlanda	30	1,33%
Suécia	311	13,75%
Total	2 261	100%

Anexo II – Amostra por indústria

Indústria	Nº de empresas	(em percentagem)
<i>Consumer Staples</i>	166	7,34%
<i>Consumer Discretionary</i>	345	15,26%
<i>Energy</i>	84	3,72%
<i>Real Estate</i>	261	11,54%
<i>Industrials</i>	551	24,37%
<i>Materials</i>	176	7,78%
<i>Health Care</i>	191	8,45%
<i>Communication Services</i>	166	7,34%
<i>Information Technology</i>	252	11,15%
<i>Utilities Sector</i>	69	3,05%
Total	2 261	100%

Nota: De acordo com a classificação GICS.

Consumer Staples - venda de comida a retalho, bebidas, tabaco e produtos pessoais e domésticos; **Consumer Discretionary** - automóveis e seus componentes, produtos duradouros, serviços de consumo e retalho; **Energy** - serviços e equipamentos energéticos e combustíveis fósseis e a gás; **Real Estate** - gestão de imobiliário e fundos de investimento em imobiliário; **Industrials** - bens de capital, serviços comerciais e transporte; **Materials** - químicos, materiais de construção, metais, ouro, embalagem e produtos de papel; **Health Care** - serviços e equipamentos de cuidados de saúde, fármacos e biotecnologia; **Communication Services** - serviços de telecomunicações, entretenimento e *media*; **Information Technology** - *software*, *hardware* e semicondutores; **Utilities Sector**- energia, gás, água, energias renováveis.

Fonte: MSCI (<https://www.msci.com/our-solutions/indexes/gics>)

Anexo III – Estatísticas descritivas

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
abs_AEM	11925	0,0570246	0,0917719	0,0352181	0,00000405	5,13337
abs_REM_CFO	11922	0,0788733	0,1132459	0,0524757	0,00000321	6,227023
abs_REM_PROD	13396	0,0714358	0,1060627	0,0461406	0,00000131	6,417267
AEM	11925	-0,0097938	0,1076022	-0,0099578	-1,227909	5,13337
REM_CFO	11922	0,0121575	0,1374712	0,0181253	-6,227023	1,898558
REM_PROD	13396	-0,0084608	0,1275976	-0,0118116	-1,883885	6,417267
Nr_Analistas	24631	4,567699	6,839257	1	0	30
MtB	19801	2,395337	2,778454	1,510955	3,531615	23,95443
Dim	21417	8,629413	0,8429936	8,54066	6,531476	10,86293
RA	20697	0,0278886	0,0852901	0,0351354	-0,5220546	0,2789144
Cresc_Vendas	18096	0,0820584	0,2034774	0,0531016	-0,5461309	1,188813
Alavancagem	20899	0,8185976	1,207257	0,50377	-4,021095	11,06875
Mand_Auditor	6376	4,941891	4,33969	3,875	1	21,91667
Rem_CEO_desemp	6424	0,50467	0,5000171	1	0	1
Dim_Admin	6418	10,26192	3,408427	10	3	31
Indep_Admin	6383	0,567668	0,2022412	0,5625	0	1

Anexo IV – Matriz de correlação

	abs_AEM	abs_REM_CFO	abs_REM_PROD	AEM	REM_CFO	REM_PROD	Nr_Analistas	MtB	Dim	RA	Cresc_Vendas	Alavancagem	Mand_Auditor	Rem_CEO_desemp	Dim_Admin	Indep_Admin
abs_AEM	1,0000															
abs_REM_CFO	0,7647***	1,0000														
abs_REM_PROD	0,5883***	0,7228***	1,0000													
AEM	-	-	-	1,0000												
REM_CFO	-	-	-	-0,7246***	1,0000											
REM_PROD	-	-	-	0,3861***	-0,7169***	1,0000										
Nr_Analistas	-0,1062***	-0,0708***	-0,0631***	-0,0058	0,0969***	-0,1101***	1,0000									
MtB	0,0601***	0,1579***	0,2056***	-0,0008	0,1151***	-0,1756***	0,1386***	1,0000								
Dim	-0,1541***	-0,1485***	-0,1785***	-0,0083	0,0776***	-0,0493***	0,6819***	-0,0481***	1,0000							
RA	-0,0981***	-0,0766***	-0,0577***	0,0716***	0,3961***	-0,5180***	0,1734***	0,2201***	0,1740***	1,0000						
Cresc_Vendas	0,1216***	0,1115***	0,1030***	0,0662***	0,0136	-0,0280***	-0,0660***	0,1493***	-0,1269***	0,0840***	1,0000					
Alavancagem	0,0581***	0,0272***	-0,0788***	0,0027	-0,0622***	0,0473***	0,0477***	0,0000	0,1911***	-0,1045***	-0,0336***	1,0000				
Mand_Auditor	0,0218	0,0312*	0,0699***	0,0443***	-0,0192	-0,0538***	0,0175	0,0542***	-0,0151	0,0344***	0,0137	0,0214	1,0000			
Rem_CEO_desemp	0,0008	-0,0015	0,0271*	0,0160	-0,0280*	-0,0011	0,0490***	0,0616***	-0,0215*	0,0526***	0,0213	-0,0189	0,1366***	1,0000		
Dim_Admin	-0,0664***	-0,0739***	-0,1553***	-0,0447***	0,0634***	-0,0082	0,3351***	-0,1165***	0,5023***	-0,0658***	-0,0496***	0,1616***	-0,0934***	-0,1550***	1,0000	
Indep_Admin	-0,0108	0,0063	0,0154	0,0297*	0,0027	-0,0028	0,1191***	0,0142	0,0974***	0,0442***	-0,0126	-0,0553***	0,0142	0,1599***	-0,2809***	1,0000

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