



Tipo de Gestão de Resultados: Evidência para a EU-15

por

Andreia Daniela de Sousa Garcez

Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientada por:

Professor Doutor Samuel Cruz Alves Pereira

Professor Doutor Elísio Fernando Moreira Brandão

2017

Nota Bibliográfica

Andreia Daniela de Sousa Garcez nasceu a 7 de julho de 1994 e é natural da freguesia de Duas Igrejas, concelho de Penafiel, distrito do Porto.

Em 2012, ingressou a Faculdade de Economia do Porto e, em 2015, licenciou-se em Economia. Nesse mesmo ano, tornou-se aluna do Mestrado em Finanças e Fiscalidade.

Durante o seu percurso universitário, fez parte do departamento de Recursos Humanos da AIESEC - activating the leadership potential of young people – e, em 2016, realizou um Estágio de Verão na Central de Balanços do Banco de Portugal.

Agradecimentos

Em primeiro lugar, agradeço aos meus pais, ao meu irmão e ao meu núcleo familiar por todo o apoio, carinho e dedicação que sempre me proporcionaram.

Agradeço ao Professor Samuel Pereira pela orientação, pela disponibilidade e pelo conhecimento transmitido durante o desenvolvimento deste estudo.

Agradeço também a todos aqueles que fizeram parte do meu percurso escolar e universitário, pois contribuíram para o meu desenvolvimento pessoal e profissional. Em particular, agradeço aos meus amigos por acompanharem-me sempre na luta pelos meus objetivos.

Por fim, dedico este projeto ao meu anjinho que, embora não esteja mais ao meu alcance, estará sempre comigo pela perpetuidade das recordações, do amor e da saudade.

Para a minha avó Luzia!

Resumo

O objetivo deste estudo é analisar o tipo de gestão de resultados praticado pelas empresas cotadas da EU-15. Para tal serão analisados os determinantes da gestão de resultados, particularmente o impacto da situação económica, financeira e institucional ao nível da empresa e ao nível do país.

Usando o modelo de regressão linear múltiplo, o estudo demonstrou que o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas era tendencialmente eficiente antes da crise económica e financeira. No entanto, após 2009, as empresas adotaram tendencialmente uma gestão de resultados oportunista. O estudo demonstrou uma menor importância da *corporate governance* sobre o tipo de gestão de resultados adotado. Os resultados mostraram que as empresas com *financial distress*, melhor desempenho e menor alavancagem estão mais suscetíveis para envolverem-se na gestão de resultados eficiente. As características económicas e financeiras dos países influenciam o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Palavras-chave: Gestão de resultados, rentabilidade futura, accruals discricionários, crise das dívidas soberanas.

Abstract

The purpose of this study is to analyse the type of earnings management that is practiced by listed companies of EU-15. For that, it will be analysed the determinants of earnings management, especially the impact of the economic, financial and institutional situation at a company level and at a country level.

Using the model of multiple linear regressions, the study found that the type of earnings management conducted by these companies tended to be efficient before the economic and financial crisis. However, after 2009, the results showed that companies tended to practise earnings management opportunistically. The study showed less significance of corporate governance on the type of earnings management adopted. Reported results showed that companies with financial distress, better performance and lower leverage are more inclined to choose efficient earnings management than other types of firms. Economic and financial characteristics of the countries have a significant influence on the type of earnings management adopted.

Keywords: Earnings management, future profitability, discretionary accruals, European debt crisis.

Índice

Nota Bibliográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract	iv
Índice	v
Índice de tabelas	vi
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	5
3. Desenvolvimento de hipóteses:	12
3.1. Tipos de gestão de resultados	12
3.2. Tamanho da empresa.....	13
3.3. Desempenho das empresas	14
3.4. Dívida.....	15
3.5. Oportunidades de investimento e de crescimento das empresas	16
3.6. <i>Dividend Yield</i>	16
3.7. <i>Financial Distress</i>	17
3.8. Qualidade de auditoria.....	19
3.9. <i>Corporate Governance</i>	21
3.10. Crise financeira.....	23
4. Metodologia	26
4.1. Seleção da amostra	26
4.2. Modelos de pesquisa	27
4.3. Definição das variáveis.....	29
5. Resultados:	34
5.1. Accruals discricionários e accruals não discricionários	34
5.2. Análise descritiva e matriz de correlação	35
5.3. Resultados da regressão Linear	39
6. Conclusões e sugestões para futuras pesquisas:	51
Referências bibliográficas:	56

Índice de tabelas

Tabela 1: Evolução dos três modelos de divisão dos accruals totais.	34
Tabela 1: Evolução dos três modelos de divisão dos accruals totais.	35
Tabela 2: Estatísticas descritivas.....	36
Tabela 3: Matriz de Correlação	38
Tabela 4: Resultados do modelo (4.1) para o período global	40
Tabela 5: Resultados do modelo (4.1) para o período pré-crise	41
Tabela 6: Resultados do modelo (4.1) para o período de crise	43
Tabela 7: Resultados do modelo (4.2)	45
Tabela 8: Tabela resumo dos resultados de estudos sobre o tipo de gestão de resultados.....	49

1. Introdução

Este estudo analisa o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas cotadas dos países que constituem a União Europeia a quinze membros (EU-15), isto é, investiga se estas empresas envolvem-se numa gestão de resultados eficiente ou oportunista. Para tal serão analisados os determinantes da gestão de resultados, dando particular atenção ao impacto da situação económica, financeira e institucional ao nível da empresa e ao nível do país.

O atual contexto económico, político e social fornece uma oportunidade única para estudar este tema. Por um lado, a União Europeia enfrentou a primeira crise económica e financeira que ocorreu no seio da União Económica e Monetária com especial duração e magnitude. Por outro lado, desde 2005, as empresas europeias cotadas foram obrigadas a elaborar e divulgar as suas demonstrações financeiras seguindo as *International Accounting Standards / International Financial Reporting Standards* (IAS/IFRS), promovendo assim a maior comparabilidade das demonstrações financeiras das diferentes empresas dos diferentes países. Por último, tem sido dada uma maior importância às características sociais, culturais e institucionais de cada país e à influência destas características sobre a situação económica e financeira de cada país e de cada empresa. Existe até alguma perceção pública da superioridade de certas características sociais, culturais e institucionais, em termos económicos e financeiros.

É a este contexto que o presente estudo procura dar repostas. Será que a crise económica e financeira e as maiores dificuldades que, por sua culpa, as empresas tiveram que enfrentar influenciaram a escolha destas empresas quanto ao tipo de gestão de resultados adotar? Será que a adoção das IAS/IFRS, um novo normativo uniforme e aperfeiçoado, impediu que as empresas num período de dificuldades financeiras adotassem uma gestão de resultados oportunista? Serão as características sociais, culturais e institucionais de cada país um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas?

O objetivo primordial das demonstrações financeiras de uma empresa é divulgar periodicamente informações financeiras sobre a empresa, de forma confiável, verdadeira e oportuna, de modo a que todas as partes interessadas possam a partir destas tomar as melhores e mais adequadas decisões económicas. Os princípios contabilísticos

geralmente aceites que guiam a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras permitem diferentes interpretações e a escolha entre diferentes procedimentos contabilísticos consoante aquele que for mais adequado para a realidade da empresa. Assim, aproveitando as vantagens dos efeitos das diferentes escolhas contabilísticas e das diferentes possíveis interpretações, os gestores podem influenciar as demonstrações financeiras conforme o objetivo subjacente pré-definido.

A gestão de resultados ocorre quando os gestores exploram e aproveitam as oportunidades de tomar certas decisões contabilísticas que podem alterar os resultados reportados, enquanto a qualidade dos resultados permite que os investidores determinem a rentabilidade futura de uma empresa ou o seu potencial desempenho futuro (Scott, 2009). A gestão de resultados ocorre dentro dos limites dos princípios contabilísticos geralmente aceites (Rahman e Ali, 2006), tendo como pré-requisito uma intenção que pode ter uma natureza oportunista ou eficiente. Logo, podemos ter dois tipos de gestão de resultados: gestão de resultados eficiente – cujo propósito é transmitir às partes interessadas informações úteis e superiores, melhorando a capacidade informativa dos resultados na comunicação de informação privada – ou, gestão de resultados oportunista – cujo objetivo é maximizar a utilidade da gestão, independentemente da maximização da utilidade dos acionistas da empresa.

Assim, a gestão de resultados poderá fornecer um ambiente informacional mais transparente ou mais opaco, dependendo do impacto da gestão de resultados adotada pelas empresas sobre a qualidade das demonstrações financeiras. Se a gestão de resultados aumentar (diminuir) a qualidade das demonstrações financeiras, então o ambiente informacional tornar-se-á mais transparente (mais opaco).

Os primeiros estudos realizados sobre a gestão de resultados concluíram que esta poderá promover aspetos positivos e negativos, no entanto são poucos os estudos que analisaram diretamente os aspetos positivos da gestão dos resultados. Para tal limitação contribuiu a perceção pública de que a gestão de resultados é oportunisticamente utilizada pelos gestores para alcançarem os seus próprios objetivos privados e esta perceção pública é fruto quer dos escândalos económicos e financeiros que foram descobertos ao longo dos anos, quer das diferentes medidas de combate à gestão de

resultados implementadas ao longo dos anos pelos reguladores, tanto na União Europeia como nos EUA, como resposta a esses escândalos económicos e financeiros.

Os estudos realizados anteriormente sobre este tema forneceram resultados mistos. Alguns estudos encontraram evidências consistentes com a gestão de resultados oportunista como, por exemplo, o estudo de Burgstahler e Dichev (1997) que encontrou que as empresas envolvem-se na gestão de resultados para evitar reportar perdas ou para evitar reportar o declínio dos resultados e o estudo de Balsam et al. (2002) que encontrou uma relação negativa entre os accruals discricionários inesperadas e os retornos das ações em torno da data de anúncio dos resultados. Estes resultados indicam que o mercado vê os accruals discricionários como oportunistas. Por oposição, outros estudos encontraram evidências consistentes com a gestão de resultados eficiente como, por exemplo, o estudo de Subramanyam (1996) que demonstrou que a relação existente entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura é positiva e significativa, o que demonstra uma maior capacidade dos accruals discricionários em comunicar informações privadas sobre a rentabilidade futura da empresa. Os estudos de Gul et al. (2000), Krishnan (2003a), Kothari et al. (2005) e Siregar e Utama (2008) também encontraram evidências consistentes com uma gestão de resultados eficiente.

Este estudo é importante para todos aqueles que utilizam as demonstrações financeiras como fonte de informação para tomar as suas decisões económicas, uma vez que fornece conclusões que permitem compreender quais as características das empresas e dos países que proporcionam uma maior probabilidade das empresas envolverem-se na gestão de resultados eficiente ou na gestão de resultados oportunista. Por outro lado, este estudo é importante porque ajuda a compreender de que forma o tipo de gestão de resultados é influenciado por situações de grande dificuldade económica e financeira como ocorre perante a existência de uma crise ou quando as empresas encontram-se sobre *financial distress*. É também importante, uma vez que permite compreender se o sistema de *corporate governance* de cada país influencia o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Este estudo proporciona vários contributos para a literatura já existente sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Em primeiro lugar, a composição da amostra constitui um contributo para a literatura, uma vez que esta compreende as

empresas cotadas dos países que constituem a UE-15 e compreende o período da recente crise económica e financeira que afetou a União Europeia. Assim, este é o primeiro estudo sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas que analisa conjuntamente mais do que um país e que analisa o impacto da recente crise económica e financeira sobre a escolha das empresas quanto ao tipo de gestão de resultados adotar.

Em segundo lugar, este estudo complementa a literatura já existente ao analisar o efeito conjunto dos diferentes determinantes do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas que até à data foram analisados de forma separada e/ou incompleta.

Em terceiro lugar, este estudo contribui para a literatura sobre o tipo de gestão de resultados por ser o primeiro estudo que, para além de analisar o impacto das características económicas e financeiras das empresas sobre o tipo de gestão de resultados adotado por estas, analisa também o impacto das características económicas e financeiras dos países sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Por último, este estudo analisa as características sociais, culturais e institucionais dos países, de modo a compreender o impacto destas características sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Neste âmbito, o presente estudo substituiu a análise das características do *corporate governance* ao nível de cada empresa pela análise do sistema de *corporate governance* de cada país, proporcionando assim uma análise macroeconómica.

O estudo está dividido da seguinte forma. Na seção 2, encontra-se a revisão da literatura. Na seção 3, são desenvolvidas as hipóteses a testar pelo estudo. A metodologia encontra-se na seção 4, onde são descritos os procedimentos de seleção e tratamento da amostra, são apresentados os diferentes modelos e são definidas as variáveis usadas nos modelos. Na seção 5, encontra-se a análise descritiva e os resultados obtidos. Por fim, a conclusão, as limitações e as recomendações para possíveis investigações futuras encontram-se na última secção.

2. Revisão da Literatura

O objetivo primordial das demonstrações financeiras é divulgar periodicamente informações confiáveis, verdadeiras e oportunas que facilitem a tomada de decisão. A maior qualidade das demonstrações financeiras promove investimentos mais eficazes e com menores riscos em períodos de turbulência, cujas decisões de alocação do capital são afetadas quer pela maior probabilidade do investimento falhar quer pela maior volatilidade do mercado (Kousenidis et al., 2013).

A gestão de resultados ocorre quando os gestores exploram e aproveitam as oportunidades de tomar certas decisões contabilísticas capazes de alterar os resultados reportados pelas empresas com base num objetivo subjacente pré-definido. Uma elevada gestão de resultados está assim associada a uma menor qualidade dos resultados e, por consequência, a uma menor qualidade das demonstrações financeiras.

Os estudos realizados anteriormente sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas apresentaram resultados contraditórios. Alguns estudos encontraram evidências consistentes com a gestão de resultados oportunista como, por exemplo, o estudo de Burgstahler e Dichev (1997) que encontrou que as empresas envolvem-se na gestão de resultados para evitar reportar perdas ou para evitar reportar o declínio dos resultados e o estudo de Balsam et al. (2002) que encontrou uma relação negativa entre os accruals discricionários inesperadas e os retornos das ações em torno da data de anúncio dos resultados. Estes resultados indicam que o mercado vê os accruals discricionários como oportunistas. Por oposição, outros estudos encontraram evidências consistentes com a gestão de resultados eficiente como, por exemplo, o estudo de Subramanyam (1996) que demonstrou que a relação existente entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura é positiva e significativa, o que demonstra uma maior capacidade dos accruals discricionários em comunicar informações privadas sobre a rentabilidade futura da empresa. Os estudos de Gul et al. (2000), Krishnan (2003a), Kothari et al. (2005) e Siregar e Utama (2008) também encontraram evidências consistentes com uma gestão de resultados eficiente.

Os motivos financeiros que incentivam a gestão de resultados são a baixa rentabilidade, a elevada alavancagem, as elevadas necessidades de capital, o facto de as empresas estarem perto de violar uma restrição da dívida e a procura por melhores

resultados, de modo a atender ou ultrapassar as previsões dos analistas ou reforçar a remuneração dos gestores (Iatridis e Kadorinis, 2009). Existem outros fatores que influenciam e incentivam a gestão de resultados como, por exemplo, eventos específicos. Os estudos de Johnson (1999), Conrad et al. (2002), Agarwal et al. (2007), Jenkins et al. (2009), Li et al. (2013) e Strobl (2013) analisaram o ciclo de negócios como um determinante que influencia a gestão de resultados. Estes estudos concluíram que, em períodos de baixas taxas de crescimento ou em períodos de baixa produção, a persistência dos resultados diminui.

O estudo de Chen e Tsai (2010) determinou três fatores motivacionais do envolvimento das empresas na gestão de resultados: a motivação altruísta, a motivação especulativa e a pressão de partes afiliadas. Existem vários fatores que resultam em pressões para a gestão de resultados como, por exemplo, as previsões dos analistas, o acesso ao mercado de dívida, as obrigações contratuais, um mercado de ações ruidoso, as novas transações financeiras, a compensação de gestão e a atenção focada apenas no curto prazo.

Os resultados obtidos a partir dos estudos realizados anteriormente sobre a influência do tamanho da empresa na gestão de resultados não são consistentes. Lee e Choi (2002) descobriram que o tamanho da empresa é um determinante que influencia o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Os estudos mais antigos como Jensen e Meckling (1976) e Watts e Zimmerman (1986) encontraram que as empresas com maior dimensão, como resposta ao maior escrutínio político e regulatório, envolvem-se mais na gestão de resultados oportunista, através da tomada de decisões contabilísticas que diminuem os resultados. Por oposição, os estudos mais recentes como Kinney e McDaniel (1989), Ge e McVay (2005) e Doyle et al. (2007) demonstraram a existência de uma relação positiva entre o tamanho das empresas e a qualidade dos resultados, devido não só aos melhores procedimentos de controlo interno sobre as demonstrações financeiras como também aos maiores custos fixos associados à manutenção destes procedimentos. Do mesmo modo, Lee e Choi (2002) concluíram que as empresas de menor dimensão apresentam uma maior propensão para envolverem-se na gestão de resultados oportunista, de modo a evitar reportar perdas ou evitar reportar o declínio dos resultados.

Quanto ao impacto do desempenho das empresas sobre o tipo de gestão de resultados adotado por estas, os estudos realizados anteriormente apresentaram resultados mistos. Os estudos de Kinney e McDaniel (1989), Petroni (1992), Balsam et al. (1995), DeFond e Park (1997), Keating e Zimmerman (1999) e Doyle et al. (2007) concluíram que as empresas com fraco desempenho tendem a envolverem-se mais na gestão de resultados. Por oposição, DeAngelo et al. (1994) encontraram que o fraco desempenho de uma empresa atua como um mecanismo que limita as oportunidades de envolvimento na gestão de resultados.

Os resultados dos estudos realizados anteriormente sobre o impacto do nível de dívida no tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas são contraditórios. Alguns estudos indicaram que um maior nível de dívida está associado a uma menor qualidade dos resultados, uma vez que os gestores tentam a todo o custo evitar uma violação das restrições da dívida. No entanto, outros estudos que utilizaram *proxies* mais diretas para analisar a proximidade face às restrições da dívida indicaram que os gestores tomam decisões contabilísticas para evitar a todo o custo uma violação destas restrições, mas tal não significa que coloque em causa a qualidade dos resultados reportados. Por outro lado, outros estudos demonstraram que a alavancagem pode desempenhar um mecanismo de controlo externo eficiente que evita o envolvimento excessivo por parte das empresas na gestão de resultados oportunista que prejudicaria a empresa, uma vez que as empresas com elevados níveis de alavancagem apresentam maiores riscos financeiros, maiores riscos de falência (Andrade e Kaplan, 1998) e obtêm financiamento com piores condições quanto as taxas de juro (Shubita e Alsawalhah, 2012).

Os dividendos fazem parte do monitoramento ótimo de uma empresa e são um mecanismo de controlo que ajuda a reduzir a discricionariedade gerencial (Rozeff, 1982). De igual modo, o estudo de Jensen (1986) demonstrou que o dividendo reduz a proporção do *free cash flow* que os gestores têm à sua disposição para desviar para o seu uso pessoal ou para financiar projetos não rentáveis. Por outro lado, Rozeff (1982) e Easterbrook (1984) sugeriram que os maiores dividendos reduzem os custos de agência, porque forçam a administração a procurar financiamento externo, promovendo um exame mais rigoroso sobre as empresas que é realizado pelo mercado.

A qualidade das demonstrações financeiras das empresas cotadas é em certa medida determinada pelos auditores que têm como objetivo final transmitir uma opinião clara e isenta sobre se estas demonstrações financeiras transmitem ou não uma imagem verdadeira e apropriada das empresas. Alguns estudos encontraram que as empresas que são auditadas por uma empresa big-X têm accruals discricionários significativamente menores do que as empresas que são auditadas por uma empresa não big-X (Becker et al., 1998; DeFond e Subramanyam, 1998; Francis et al., 1999 e Kim et al., 2003). Krishnan (2003b) descobriu que os accruals discricionários das empresas auditadas por uma empresa big-6 apresentam uma maior relação positiva com a rentabilidade futura do que os accruals discricionários das empresas auditadas por uma empresa não big-6. Assim, segundo estes estudos, as empresas que são auditadas por uma empresa big-X apresentam uma maior propensão para envolverem-se numa gestão de resultados eficiente do que as empresas que são auditadas por uma empresa não big-X.

Os estudos realizados na Europa sobre a influência das empresas de auditoria big-4 na gestão de resultados apresentaram resultados contraditórios. Van Tendeloo & Vanstraelen (2008) analisaram as empresas privadas europeias durante o período de 1998 e 2002 e concluíram que as empresas auditadas por uma empresa big-4 envolveram-se menos na gestão de resultados do que as empresas que são auditadas por uma empresa não big-4. Por oposição, o estudo de Maijor e Vanstraelen (2006) que considerou as três economias mais avançadas da Europa (França, Alemanha e Reino Unido), durante o período de 1998 e 2002, encontrou que não há evidências de um efeito global da qualidade das empresas big-4 na Europa.

O *financial distress* é uma situação complexa que qualquer empresa pode enfrentar e ocorre quando esta é incapaz de, no futuro próximo, responder a todas as suas obrigações e compromissos. Esta situação poderá levar à reorganização da própria empresa ou até mesmo à sua falência (Ignatov, 2006).

O estudo de Ghazali et al. (2015) demonstrou uma relação negativa entre o *financial distress* e a gestão de resultados, o que demonstra que os gestores estão mais propensos a envolverem-se na gestão de resultados quando as empresas não estão com dificuldades financeiras e o contrário ocorre, quando as empresas apresentam uma má situação financeira. Este resultado é consistente com o estudo de Demirkan e Platt

(2009) que encontrou que a principal razão pela qual as empresas com dificuldades financeiras envolvem-se menos na gestão de resultados é simplesmente porque estas esgotaram os meios que tinham à sua disposição para gerir os resultados antes de a empresa entrar em dificuldades financeiras.

Por oposição, outros estudos realizados anteriormente demonstraram que, perante uma situação de *financial distress*, os gestores ao anteciparem um possível corte no bónus, a possibilidade de serem substituídos e a possibilidade da sua carreira e reputação sofrerem danos (Liberty e Zimmerman, 1986 e Gilson, 1989) envolvem-se na gestão de resultados através da escolha de métodos contabilísticos que aumentam os resultados e ocultam as perdas (Habib et al., 2013).

Como a situação económica, financeira e institucional de cada país determina em grande parte a qualidade da informação contabilística e financeira reportada pelas empresas, é provável que as características económicas, financeiras e institucionais de cada país tenham impacto não só sobre os incentivos à gestão dos resultados, como também sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Uma crescente literatura suporta a ideia de que as diferenças na integridade do mercado e na cultura dos países influenciam a gestão de resultados adotada pelas empresas (Cieslewicz, 2014 e Papanastasopoulos, 2014).

São geralmente identificados dois sistemas de *corporate governance*: o sistema continental e o sistema anglo-saxónico. Estes apresentam características distintas entre si principalmente quanto aos princípios subjacentes, à estrutura da propriedade, ao papel e relevância do mercado de capitais, aos sistemas de remunerações da gestão e ao papel e importância dos diferentes comités das empresas. Na amostra considerada, pode-se identificar o Reino Unido como exemplo máximo do sistema anglo-saxónico e a Alemanha como exemplo máximo do sistema continental.

O estudo realizado por Halaoua et al. (2017) completa a literatura já existente ao confirmar que o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas é influenciado pelas diferenças institucionais entre os dois sistemas. O *value relevance* é menor para as empresas pertencentes a países com sistemas financeiros orientados para bancos, cujo capital é mais concentrado e nos países em que o setor privado não tem uma participação tão ativa na definição das normas. Assim, os estudos realizados

anteriormente demonstraram que o *value relevance* das demonstrações financeiras é menor nos países de sistema continental do que nos países de sistema anglo-saxónico (Ali e Hwang, 2000).

Osma e Noguier (2007) concluíram que os membros do conselho que são independentes podem ter um efeito positivo no *corporate governance*, particularmente em relação à fraude e aos accruals discricionários. O estudo de Adut et al. (2013) demonstrou que as empresas de gestão de resultados preditiva (oportunista) apresentam níveis mais elevados (mais baixos) de salário, bónus ou remuneração total.

Recentemente, o papel dos investidores institucionais tem sido alvo de uma maior atenção, uma vez que estes têm a oportunidade, os recursos e a capacidade para monitorizar, disciplinar e influenciar os gestores (Minow & Monks, 1995). No entanto, os estudos realizados anteriormente apresentaram resultados contraditórios. Por um lado, alguns estudos demonstraram a capacidade dos investidores institucionais para evitar possíveis comportamentos antiéticos e forçar a gestão a concentrar-se no desempenho económico da empresa (Shleifer e Vishny, 1986; McConnell e Servaes, 1990; Guercio e Hawkins, 1999 e Gadhoun, 2000) e, por outro lado, outros estudos demonstraram que os investidores institucionais estão concentrados no desempenho de curto prazo, em detrimento do desempenho a longo prazo da empresa (Demirag, 1998) e outros estudos não encontraram uma associação entre os investidores institucionais e o desempenho da empresa.

O período considerado nesta amostra inclui o período da recente crise económica e financeira que envolveu toda a Europa. Esta foi a primeira crise que ocorreu no seio da União Económica e Monetária com especial duração e magnitude e promoveu um ambiente empresarial caracterizado pela queda do produto interno bruto, pela redução da produção industrial, por menores despesas públicas e pela escassez de liquidez. Neste contexto, as empresas com necessidades de financiamento externo e que lutam contra problemas de escassez de liquidez apresentam fortes incentivos para aumentar a qualidade das suas demonstrações financeiras, de modo a sinalizar ao mercado a sua qualidade e atrair potenciais investidores (Kousenidis et al., 2013).

Strobl (2013) sugeriu que a gestão de resultados é mais frequente nas boas condições económicas do que nas más condições económicas, uma vez que os gestores

estão mais sensíveis ao mau desempenho num período de expansão económica do que num período de recessão económica (Conrad et al., 2002).

Nestes períodos, se a qualidade das demonstrações financeiras diminuir, tal pode alavancar os efeitos negativos de uma crise económica e financeira (Barth e Landsman, 2010). Num regime de elevada gestão de resultados oportunista, a crise financeira pode promover uma crise contabilística motivada pelos incentivos para a gestão de resultados, cuja oportunidade é a turbulência financeira e os meios são os *accruals* discricionários (Kousenidis et al., 2013).

O estudo de Choi et al. (2011) que analisou nove países asiáticos durante a crise financeira asiática demonstrou que a crise promoveu não só uma perda de confiança por parte dos investidores como também um maior envolvimento por parte das empresas numa gestão de resultados oportunista que provocou a diminuição da credibilidade da componente discricionária dos resultados, enquanto tal não aconteceu com a componente não discricionária dos resultados. Chia et al. (2007) encontraram que, durante a crise financeira asiática, as atividades de gestão de resultados diminuíram nas empresas que eram auditadas por uma empresa big-4.

O estudo realizado por Kousenidis et al. (2013) encontrou que as empresas dos cinco países europeus mais afetados pela crise financeira global de 2008 (Espanha, Grécia, Itália, Irlanda e Portugal) reportaram resultados mais oportunos, mais persistentes, mais previsíveis e menos geridos, entre 2008 e 2011. No entanto, o oposto ocorreu nas empresas destes países que apresentavam maiores *accruals* discricionários absolutos durante o período de crise. Assim, durante este período, a qualidade dos resultados diminuiu nas empresas cujos incentivos para a gestão dos resultados eram elevados. Iatridis e Dimitras (2013) estudaram como a crise económica e financeira de 2008 afetou a gestão de resultados e o *value relevance* das demonstrações financeiras destes países e concluíram que os países cujas empresas envolveram-se mais na gestão de resultados para melhorar a sua rentabilidade e liquidez foram Portugal, Itália e Grécia. Para Irlanda, os resultados mostraram uma menor tendência para a gestão dos resultados e, para Espanha, os resultados são inconclusivos.

3. Desenvolvimento de hipóteses:

3.1. Tipos de gestão de resultados

Na literatura podemos encontrar dois tipos de gestão de resultados:

- a. Gestão de resultados eficiente: cujo propósito do gestor é aproveitar o seu poder discricionário para comunicar, através dos resultados reportados, informações úteis e superiores, melhorando assim a capacidade informativa dos resultados na comunicação de informação privada;
- b. Gestão de resultados oportunista: cujo objetivo do gestor é aproveitar o seu poder discricionário para maximizar a sua utilidade pessoal.

Através da análise da capacidade dos accruals discricionários de uma empresa para sinalizar a rentabilidade futura dessa mesma empresa, é possível determinar qual o tipo de gestão de resultados adotado por esta. Assim, se a gestão de resultados adotada é eficiente, então os accruals discricionários apresentarão uma relação positiva e significativa com a rentabilidade futura, mas se a gestão de resultados adotada é oportunista, então os accruals discricionários apresentarão uma relação negativa e significativa ou uma relação insignificativa com a rentabilidade futura.

Os resultados realizados anteriormente sobre o tipo de gestão de resultados adotados pelas empresas apresentaram resultados contraditórios, uma vez que alguns estudos encontraram evidências consistentes com uma gestão de resultados eficiente como, por exemplo, os estudos de Subramanyam (1996), Gul et al. (2000), Krishnan (2003a), Kothari et al. (2005) e Siregar e Utama (2008), enquanto outros estudos encontraram evidências consistentes com uma gestão de resultados oportunista como, por exemplo, os estudos de Gaver et al. (1995), Holthausen et al. (1995), Burgstahler e Dichev (1997) e Balsam et al. (2002). Assim, é desenvolvida a seguinte hipótese:

H1: Existe uma relação entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura de uma empresa.

3.2. Tamanho da empresa

O tamanho da empresa é utilizado como uma *proxy* que analisa a assimetria de informação existente no ambiente informacional. Lee e Choi (2002) encontraram que o tamanho da empresa é um determinante que influencia o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Os estudos realizados anteriormente sobre a influência do tamanho da empresa no tipo de gestão de resultados adotado apresentaram resultados mistos e que dependem não só da natureza da escolha do método contabilístico como também da amostra e da configuração (Hagerman e Zmijewski, 1979; Bowen et al., 1981; Zmijewski e Hagerman, 1981 e Zimmer, 1986).

Os primeiros estudos realizados apresentaram uma relação negativa entre a qualidade dos resultados e o tamanho das empresas, dado que as empresas de maior dimensão, como resposta ao maior escrutínio político e regulatório, adotariam métodos contabilísticos que diminuíssem os resultados (Jensen e Meckling, 1976 e Watts e Zimmerman, 1986). No entanto, os estudos mais recentes encontraram uma relação positiva entre a qualidade dos resultados e o tamanho da empresa, devido aos melhores procedimentos de controlo interno sobre as demonstrações financeiras e aos maiores custos fixos associados à manutenção destes procedimentos (Kinney e McDaniel, 1989; Ge e McVay, 2005 e Doyle et al., 2007).

À medida que as empresas crescem, as informações sobre elas tornam-se cada vez mais acessíveis ao público (Bhattacharya, 2001) e aumenta o número de *stakeholders* que constantemente as examinam de perto. Albrecht e Richardson (1990) encontraram que as grandes empresas estão menos motivadas para suavizar os resultados do que as pequenas empresas. Frankel e Litov (2009) encontraram que o tamanho da empresa pode estar relacionado com uma maior persistência dos resultados, uma vez que indica a força da posição competitiva da empresa. Lee e Choi (2002) encontraram que as empresas pequenas estão mais propensas a gerir oportunisticamente os resultados para evitar divulgar perdas.

Espera-se que as grandes empresas estejam menos motivadas para envolverem-se numa gestão de resultados oportunista do que as pequenas empresas, uma vez que

estão mais expostas ao escrutínio público, têm menor assimetria de informação e mais *stakeholders* que seguem e analisam de perto todas as informações financeiras disponíveis. Assim, é definida a seguinte hipótese:

H2: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior quanto maior for o tamanho da empresa.

3.3. Desempenho das empresas

As empresas que apresentam um baixo desempenho estão mais suscetíveis para envolverem-se em práticas contabilísticas que melhorem os seus resultados reportados? Os estudos realizados anteriormente forneceram resultados contraditórios.

Alguns estudos encontraram que o baixo desempenho de uma empresa é um incentivo para que esta se envolva na gestão de resultados (Kinney e McDaniel, 1989; Petroni, 1992; Balsam et al., 1995; DeFond e Park, 1997; Keating e Zimmerman, 1999; Doyle et al., 2007 e Iatridis e Kadorinis, 2009). Dechow e Dichev (2002) encontraram que a existência de perdas consecutivas poderá originar uma menor qualidade dos resultados e dos accruals. No entanto, por oposição, o estudo de DeAngelo et al. (1994) encontrou que o fraco desempenho sustentado de uma empresa poderá limitar a gestão de resultados.

Os objetivos subjacentes à gestão de resultados podem ser quer a recusa em comunicar o declínio do desempenho da empresa (Ashari et al., 1994) quer a tentativa de aumentar a expectativa dos investidores sobre o desempenho futuro da empresa (Rahman e Abdullah, 2005).

Espera-se que as empresas com fraco desempenho estejam mais suscetíveis para envolverem-se na gestão de resultados oportunista, de modo a evitar reportar o fraco desempenho, ainda que o fraco desempenho sustentado possa atuar como um mecanismo que restringe a gestão de resultados oportunista. Assim, é definida a seguinte hipótese:

H3: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior quanto melhor for o desempenho da empresa.

3.4. Dívida

Os estudos realizados anteriormente mostraram que as empresas com elevada alavancagem financeira e que estão perto de violar uma restrição da dívida envolvem-se mais na gestão de resultados, de modo a aliviar as restrições contabilísticas presentes nos contratos de dívida e de modo a facilitar a renegociação de dívidas durante um período de crise financeira (Haw et al., 2004).

Sobre pressão por parte dos credores para o cumprimento de todas as restrições da dívida, os gestores irão envolver-se na gestão de resultados através da escolha dos métodos e estimativas contabilísticas permitidas (Dechow e Skinner, 2000). Por outro lado, os estudos de Balsam et al. (2002) e Siregar e Utama (2008) encontraram que os credores têm acesso a informações relevantes e oportunas que lhes permitem detetar a gestão de resultados feita por gestores antiéticos.

Van Tendeloo e Vanstraelen (2008) encontraram que a dívida tem impacto na gestão dos resultados em dois sentidos. Por um lado, as empresas têm um maior incentivo para aumentar os resultados, de modo a evitar violar as restrições das dívidas (DeFond e Jiambalvo, 1994). Por outro lado, um nível de alavancagem mais elevado pode levar as empresas com dificuldades financeiras a diminuir os resultados (Becker et al., 1998).

Por oposição, outros estudos consideraram que a alavancagem pode desempenhar um mecanismo de controlo externo eficiente que evita o envolvimento excessivo por parte das empresas na gestão de resultados oportunista que prejudicaria a empresa, uma vez que as empresas com elevados níveis de alavancagem apresentam maiores riscos financeiros (*financial distress* e risco de incumprimento do pagamento das dívidas), maiores riscos de falência (Andrade e Kaplan, 1998) e obtêm financiamento com piores condições quanto as taxas de juro (Shubita e Alsawalhah, 2012).

Em conclusão, existem opiniões contraditórias quanto à capacidade da alavancagem financeira em influenciar, restringir ou desencorajar os gestores a envolverem-se na gestão de resultados. No entanto, espera-se que as empresas que apresentam uma maior alavancagem financeira estejam mais suscetíveis para

envolverem-se na gestão de resultados oportunista, de modo a evitar a todo o custo uma violação das restrições de dívida que levaria a um maior risco de falência das empresas e de modo a obter melhores condições de financiamento. Logo, é definida a seguinte hipótese:

H4: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior quanto menor for a alavancagem financeira da empresa.

3.5. Oportunidades de investimento e de crescimento das empresas

De igual modo, os estudos realizados anteriormente sobre o impacto das oportunidades de investimento e de crescimento das empresas no tipo de gestão de resultados adotado por estas apresentaram resultados contraditórios. Por um lado, os estudos de Penman e Zhang (2002) e Roychowdhury (2006) encontraram uma relação negativa entre o crescimento das empresas e a qualidade dos resultados. Por oposição, Fernandes e Ferreira (2007) encontraram que as empresas com maiores oportunidades de investimento tendem a adotar medidas *standards* e rigorosas de elaboração e divulgação da informação e, logo, estas empresas envolvem-se menos numa gestão de resultados oportunista.

Espera-se que as empresas que apresentam maiores oportunidades de investimento e de crescimento envolvam-se numa gestão de resultados do tipo eficiente, uma vez que estas empresas apresentam maiores necessidades de financiamento, estão sujeitas a uma constante e exigente análise por parte dos *stakeholders* e adotam medidas *standards* e rigorosas de elaboração e divulgação da informação. Logo, é definida a seguinte hipótese:

H5: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior para as empresas com maiores oportunidades de investimento e de crescimento.

3.6. Dividend Yield

De acordo com Rozeff (1982), os dividendos podem ser considerados como um mecanismo de controlo que ajuda a reduzir o poder discricionário dos gestores e um mecanismo de monitoramento ótimo da empresa.

Os estudos de Rozeff (1982) e de Easterbrook (1984) demonstraram que os dividendos mais elevados, ao forçar a gestão a procurar financiamento externo, uma vez que os resultados que seriam retidos são transferidos para os acionistas, promovem um exame mais rigoroso sobre as empresas realizado pelo mercado, o que leva à redução dos custos de agência que, por sua vez, leva a um valor mais elevado da empresa. Por outro lado, Shleifer e Wolfenzon (2002) encontraram que uma melhor proteção legal dos acionistas externos está associada a uma maior distribuição de dividendos.

Espera-se que as empresas que distribuem mais dividendos tenham uma maior suscetibilidade para envolverem-se na gestão de resultados eficiente e, logo, é definida a seguinte hipótese:

H6: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior quanto maior for o nível de dividendos pagos aos acionistas pela empresa.

3.7. *Financial Distress*

O *financial distress* é uma situação complexa que qualquer empresa pode enfrentar e ocorre quando esta é incapaz de, no futuro próximo, responder a todas as suas obrigações e compromissos. Esta situação poderá levar à reorganização da própria empresa ou até mesmo à sua falência (Ignatov, 2006).

A teoria financeira considera que as dificuldades financeiras das empresas podem dever-se a fatores endógenos ou a fatores exógenos. Os fatores de risco internos (endógenos) resultam dos problemas internos à empresa e, por isso, afetam apenas uma única empresa ou um pequeno número de empresas dentro de uma determinada linha de negócio. Um exemplo de um fator de risco endógeno é a má gestão da empresa. Por oposição, os fatores de risco externos (exógenos) são fatores que são difundidos pelo mercado e, por isso, podem afetar todas as empresas no mercado. O deficiente desenvolvimento regulatório, os desastres naturais e as turbulências no mercado de trabalho, financeiro ou de capitais são exemplos de fatores de risco exógenos (Ghazali et al., 2015). Asquith et al (1994) sugeriram três razões pelas quais as empresas podem estar sobre *financial distress*: performance da empresa pobre, performance da indústria pobre e elevados níveis de alavancagem por parte da empresa.

É a rigidez do *financial distress* que determina a finalidade dos accruals discricionários. Se se espera que o *financial distress* seja temporário (permanente), então maior é a probabilidade de adotar accruals discricionários para aumentar (diminuir) os resultados. Para as empresas que entraram em falência, o uso dos accruals discricionários tem como objetivo a redução dos resultados, uma vez que estas empresas estiveram durante anos a gerir positivamente os seus resultados, através de accruals discricionários, de modo a evitar a todo o custo a violação das restrições da dívida, o que levou ao esgotamento dos meios que esta tinha à sua disposição para gerir os resultados.

O presente estudo utiliza o modelo Z-score de Altman para medir a situação financeira das empresas, uma vez que este é o método mais utilizado na medição da situação financeira de uma empresa e é usado para medir o *financial distress* por vários estudos (Maina e Sakwa, 2012).

Os resultados dos estudos realizados anteriormente sobre a influência do *financial distress* no tipo de gestão dos resultados adotado pelas empresas apresentaram igualmente resultados contraditórios. O estudo de Ghazali et al. (2015) apresentou uma relação negativa entre o *financial distress* e a gestão de resultados, o que demonstra que os gestores estão mais propensos a envolverem-se na gestão de resultados quando as empresas não estão com dificuldades financeiras e o contrário ocorre, quando as empresas encontram-se com dificuldades financeiras. Este resultado é consistente com o estudo de Demirkan e Platt (2009) que encontrou que a principal razão pela qual as empresas com dificuldades financeiras envolvem-se menos na gestão de resultados é simplesmente porque estas empresas, antes de entrarem em dificuldades financeiras, tinham já esgotado todos os meios que tinham à sua disposição para gerir os resultados.

Por oposição, o estudo de Li et al. (2011) encontrou que as empresas falidas ou as empresas que encontram-se sobre *financial distress* preferem gerir os resultados de forma oportunista, enquanto as empresas não falidas ou as que não se encontram numa situação de *financial distress* preferem gerir os resultados de forma eficiente.

Esperamos que as empresas que encontram-se sobre *financial distress* estejam menos suscetíveis para envolverem-se na gestão de resultados oportunista, uma vez que estas terão esgotado, durante o período em que apresentaram uma boa situação

financeira, todos os meios que tinham à sua disposição para gerar oportunisticamente os seus resultados. Logo, é definida a seguinte hipótese:

H7: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior para as empresas que encontram-se sobre *financial distress*.

3.8. Qualidade de auditoria

Através da auditoria às contas e da opinião dela resultante, os utilizadores das demonstrações financeiras de uma dada empresa percebem se as informações transmitidas por estas traduzem ou não uma imagem verdadeira e apropriada da empresa. Assim, a maior qualidade da auditoria permite reduzir a assimetria de informação entre os gestores e *stakeholders*, detetar práticas de gestão duvidosas e prever mais facilmente a gestão de resultados oportunista. O estudo de Becker et al. (1998) provou que existe uma relação direta entre a gestão de resultados eficiente e a qualidade de auditoria e Moreira (2006) demonstrou que as empresas com contas auditadas apresentam não só uma menor probabilidade de gerir resultados como também uma maior restrição ao uso da gestão de resultados oportunista.

Uma *proxy* da qualidade de auditoria poderá ser o tamanho do auditor, isto é, se a empresa é auditada por uma empresa big-X ou não. Os estudos realizados anteriormente forneceram resultados contraditórios sobre este tema.

Por um lado, alguns estudos encontraram que as empresas de auditoria mais conceituadas e de maior dimensão estão associadas a uma gestão de resultados mais eficiente (Becker et al., 1998) e, por outro lado, alguns estudos não encontraram evidências de uma relação entre as empresas de auditoria big-4 e o tipo de gestão de resultados adotado (Siregar e Utama, 2008).

Krishnan (2003b) encontrou que os accruals discricionários das empresas que são auditadas por uma empresa big-6 têm uma maior relação positiva com a rentabilidade futura do que os accruals discricionários das empresas não auditadas por uma empresa big-6. Assim, é possível concluir que o tamanho do auditor tem um papel significativo na restrição à gestão de resultados oportunista. O estudo de Chtourou et al. (2001) encontrou que os accruals discricionários apresentados pelas empresas auditadas por uma empresa big-6 são menores do que os accruals discricionários das empresas

que são auditadas por uma empresa não big-6. DeFond e Subramanyam (1998) mostraram que os accruals discricionários das empresas auditadas por uma empresa não big-6 apresentavam ativos superiores em 1,5% face às empresas auditadas por uma empresa big-6. O estudo de Van Tendeloo e Vanstraelen (2008) sobre as empresas privadas europeias, para o período de 1998 a 2002, sugeriu que as empresas auditadas por uma empresa big-4 envolvem-se menos na gestão de resultados do que as empresas auditadas por uma empresa não big-4.

Por oposição, o estudo de Maijor e Vanstraelen (2006) que considerou as três economias mais avançadas da Europa (França, Alemanha e Reino Unido), durante o período de 1998 e 2002, encontrou que não há evidências de um efeito global da qualidade das empresas big-4 na Europa.

Segundo Chtourou et al. (2001), a existência de uma comissão de auditoria permite não só diminuir a falta de veracidade dos dados como também diminuir a probabilidade das empresas envolverem-se na gestão de resultados oportunista. As empresas com comissões de auditoria apresentavam accruals discricionários negativos significativamente mais baixos do que as empresas sem comissões de auditoria, no entanto, os accruals discricionários positivos das empresas com estas comissões não são significativamente mais baixos do que os das empresas sem estas comissões. Os resultados dos estudos que analisam a relação existente entre os accruals discricionários e a independência dos membros que constituem a comissão de auditoria não são tão consensuais. A qualidade mais elevada dos comités de auditoria estão associados com uma menor gestão dos resultados (Krishnan, 2005 e David, 2005).

Assim, esperamos que a maior qualidade de auditoria tenha um impacto negativo sobre a gestão de resultados oportunista e, logo, é definida a seguinte hipótese:

H8: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior nas empresas auditadas por uma empresa big-4.

3.9. Corporate Governance

O conceito de *corporate governance* pode ser definido como o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência (Silva et al., 2006).

São geralmente identificados dois sistemas de *corporate governance*: o sistema continental e o sistema anglo-saxónico. Estes apresentam características distintas entre si principalmente quanto aos princípios subjacentes, à estrutura da propriedade, ao papel e relevância do mercado de capitais, aos sistemas de remunerações da gestão e ao papel e importância dos diferentes comités das empresas. Na amostra considerada neste estudo, pode-se identificar o Reino Unido como exemplo máximo do sistema anglo-saxónico e a Alemanha como exemplo máximo do sistema continental.

O sistema anglo-saxónico tem na sua base a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas e é caracterizado pela propriedade dispersa, por investidores institucionais que, embora individualmente as suas posições acionistas em cada empresa sejam pouco expressivas, geram conjuntamente uma fatia expressiva das ações cotadas dessas empresas. Neste sistema, o alisamento dos interesses entre os acionistas e os gestores é conseguido através da remuneração, uma vez que a remuneração variável é a principal componente da remuneração total dos gestores, cuja magnitude está normalmente associada aos resultados ou à cotação da empresa.

Os conselhos de administração são normalmente integrados por dois tipos de administradores: administradores internos (insiders) e administradores externos (outsiders). No seio do conselho de administração são criados comités supostamente independentes e compostos por administradores executivos.

A nomeação, contratação, despedimento e o acompanhamento do trabalho realizado pelo auditor externo cujo objetivo é assegurar que a informação divulgada esteja adequadamente auditada e que seja merecedora de confiança compete ao comité de auditoria. No entanto, para tal é necessário que este comité seja independente e que

os seus membros tenham consciência e assumam com plenitude a sua função de garantir a fiabilidade da informação reportada. Neste sistema existe também outros comités com responsabilidades específicas como, por exemplo, o comité de fixação de vencimento.

No sistema continental, a propriedade é concentrada, com os bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas. Dado que cabe aos acionistas maioritários a gestão da empresa e a tomada das principais decisões estratégicas, neste sistema, o maior problema reside na proteção dos acionistas minoritários. Dada a menor necessidade de alinhar os interesses entre os gestores e os acionistas, a remuneração fixa é a principal componente da remuneração total dos gestores.

O conselho de administração pode corresponder a um modelo dualista com dois órgãos responsáveis pela administração da empresa ou a um modelo monista, onde existe apenas um único órgão de administração.

Nos países europeus de sistema continental são menores os gastos em auditoria externa, é maior a influência das regras fiscais sobre as medidas de contabilidade financeira (Alte, 2014) e são cada vez mais frequentes comités que têm associadas responsabilidades específicas de inspiração anglo-saxónica (Silva et al., 2006).

Segundo Ali e Hwang (2000), o *value relevance* é menor para as empresas pertencentes aos países com sistemas financeiros orientados para bancos, onde o capital é mais concentrado e nos países em que as entidades do sector privado não estão envolvidas no processo de definição das normas. Assim, o *value relevance* é maior nos países que adotam o sistema anglo-saxónico e menor para aqueles que adotam o sistema continental.

De acordo com Faccio e Lang (2002), nos países *code-law*, as empresas são controladas pela família e os investidores minoritários têm uma proteção fraca, enquanto, nas empresas de países *common-Law*, a propriedade é amplamente dispersa e os investidores minoritários têm uma forte proteção.

De acordo com os estudos realizados anteriormente, espera-se que os países do sistema anglo-saxónico estejam mais suscetíveis para envolverem-se numa gestão de resultados eficiente, uma vez que as demonstrações financeiras das empresas

pertencentes a estes países apresentam tendencialmente um maior *value relevance* e, logo, estas demonstrações financeiras proporcionam tendencialmente uma maior capacidade para prever a rentabilidade futura. Logo, é definida a seguinte hipótese:

H9: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior para as empresas que pertencem aos países de sistema anglo-saxónico.

3.10. Crise financeira

O presente estudo tem como objetivo compreender se a recente crise das dívidas soberanas influenciou ou não a decisão das empresas cotadas da EU-15 quanto ao tipo de gestão de resultados adotar.

Esta é a primeira crise económica e financeira que afetou a União Económica e Monetária (UEM) como um todo, embora com repercussões assimétricas para os diferentes países e para as diferentes empresas. Como mostraram Kuta et al. (2012), as crises financeiras têm fortes efeitos sobre o setor financeiro e sobre o setor da economia real. No âmbito de uma crise, as empresas enfrentam dois tipos de problemas: por um lado, as atividades operacionais das empresas são deterioradas pelas más condições macroeconómicas e, por outro lado, ocorre a escassez de liquidez como resultado do quase colapso dos setores bancários e dos mercados de capitais. Estes dois problemas ao interagirem entre si aumentam as dificuldades das empresas (Kousenidis et al., 2013).

As empresas com grandes necessidades de financiamento externo têm um nível de divulgação mais elevado (Francis et al., 2004). Portanto, as empresas que dependem de financiamento externo e que lutam com problemas de liquidez têm fortes incentivos para, neste período, aumentar a qualidade dos seus relatórios financeiros, de modo a atrair potenciais investidores e a sinalizar a sua qualidade ao mercado (Kousenidis et al., 2013). Por oposição, uma menor qualidade da informação reportada como resultado de uma crise financeira poderá alavancar os efeitos negativos dessa crise financeira (Barth e Landsman, 2010).

Kousenidis et al. (2013) encontraram que, durante o período de crise, há uma redução da gestão de resultados e que os resultados são mais oportunos, mais *value relevance*, mais persistentes e mais previsíveis. No entanto, em período de crise, a

qualidade dos resultados diminuiu para as empresas que apresentavam maiores incentivos para a gestão dos resultados.

Por oposição, Fields et al. (2001) encontraram que, em períodos de crise, as empresas podem ser capazes de aplicar métodos contabilísticos alternativos, de acordo com as suas necessidades e perfis, quer para influenciar os seus resultados reportados, quer para reduzir os seus custos e reforçar a imagem da sua posição financeira.

Johnson (1999) documentou que os resultados são mais persistentes e apresentam uma maior qualidade, quando as taxas de crescimento são elevadas e a produção é alta comparativamente com os resultados que são reportados quando as taxas de crescimento são baixas e a produção é baixa. De acordo com Strobl (2013), durante os períodos florescentes, as empresas têm incentivos para gerar os resultados para cima e, durante o período de recessão, os gestores geralmente têm incentivos para esconder resultados, de modo a satisfazer as necessidades futuras.

Graham et al. (2000) analisaram o impacto da crise financeira asiática de 1997 e concluíram que o *value relevance* das demonstrações financeiras diminuiu após esta data.

Davis-Friday e Gordon (2005) analisaram o impacto da crise monetária mexicana de 1994 sobre o *valor relevance* dos resultados, do valor contabilístico e dos fluxos de caixa, para o período de 1992 a 1997. Encontraram que o poder explicativo do valor contabilístico aumentou no período de crise e, por oposição, o poder explicativo dos resultados diminuiu durante o período de crise, devido à presença de resultados negativos.

Devalle (2012) comparou o período pré-crise (2006-2007) com o período de crise (2008-2009) para os principais índices bolsistas europeus e concluiu que a crise financeira global afetou positivamente o *value relevance* dos resultados e dos resultados líquidos.

Em conclusão, os estudos realizados anteriormente apresentaram resultados contraditórios quanto à influência de um período de crise sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Dado que, perante um período de crise, os investidores são mais sensíveis às dificuldades das empresas e aceitam mais

naturalmente os maus resultados reportados pelas empresas, considera-se que durante um período de crise as empresas envolvam-se na gestão de resultados eficiente. Assim, é definida a seguinte hipótese:

H10: O efeito dos accruals discricionários sobre a rentabilidade futura é maior durante um período de crise económica e financeira.

4. Metodologia

4.1. Seleção da amostra

A amostra considerada neste estudo é constituída por todas as empresas cotadas nos países que compõem a União Europeia a 15 membros (EU-15). São excluídas as empresas cuja atividade principal é a atividade financeira, imobiliária ou telecomunicações, devido às diferentes e específicas regulamentações económicas a que estão sujeitas.

É considerado o período compreendido entre 2005 e 2015. O período da amostra começa em 2005, uma vez que neste ano todas as empresas europeias cotadas foram obrigadas a elaborar e divulgar as suas demonstrações financeiras seguindo as IAS/IFRS, conseguindo-se assim uma homogeneidade quanto às normas subjacentes à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras das empresas cotadas durante o período considerado.

Este período será posteriormente subdividido em outros dois períodos: o período pré-crise (2005-2008) e o período de crise (2009-2015). Dado que no ano de 2009 verificou-se, em termos globais, a maior queda do PIB, considera-se este ano como o ano de transação.

Os dados referentes as características económicas e financeiras das empresas foram recolhidos da base de dados Datastream, enquanto os dados referentes às características económicas e financeiras dos diferentes países foram recolhidos através das bases de dados do Fundo Monetário Internacional e World DataBank.

Foram aplicados os seguintes critérios de seleção:

1. Empresas cotadas durante todo o período da amostra (2005 – 2015);
2. Empresas financeiras, de telecomunicações e de imobiliário são excluídas;
3. Empresas sem dados durante todo o período considerado são excluídas;
4. Empresas com amostra incompleta são excluídas.

Foram também excluídos os outliers das variáveis referentes às características económicas e financeiras das empresas, através da adoção do critério $\pm 3x$ desvio padrão. A amostra final é então constituída por 23619 observações empresa-ano.

4.2. Modelos de pesquisa

Para analisar o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas é utilizada como variável de interesse os accruals discricionários, uma vez que esta medida está mais fortemente relacionada com as três medidas da rentabilidade futura consideradas (isto é, CFO_{t+1} ; $NDNI_{t+1}$ e $\Delta EARN_{t+1}$). Tal é demonstrado por estudos realizados anteriormente como, por exemplo, o estudo de Li et al. (2011) que demonstrou que os accruals discricionários estão significativamente relacionados com as três medidas da rentabilidade futura consideradas, enquanto os atributos da qualidade dos resultados apresentam uma relação insignificante com as medidas da rentabilidade futura. Os resultados de alta qualidade serão um bom indicador do desempenho futuro de uma empresa, no entanto, os resultados de baixa qualidade são insuficientes para prever o desempenho futuro de uma empresa (Francis et al., 2004). Por outro lado, Kallunki e Martikainen (2003) demonstraram que os accruals discricionários são a melhor variável disponível para prever a rentabilidade futura de uma empresa, uma vez que as empresas utilizam os accruals discricionários para gerar os resultados consoante o objetivo subjacente pré-definido.

Dado que os accruals discricionários são uma melhor métrica para prever a rentabilidade futura do que os atributos da qualidade dos resultados são desenvolvidos dois modelos de pesquisa, seguindo os modelos de Subramanyam (1996) e de Siregar e Utama (2008).

O modelo (4.1) permite analisar o tipo de gestão de resultados levado a cabo pelas empresas cotadas pertencentes à EU-15, durante o período compreendido entre 2005 e 2015 (hipótese H1). A variável de interesse são os accruals discricionários (DAC). Se a gestão de resultados for eficiente (oportunista), então o coeficiente associado à variável de interesse β_3 será positivo e significativo (negativo e significativo ou insignificante). As restantes variáveis são variáveis de controlo.

$$X_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 NDAC_{i,t} + \beta_3 DAC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 MRATIO_{i,t} + \beta_8 DY_{i,t} + \beta_9 FD_{i,t} + \beta_{10} GDPpc_{i,t} + \beta_{11} GBONDS_{i,t} + \beta_{12} GDEF_{i,t} + e$$

(4.1)

Para analisar a hipótese H10 é utilizado o modelo (4.1). Este modelo dará origem a duas estimações adicionais que diferem entre si apenas quanto ao período de tempo considerado: uma estimação refere-se ao período pré-crise e a outra estimação refere-se ao período de crise.

O modelo (4.2) é utilizado para testar as hipóteses H2-H9, uma vez que exige compreender em que medida a relação existente entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura é influenciada pelas variáveis referentes à situação económica, financeira e institucional ao nível da empresa e ao nível do país. As variáveis de interação adicionadas neste modelo irão demonstrar o efeito incremental de cada variável sobre a relação existente entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura, isto é, permitirá compreender o efeito incremental de cada variável em análise sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Por outro lado, de modo a controlar a possibilidade de cada variável ter uma influência direta e independente sobre a rentabilidade futura, estas variáveis são também incluídas como variáveis independentes.

$$\begin{aligned}
X_{i,t+1} = & \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t} + \beta_2 NDAC_{i,t} + \beta_3 DAC_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \\
& \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 MRATIO_{i,t} + \beta_8 DY_{i,t} + \beta_9 FD_{i,t} + \beta_{10} GDPpc_{i,t} + \beta_{11} GBONDS_{i,t} + \\
& \beta_{12} GDEF_{i,t} + \beta_{13} SIZE_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{14} ROA_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{15} LEV_{i,t} \times DAC_{i,t} + \\
& \beta_{16} MRATIO_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{17} DY_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{18} FD_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{19} BIG4_{i,t} \times \\
& DAC_{i,t} + \beta_{20} CG_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{21} GDPpc_{i,t} \times DAC_{i,t} + \beta_{22} GBONDS_{i,t} \times DAC_{i,t} + \\
& \beta_{23} GDEF_{i,t} \times DAC_{i,t} + e
\end{aligned}$$

(4.2)

4.3. Definição das variáveis

4.3.1. Rentabilidade futura

A rentabilidade futura $X_{i,t+1}$ é medida através de três variáveis:

- a. CFO_{t+1} : Cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis;
- b. $NDNI_{t+1}$: Resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis. É obtido pela diferença entre o resultado líquido antes dos itens extraordinários e dos dividendos preferenciais e os accruals discricionários;
- c. $\Delta EARN_{t+1}$: Variação do resultado líquido antes dos itens extraordinários e dos dividendos preferenciais do ano seguinte às restantes variáveis.

Estas variáveis são divididas pelo valor do ativo total e são baseadas no estudo de Siregar e Utama (2008).

Enquanto as variáveis CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$ tendem a ter uma natureza estacionária, a variável $\Delta EARN_{t+1}$ permite controlar a natureza estacionária dos accruals discricionários. Por oposição ao cash flow operacional e ao resultado não discricionário que são isentos de accruals discricionários, a variação do resultado líquido contém accruals discricionários e, por isso, esta última variável é menos confiável. Assim, a conclusão final sobre qualquer hipótese será sempre baseada nestas duas variáveis iniciais (Siregar e Utama, 2008).

4.3.2. Accruals discricionários e não discricionários

A gestão de resultados pode ser conseguida pelo uso de accruals. Os accruals totais dividem-se em duas componentes: accruals não discricionários e accruals discricionários. A primeira componente é a componente normal resultante da estimativa realizada pela gestão com base no desempenho económico da empresa, enquanto a segunda componente representa os accruals artificiais que são utilizados para realizar a gestão de resultados.

Os accruals totais são obtidos pela diferença entre o resultado líquido antes dos itens extraordinários e dos dividendos preferenciais e o cash flow operacional. Os accruals não discricionários são os valores ajustados de um modelo que permite a decomposição dos accruals totais nas suas duas componentes e os accruals

discricionários são obtidos pela diferença entre os accruals totais e os accruals não discricionários, isto é, são os resíduos.

Com base no indicador R^2 ajustado, foi escolhido um dos seguintes modelos para decompor os accruals totais nos accruals não discricionários e accruals discricionários. Posteriormente, o modelo escolhido foi estimado separadamente para cada combinação de ano e grupo de empresa (sendo que o grupo de empresa refere-se à dualidade: empresa manufatureira ou empresa não manufatureira).

a. Jones (1991)

$$ACCR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta SALES_{i,t} + \alpha_2 PPE_{i,t} + e_{i,t}$$

Onde,

- ACCR: accruals Totais;
- Δ Sales: variação nas vendas ($Vendas_{t+1} - Vendas_t$);
- PPE: imobilizado bruto

Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo total, de modo a reduzir o possível efeito de escala entre as empresas e as variáveis.

b. Dechow et al. (1996)

$$ACCR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \alpha_2 PPE_{i,t} + e_{i,t}$$

Onde,

- Δ REC: variação nas contas a receber líquidas ($REC_{t+1} - REC_t$);

Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo total, de modo a reduzir o possível efeito de escala entre as empresas e as variáveis.

c. Kasznik (1999)

$$ACCR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 (\Delta SALES_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) + \alpha_2 PPE_{i,t} + \alpha_3 \Delta CFO_{i,t} + e_{i,t}$$

Onde,

- Δ CFO: variação no cash flow operacional ($CFO_{t+1} - CFO_t$);

Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo total, de modo a reduzir o possível efeito de escala entre as empresas e as variáveis.

4.3.3. Tamanho da empresa

Para analisar a influência do tamanho de uma empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado é utilizada a variável SIZE que é definida como o logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano.

4.3.4. Rentabilidade da empresa

Para analisar a influência da rentabilidade de uma empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado é utilizada a variável ROA – *return on assets*.

4.3.5. Dívida

Para analisar a influência da dívida de uma empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado é utilizada a variável LEV que é definida como o rácio entre o montante total da dívida e o ativo total multiplicado por 100.

4.3.6. Oportunidades de crescimento e investimento

Para analisar a influência das oportunidades de crescimento e de investimento de uma empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado é utilizada como variável o rácio *market-to-book* – MRKT - definida como o rácio entre valor de mercado do património ordinário e o valor contabilístico do património ordinário da empresa.

4.3.7. *Dividend Yield*

Para analisar a influência do *dividend yield* sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas é utilizada a variável DY que é definida como dividendo por ação em percentagem do preço por ação.

4.3.8. *Financial Distress*

Existem vários métodos que permitem analisar a condição financeira de uma empresa, no entanto o modelo Z-score de Altman é o método mais popular e que tem sido utilizado em vários estudos para avaliar a condição financeira de uma empresa (Maina e Sakwa, 2012). Para analisar o impacto do *financial distress* sobre o tipo de gestão de

resultados adotado pelas empresas é introduzida a variável FD que é obtida a partir do modelo Z-score de Altman de 1968:

$$Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 1.0 X_5$$

Onde:

- X_1 : Working capital/ativo total;
- X_2 : Resultados retidos/ativo total;
- X_3 : EBIT/ativo total;
- X_4 : Valor contabilístico do capital/valor contabilístico do passivo total;
- X_5 : Receita das vendas/ativo total.

Uma dada empresa encontra-se sobre *financial distress*, se o valor obtido do z-score for $< 1,81$; encontra-se numa zona cinzenta, se o valor obtido do z-score estiver compreendido entre 1,81 e 2,67 e encontra-se sem dificuldades financeiras, se o valor do z-score for > 2.67 .

Assim, FD é uma variável *dummy* que assume o valor um, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário.

4.3.9. Big-4

A qualidade de auditoria é medida pela variável *dummy* BIG4 que assume o valor um, se a empresa é auditada por uma empresa big-4 ou zero, caso contrário. Esta variável é incluída no modelo como uma variável de interação, permitindo analisar o efeito incremental da variável big-4 sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. As quatro empresas consideradas como big-4 são DELOITTE & ASSOCIADOS, SROC S.A.; PricewaterhouseCoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda; Ernst & Young Audit & Associados – SROC, S.A., e KPMG & Associados- Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, S.A.

4.3.10. Corporate Governance

É introduzida a variável *dummy* CG que assume o valor um, se o país baseia-se no sistema anglo-saxónico ou o valor zero, se o país baseia-se no sistema continental. A literatura demonstra uma superioridade do sistema anglo-saxónico face ao sistema continental, pelo que as empresas dos países pertencentes ao sistema anglo-saxónico

deverão apresentar uma maior propensão para envolverem-se na gestão de resultados eficiente do que as empresas dos países pertencentes ao sistema continental. O objetivo é compreender até que ponto às características específicas dos dois sistemas influenciam o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas e se efetivamente há uma superioridade do sistema anglo-saxónico, em termos económicos e financeiros.

4.3.11. Variáveis de controlo ao nível do país

São introduzidas três variáveis de controlo ao nível do país que são: o produto interno bruto *per capita* em paridades de poder de compra a preços constantes (GDPpc), o défice do estado em percentagem do produto interno bruto (GDEF) e a taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado (BONDS).

5. Resultados:

5.1. Accruals discricionários e accruals não discricionários

O modelo utilizado para decompor os accruals totais em accruals não discricionários e em accruals discricionários foi determinado tendo em consideração o valor de R^2 ajustado dos três modelos considerados para o efeito neste estudo. É escolhido o modelo que apresenta um maior valor de R^2 ajustado, uma vez que quanto maior for o valor deste indicador, então as variações ocorridas nas variáveis explicativas explicam uma maior proporção da variação amostral da variável explicada.

Como podemos concluir pela análise da tabela 1, o modelo a utilizar é o modelo de Kasznik (1999), uma vez que este apresenta, em média, um maior valor de R^2 ajustado.

Quanto à correspondência entre o sinal esperado e o sinal obtido para cada modelo, através da tabela 1, podemos concluir que todos os modelos apresentaram uma correspondência semelhante e, por isso, este não foi um determinante da escolha do modelo a seguir.

Os resultados de cada um dos três modelos estão apresentados na tabela 1.

Tabela 1: Evolução dos três modelos de divisão dos accruals totais.

Painel A: R^2 ajustado												
Modelo	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Jones (1991)	0,01	0,01	0,18	0,02	0,00	0,01	0,05	0,01	0,04	0,43	0,01	0,07
Dechow et al. (1995)	0,01	0,01	0,04	0,02	0,00	0,01	0,04	0,01	0,03	0,41	0,01	0,05
Kasznik (1999)	0,05	0,01	0,24	0,13	0,00	0,32	0,17	0,03	0,05	0,45	0,02	0,13

Tabela 1: Evolução dos três modelos de divisão dos accruals totais.

Painel B: Sinal Esperado	
Sinal Esperado	% sinal positivo
Jones (1991)	
Δ Sales (+)	72,73%
PPE (-)	0%
Dechow et al. (1995)	
Δ Sales – Δ Receivables (+)	72,73%
PPE (-)	0%
Kasznik (1999)	
Δ Sales – Δ receivables (+)	72,73%
PPE (-)	0%
Δ CFO (-)	9,09%

5.2. Análise descritiva e matriz de correlação

As estatísticas descritivas estão apresentadas na tabela 2. Em média, as empresas cotadas da EU-15 apresentam um cash flow operacional positivo. O valor médio para as três variáveis dependentes é também positivo. A variável de interesse que permite concluir qual o tipo de gestão de resultados levado a cabo pelas empresas e a variável NDAC apresentam um valor médio negativo.

Em média, 66,04% das empresas da amostra são auditadas por uma empresa big-4 e, em média, 34,11% das empresas da amostra apresentam uma situação financeira de *financial distress*. A amostra é maioritariamente constituída por empresas que pertencem a países que adotam um sistema continental, uma vez que apenas 31,81% das observações pertencem a países que adotam o sistema anglo-saxónico.

O valor médio associado à variável ROA é positivo, o que demonstra que o desempenho operacional das empresas da amostra é, em média, positivo. O valor médio da variável LEV é de 17,89%, o que demonstra que, em média, 17,89% do ativo total das empresas da amostra é financiado por meio de dívida. As empresas consideradas pagam dividendos e o *dividend yield* médio é 2.

Quanto às variáveis ao nível do país, encontramos, no conjunto dos quinze países considerados, um produto interno bruto *per capita* em paridades de poder de

compra a preços constantes médio positivo, um défice público médio negativo e uma taxa de juro das *covered bonds* média de 3,38%.

Tabela 2: Estatísticas descritivas

Variável	Média	Mediana	Valor máximo	Valor mínimo	Desvio Padrão
CFO_{t+1}	0,0534	0,0698	4,4055	-2,4667	0,1479
NDNI_{t+1}	0,0012	0,0179	1,5020	-5,6396	0,1492
ΔEARN_{t+1}	0,0095	0,0034	64,5400	-2,1717	0,6125
CFO	100 739,2821	9 398	3 283 000	-1 923 644	278 719,7959
NDAC	-0,0523	-0,0509	0,5231	-4,3093	0,0598
DAC	-0,0001	0,0113	4,8014	-2,5461	0,1037
SIZE	11,7258	11,5484	17,1253	4,6052	2,1359
ROA	1,6832	4,2600	77,3100	-77,5500	14,6996
LEV	17,8934	16,2900	53,1800	0	14,7577
MRKT	2,8919	1,6400	1 154,6300	0,0100	14,1769
DY	2,0042	1,2500	46,7300	0	2,9449
FD	0,3411	0	1	0	0,4741
BIG4	0,6604	1	1	0	0,4736
CG	0,3181	0	1	0	0,4657
GDPpc	38 696,7427	37 774,9992	95 577,8918	23 746,0846	4 843,4555
BONDS	3,3772	3,2225	22,4983	0,3692	2,1888
GDEF	-3,9212	-3,6000	5,1000	-32,1000	3,6696

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; NDNI_{t+1} = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; ΔEARN_{t+1} = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto.

A tabela 3 contém a matriz de correlação. As variáveis CFO_{t+1} e $\Delta EARN_{t+1}$ apresentam uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%) com os accruals discricionários, o que é consistente com o envolvimento das empresas no alisamento natural dos resultados.

As variáveis SIZE, ROA, MRKT e DY apresentam correlações positivas e significativas (nível de significância de 1%) com CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$, indicando que as empresas com maior dimensão, com melhor desempenho, com maior rácio *market-to-book* e com maior *dividend yield* apresentam uma maior rentabilidade futura. Do mesmo modo, a variável BIG4 apresenta uma correlação positiva e significativa (nível de significância de 1%) com CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$, o que demonstra que as empresas auditadas por uma empresa big-4 apresentam uma maior rentabilidade futura.

Por oposição, a variável FD apresenta uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%) com CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$, indicando que as empresas que encontram-se sobre *financial distress* apresentam uma menor rentabilidade futura. O mesmo ocorre para a variável LEV que apresenta uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 10% e 1%, respetivamente) com CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$.

Quanto às variáveis representantes da situação económica e financeira dos diferentes países, a tabela 3 demonstra uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%) entre BONDS e as três medidas de rentabilidade futura, o que demonstra que as empresas pertencentes a países com maiores taxas de juro das *covered bonds* apresentam uma menor rentabilidade futura. O oposto acontece para as empresas pertencentes a países com um maior crescimento económico, uma vez que existe uma correlação positiva e significativa (nível de significância de 1%) entre GDPpc e CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$.

A variável de interesse DAC apresenta uma correlação positiva e significativa (nível de significância de 1%) com SIZE, ROA e DY, o que demonstra que as empresas com maior dimensão, com melhor desempenho e com maior *dividend yield* tendem a apresentar maiores accruals discricionários. Por oposição, a variável DAC apresenta uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%, 1% e de 5%, respetivamente) com MRKT, FD e CG, indicando que as empresas com maior rácio

market-to-book, que encontram-se sobre *financial distress* e que pertencem a um país anglo-saxónico tendem a apresentar menores accruals discricionários.

Através da tabela 3, encontramos uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%) entre GDPpc e DAC, o que demonstra que as empresas que pertencem a países que apresentam um maior crescimento económico tendem a apresentar menores accruals discricionários do que as empresas que pertencem a países com menor crescimento económico. Os resultados mostram uma correlação negativa e significativa (nível de significância de 1%) entre GDEF e DAC, indicando que as empresas que pertencem a países que apresentam um maior défice público tendem a apresentar menores accruals discricionários do que as empresas que pertencem a países com menor défice público. Por outro lado, as empresas pertencentes a países com maiores taxas de juro das *covered bonds* apresentam maiores accruals discricionários, uma vez que os resultados mostram uma correlação positiva e significativa (nível de significância de 1%) entre BONDS e DAC.

Tabela 3: Matriz de Correlação

	CFO _{t+1}	NDNI _{t+1}	ΔEARN _{t+1}	CFO	NDAC	DAC	SIZE	ROA	LEV	MRKT	DY	FD	BIG4	CG	GDPpc	BONDS	GDEF
CFO _{t+1}	1	0,78 0,00***	(0,03) 0,00***	0,69 0,00***	(0,08) 0,00***	(0,04) 0,00***	0,05 0,00***	0,61 0,00***	0,07 0,00***	(0,03) 0,00***	0,17 0,00***	(0,23) 0,00***	0,14 0,00***	(0,06) 0,00***	0,04 0,00***	(0,02) 0,01**	0,04 0,00***
NDNI _{t+1}	0,80 0,00***	1	0,06 0,00***	0,54 0,00***	(0,06) 0,00***	0,09 0,00***	0,07 0,00***	0,56 0,00***	0,07 0,00***	(0,02) 0,03**	0,17 0,00***	(0,21) 0,00***	0,13 0,00***	(0,07) 0,00***	0,01 0,09*	0,00 0,69	0,03 0,00***
ΔEARN _{t+1}	0,27 0,00***	0,40 0,00***	1	(0,07) 0,00***	0,01 0,49	(0,13) 0,00***	(0,01) 0,32	(0,13) 0,00***	(0,01) 0,50	0,01 0,20	(0,01) 0,29	0,03 0,00***	0,00 0,99	0,00 0,82	0,00 0,55	0,00 0,87	0,00 0,81
CFO	0,75 0,00***	0,62 0,00***	(0,06) 0,00***	1	(0,18) 0,00***	(0,09) 0,00***	0,06 0,00***	0,78 0,00***	0,05 0,00***	(0,06) 0,00***	0,17 0,00***	(0,31) 0,00***	0,14 0,00***	(0,06) 0,00***	0,04 0,00***	(0,01) 0,07*	0,05 0,00***
NDAC	(0,20) 0,00***	(0,19) 0,00***	(0,03) 0,00***	(0,24) 0,00***	1	(0,08) 0,00***	0,00 0,54	(0,07) 0,00***	(0,04) 0,00***	0,00 0,51	(0,03) 0,00***	(0,02) 0,00***	(0,02) 0,02**	0,01 0,10	0,00 0,90	0,00 0,69	0,03 0,00***
DAC	(0,14) 0,00***	0,06 0,00***	(0,22) 0,00***	(0,22) 0,00***	(0,16) 0,00***	1	0,04 0,00***	0,41 0,00***	0,00 0,58	(0,04) 0,00***	0,05 0,00***	(0,12) 0,00***	0,02 0,01**	(0,04) 0,00***	(0,03) 0,00***	0,03 0,00***	(0,01) 0,19
SIZE	0,20 0,00***	0,20 0,00***	(0,02) 0,00***	0,22 0,00***	(0,08) 0,00***	0,07 0,00***	1	0,07 0,00***	0,20 0,00***	(0,02) 0,01**	0,09 0,00***	0,14 0,00***	0,20 0,00***	(0,08) 0,00***	0,02 0,00***	(0,02) 0,04**	0,02 0,00***
ROA	0,62 0,00***	0,63 0,00***	(0,19) 0,00***	0,78 0,00***	(0,09) 0,00***	0,22 0,00***	0,23 0,00***	1	0,06 0,00***	(0,06) 0,00***	0,18 0,00***	(0,35) 0,00***	0,14 0,00***	(0,08) 0,00***	0,03 0,00***	0,01 0,11	0,06 0,00***
LEV	(0,01) 0,07*	(0,04) 0,00***	0,01 0,47	(0,04) 0,00***	(0,12) 0,00***	0,00 0,65	0,41 0,00***	(0,04) 0,00***	1	0,01 0,48	0,08 0,00***	0,36 0,00***	0,10 0,00***	(0,22) 0,00***	(0,10) 0,00***	0,13 0,00***	0,00 0,80
MRKT	0,23 0,00***	0,22 0,00***	0,03 0,00***	0,25 0,00***	0,14 0,00***	(0,13) 0,00***	(0,01) 0,12	0,27 0,00***	(0,12) 0,00***	1	(0,04) 0,00***	0,04 0,00***	0,01 0,11	0,02 0,00***	0,03 0,00***	(0,02) 0,01**	0,05 0,00***
DY	0,29	0,31	(0,01)	0,31	(0,10)	0,10	0,37	0,32	0,12	(0,03)	1	(0,11)	0,09	(0,04)	(0,03)	0,02	(0,07)

	0,00***	0,00***	0,42	0,00***	0,01**	0,00***											
FD	(0,29)	(0,30)	0,09	(0,37)	(0,03)	(0,08)	0,04	(0,42)	0,35	(0,06)	(0,20)	1	(0,02)	(0,07)	(0,13)	0,10	(0,08)
	0,00***																
BIG4	0,14	0,13	0,01	0,14	(0,04)	0,00	0,41	0,14	0,11	0,13	0,17	(0,02)	1	(0,06)	0,16	(0,11)	0,17
	0,00***	0,00***	0,17	0,00***	0,00***	0,88	0,00***										
CG	(0,01)	0,00	0,03	(0,02)	0,01	(0,02)	(0,15)	0,00	(0,24)	0,07	(0,06)	(0,07)	(0,06)	1	(0,19)	(0,03)	(0,47)
	0,36	0,91	0,00***	0,04**	0,26	0,04**	0,00***	0,71	0,00***								
GDPpc	0,10	0,07	(0,01)	0,11	0,05	(0,07)	0,01	0,10	(0,06)	0,20	0,00	(0,14)	0,17	(0,32)	1	(0,46)	0,60
	0,00***	0,00***	0,06*	0,00***	0,00***	0,00***	0,38	0,00***	0,00***	0,00***	0,55	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***
BONDS	(0,07)	(0,05)	(0,06)	(0,04)	0,08	0,02	0,01	0,01	0,12	(0,02)	(0,01)	0,11	(0,06)	0,04	(0,29)	1	(0,23)
	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,17	0,07*	0,00***	0,00***	0,20	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***
GDEF	0,07	0,06	(0,03)	0,10	0,12	(0,06)	0,03	0,11	0,02	0,23	(0,01)	(0,08)	0,16	(0,51)	0,76	(0,08)	1
	0,00***	0,01**	0,00***	0,06*	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***	0,00***							

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; $NDNI_{t+1}$ = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; $\Delta EARN_{t+1}$ = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto. Os números a negrito representam o *p-value* dos coeficientes de correlação.

*** Nível de significância de 1%; ** Nível de significância de 5% e * Nível de significância de 10% (tabela de dupla entrada).

Na parte superior da diagonal encontram-se as correlações Pearson e na parte inferior da diagonal encontram-se as correlações Spearman.

5.3. Resultados da regressão Linear

Para testar a hipótese H1 foram desenvolvidas três regressões correspondentes às três variáveis representantes da rentabilidade futura a partir do modelo (4.1). Por oposição ao cash flow operacional e ao resultado não discricionário, a variação do resultado líquido contém accruals discricionários e, por isso, a conclusão final sobre qualquer hipótese será sempre baseada nestas duas variáveis iniciais, uma vez que estas são mais confiáveis (Siregar e Utama, 2008).

Os resultados destas três regressões estão apresentados na tabela 4. Para as três regressões, o *p-value* do teste F é 0,0000, indicando que o modelo é estatisticamente significativo como um todo. Os valores mais elevados de R^2 ajustado correspondem as regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$ (0,6430 e 0,6038, respetivamente).

O coeficiente associado à variável de interesse β_3 é negativo e significativo (nível de significância de 1%) para as três regressões estimadas, o que demonstra que o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas europeias cotadas durante todo o período da amostra é tendencialmente oportunista.

Tabela 4: Resultados do modelo (4.1) para o período global.

Variável	CFO _{t+1}		NDNI _{t+1}		ΔEARN _{t+1}	
	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>
C	0,127	0,000	0,005	0,890	0,461	0,011
CFO	0,000	0,432	0,000	0,804	0,000	0,815
NDAC	-0,102	0,000	-0,230	0,000	1,441	0,000
DAC	-0,136***	0,000	-0,133***	0,000	-0,444***	0,000
SIZE	0,005	0,000	0,013	0,000	-0,011	0,140
ROA	0,002	0,000	0,002	0,000	-0,006	0,000
LEV	0,000	0,676	0,000	0,564	0,000	0,861
MRKT	0,000	0,497	0,000	0,175	-0,001	0,228
DY	-0,001	0,004	-0,001	0,077	0,000	0,775
FD	0,005	0,048	0,006	0,016	0,002	0,872
GDPpc	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,122
BONDS	-0,002	0,001	-0,002	0,000	-0,001	0,668
GDEF	0,000	0,510	0,000	0,188	0,000	0,877
N	18664		18641		18654	
R ² ajust.	0,6430		0,6038		0,1047	
<i>p-value</i> (F-statist.)	0,000		0,000		0,000	

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; NDNI_{t+1} = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; ΔEARN_{t+1} = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável dummy que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume

o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto. N corresponde ao número de observações empresa-ano após a exclusão dos outliers com o critério de ± 3 desvio padrão

*** Nível de significância de 1%; ** Nível de significância de 5% e * Nível de significância de 10%.

Para analisar especificamente o impacto da crise económica e financeira sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, as três regressões obtidas a partir modelo (4.1) foram novamente estimadas para dois períodos: o período pré-crise que considera os anos compreendidos entre 2005 e 2008 e o período de crise que considera os anos compreendidos entre 2009 e 2015.

A tabela 5 contém os resultados obtidos a partir das três regressões do modelo (4.1) para o período pré-crise. De igual modo, para as três regressões, o *p-value* do teste F é 0,0000, indicando que o modelo é estatisticamente significativo como um todo. O valor de R^2 ajustado é maior nas regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$ (0,7222 e 0,5906, respetivamente).

Através destes resultados, podemos concluir que, antes da crise económica e financeira, as empresas cotadas da EU-15 envolviam-se numa gestão de resultados tendencialmente eficiente, uma vez que o coeficiente associado a variável DAC é positivo e significativo (nível de significância de 1%) nas regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$ que são as variáveis relevantes para retirar qualquer conclusão.

Tabela 5: Resultados do modelo (4.1) para o período pré-crise

Variável	CFO_{t+1}		$NDNI_{t+1}$		$\Delta EARN_{t+1}$	
	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>
C	0,431	0,000	0,566	0,000	0,409	0,039
CFO	0,000	0,730	0,000	0,489	0,000	0,026
NDAC	0,027	0,583	-0,406	0,000	-0,435	0,000
DAC	0,201***	0,000	0,239***	0,000	-0,663***	0,000
SIZE	0,009	0,002	0,019	0,000	-0,001	0,805
ROA	-0,002	0,000	-0,001	0,000	-0,009	0,000

LEV	0,000	0,918	0,000	0,880	0,000	0,690
MRKT	0,000	0,563	0,000	0,710	0,000	0,837
DY	-0,003	0,001	-0,004	0,005	-0,008	0,000
FD	0,007	0,148	0,006	0,349	0,017	0,046
GDPpc	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,127
BONDS	-0,004	0,486	-0,012	0,152	-0,012	0,247
GDEF	0,005	0,000	0,008	0,000	0,007	0,001
N	5814		5812		5813	
R ² ajust.	0,7222		0,5906		0,5122	
<i>p-value</i>						
(F-statist.)	0,000		0,000		0,000	

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; NDNI_{t+1} = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; ΔEARN_{t+1} = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto. N corresponde ao número de observações empresa-ano após a exclusão dos outliers com o critério de ± 3xdesvio padrão.

*** Nível de significância de 1%; ** Nível de significância de 5% e * Nível de significância de 10%

Os resultados obtidos a partir das três regressões do modelo (4.1) para o período de crise estão apresentados na tabela 6. Para estas três regressões, o *p-value* do teste F é 0,0000, indicando que o modelo é estatisticamente significativo como um todo. O valor de R² ajustado é maior nas regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e NDNI_{t+1} (0,6666 e 0,6502, respetivamente).

Estes resultados mostram que, durante o período de crise, as empresas da EU-15 envolveram-se numa gestão de resultados tendencialmente oportunista, dado que o coeficiente associado à variável DAC é negativo e significativo (nível de significância de 1%) nas três regressões estimadas.

Tabela 6: Resultados do modelo (4.1) para o período de crise

Variável	CFO _{t+1}		NDNI _{t+1}		ΔEARN _{t+1}	
	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>
C	0,135	0,000	-0,032	0,419	0,733	0,006
CFO	0,000	0,045	0,000	0,033	0,000	0,865
NDAC	-0,095	0,000	-0,261	0,000	2,233	0,000
DAC	-0,066***	0,000	-0,074***	0,000	-0,517***	0,000
SIZE	0,003	0,061	0,011	0,000	-0,029	0,019
ROA	0,001	0,000	0,002	0,000	-0,007	0,000
LEV	0,000	0,464	0,000	0,384	0,000	0,677
MRKT	0,000	0,211	0,000	0,197	0,000	0,559
DY	-0,001	0,045	0,000	0,270	0,001	0,666
FD	0,006	0,048	0,011	0,001	-0,027	0,200
GDPpc	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,274
BONDS	-0,001	0,318	-0,001	0,253	0,003	0,470
GDEF	-0,001	0,018	-0,002	0,001	0,001	0,766
N	12850		12829		12841	
R ² ajust.	0,6666		0,6502		0,1099	
<i>p-value</i> (F-statist.)	0,000		0,000		0,000	

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; NDNI_{t+1} = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; ΔEARN_{t+1} = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto. N corresponde ao número de observações empresa-ano após a exclusão dos outliers com o critério de ± 3 desvio padrão.

*** Nível de significância de 1%; ** Nível de significância de 5% e * Nível de significância de 10%.

Assim, a recente crise económica e financeira com especial magnitude e duração que afetou a União Europeia como um todo, embora com repercussões assimétricas para os diferentes países e para as diferentes empresas, teve um impacto negativo sobre a qualidade das demonstrações financeiras das empresas, uma vez que as empresas passaram a adotar uma gestão de resultados tendencialmente oportunista, o que tornou o ambiente informacional mais opaco e, conseqüentemente, tal poderá ter alavancado os efeitos negativos da crise económica e financeira (Barth e Landsman, 2010).

Tal pode ser justificado pela maior motivação por parte das empresas para esconderem os efeitos nefastos que a crise provocou, mesmo após a obrigação de elaborar e divulgar as demonstrações financeiras seguindo as IAS/IFRS que deveria ter proporcionado um normativo mais forte e aperfeiçoado incapaz de ser influenciado por situações extremas como a crise das dívidas soberanas. Assim, a hipótese H10 não é confirmada.

Os resultados das três regressões associadas ao modelo (4.2) estão apresentados na tabela 7. Estes resultados permitem analisar a influência dos diferentes determinantes económicos, financeiros e institucionais ao nível da empresa e ao nível país sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Foram realizados testes para concluir se estas regressões deveriam incluir efeitos fixos ou aleatórios, nomeadamente o teste de Hausman, e os resultados obtidos sugeriram a aplicação de efeitos fixos cross-sectional nestas regressões.

O *p-value* do teste F para as três regressões é 0,0000, o que indica que as três regressões são estatisticamente significativas como um todo. Por outro lado, o valor de R^2 ajustado é superior a 0,6 nas duas regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e $NDNI_{t+1}$, o que demonstra uma elevada capacidade explicativa do modelo.

Tabela 7: Resultados do modelo (4.2) para o período global

Variável	Sinal Esperado	CFO _{t+1}		NDNI _{t+1}		ΔEARN _{t+1}	
		Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>	Coefficiente	<i>p-value</i>
C		0,141	0,000	0,020	0,570	0,429	0,018
CFO		0,000	0,749	0,000	0,613	0,000	0,847
NDAC		-0,111	0,000	-0,239	0,000	1,445	0,000
DAC	+/-	-0,781	0,000	-0,799	0,000	-0,897	0,328
SIZE		0,006	0,000	0,013	0,000	-0,010	0,174
ROA		0,002	0,000	0,002	0,000	-0,006	0,000
LEV		0,000	0,701	0,000	0,639	0,000	0,817
MRKT		0,000	0,137	0,000	0,094	0,000	0,774
DY		-0,001	0,004	-0,001	0,075	0,000	0,898
FD		0,005	0,049	0,006	0,020	0,000	0,996
GDPpc		0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,141
BONDS		-0,002	0,001	-0,002	0,000	-0,001	0,709
GDEF		0,000	0,292	0,001	0,089	-0,001	0,785
SIZE*DAC	+	-0,002	0,729	-0,017***	0,003	0,108***	0,000
ROA*DAC	+	0,001***	0,000	0,001***	0,000	0,004***	0,000
LEV*DAC	-	-0,002***	0,000	-0,003***	0,000	0,009***	0,007
MRKT*DAC	+	0,001*	0,060	0,000	0,522	0,009**	0,022
DY*DAC	+	0,003	0,235	0,002	0,379	0,004	0,750
FD*DAC	+	0,083***	0,000	0,056***	0,003	0,052	0,591
BIG4*DAC	+	-0,032*	0,069	-0,004	0,848	-0,235**	0,021
CG*DAC	+	-0,048**	0,024	-0,034	0,147	0,253**	0,036
GDPpc*DAC		0,000***	0,000	0,000***	0,000	0,000	0,344
BONDS*DAC		-0,008	0,197	0,000	0,951	0,015	0,681
GDEF*DAC		-0,025***	0,000	-0,023***	0,000	0,035*	0,063
N		18664		18641		18654	
R ² ajust.		0,6464		0,6068		0,1074	
<i>p-value</i> (F-statist.)		0,000		0,000		0,000	

CFO_{t+1} = cash flow operacional do ano seguinte às restantes variáveis; $NDNI_{t+1}$ = resultado não discricionário do ano seguinte às restantes variáveis; $\Delta EARN_{t+1}$ = variação do resultado líquido do ano seguinte às restantes variáveis; CFO = cash flow operacional; NDAC = accruals não discricionários; DAC = accruals discricionários; SIZE = logaritmo natural do valor da capitalização do mercado no final de cada ano; ROA = *Return on Assets*; LEV = rácio entre a dívida total e o ativo total multiplicada por 100; MRKT = rácio *market-to-book*; DY = *dividend yield*; FD = variável *dummy* que assume o valor 1, se a empresa encontra-se sobre *financial distress* ou zero, caso contrário; BIG4 = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade é auditada por uma empresa BIG4 ou zero, caso contrário; CG = variável *dummy* que assume o valor 1, se a entidade pertence a um país de sistema anglo-saxónico ou zero, caso contrário; GDPpc = Produto Interno Bruto *per capita* em paridades de poder de compra; BONDS = taxa de juro das *covered bonds* da dívida do estado e GDEF = défice do estado em percentagem do produto interno bruto. N corresponde ao número de observações empresa-ano após a exclusão dos outliers com o critério de ± 3 desvio padrão.

*** Nível de significância de 1%; ** Nível de significância de 5% e * Nível de significância de 10%.

Quanto à influência do tamanho da empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, os resultados obtidos são inconclusivos. Na regressão cuja variável dependente é CFO_{t+1} , o coeficiente associado à variável SIZE é negativo e não significativo. No entanto, na regressão cuja variável dependente é $NDNI_{t+1}$, este coeficiente é negativo e significativo (nível de significância de 1%). Assim, não podemos confirmar a hipótese H2.

A hipótese H3 é confirmada pelos resultados, uma vez que as três regressões apresentam uma relação positiva e significativa (nível de significância de 1%) entre ROA e as três medidas da rentabilidade futura. Tal leva-nos a concluir que as empresas com melhor desempenho envolvem-se mais significativamente numa gestão de resultados eficiente do que as empresas com pior desempenho

Quanto à influência do montante total da dívida sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, a hipótese H4 é confirmada, uma vez que nas duas primeiras regressões a relação existente entre LEV e as respetivas medidas da rentabilidade futura é negativa e significativa (nível de significância de 1%). Este resultado é consistente com os estudos que demonstraram que as empresas com uma elevada alavancagem estão mais suscetíveis para envolverem-se numa gestão de resultados oportunista do que as empresas com um baixo nível de alavancagem, de

modo a evitar a todo o custo violar as restrições da dívida e de modo a tentar obter melhores condições de financiamento.

A hipótese H5 é confirmada pelos resultados das regressões cujas variáveis dependentes são CFO_{t+1} e $\Delta EARN_{t+1}$, uma vez que o coeficiente associado à variável MRKT é positivo e significativo (nível de significância de 10% e 5%, respetivamente). Relativamente, à regressão cuja variável dependente é $NDNI_{t+1}$, o coeficiente é positivo mas não significativo. Dado que a regressão que apresenta um maior R^2 ajustado é a regressão cuja variável dependente apresenta uma relação significativa com MRKT, então podemos concluir que as empresas que apresentam maiores oportunidades de crescimento e de investimento envolvem-se mais significativamente na gestão de resultados eficiente do que as empresas que apresentam menores oportunidades de crescimento e de investimento.

A hipótese H6 também não é confirmada pelos resultados, o que indica que o *dividend yield* não é um determinante do tipo de gestão de resultados levado a cabo pelas empresas europeias cotadas. Tal pode ser justificado pelo facto de que o maior dividendo distribuído pelas empresas aos acionistas não se traduz numa maior necessidade de financiamento externo. Assim, não irá ocorrer um estudo mais rigoroso sobre as empresas realizado pelo mercado que poderia limitar (incentivar) a gestão de resultados oportunista (eficiente) e, logo, os dividendos anunciados e pagos não são um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Os resultados reportados demonstraram que a situação financeira da empresa é um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, uma vez que nas duas primeiras regressões o coeficiente associado à variável FD é positivo e significativo (nível de significância de 1%). Este resultado é consistente com o estudo de Demirkan e Platt (2009) que encontrou que a principal razão pela qual as empresas com dificuldades financeiras envolvem-se menos na gestão de resultados é simplesmente porque estas esgotaram os meios que tinham à sua disposição para gerir os resultados antes de a empresa entrar em dificuldades financeiras. Tal resultado é também consistente com o estudo de Ghazali et al. (2015) que demonstrou que os gestores estão mais propensos a envolverem-se oportunisticamente na gestão de

resultados, quando as empresas não estão com dificuldades financeiras e o contrário ocorre, quando as empresas apresentam uma má situação financeira.

Assim, podemos concluir que as empresas que encontram-se sobre *financial distress* estão mais suscetíveis para envolverem-se numa gestão de resultados eficiente do que as empresas que apresentam uma saudável situação financeira. A hipótese H7 é assim confirmada pelos resultados.

Quanto à influência das empresas de auditoria sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, as duas regressões iniciais apresentam um coeficiente negativo, embora este seja apenas significativo (nível de significância de 10%) na regressão cuja variável dependente é CFO_{t+1} que é a regressão que apresenta um maior poder explicativo. Assim, as empresas que são auditadas por uma empresa big-4 não apresentam uma maior propensão para envolverem-se na gestão de resultados eficiente do que as empresas que são auditadas por uma empresa não big-4. Tal resultado é consistente com alguns estudos realizados anteriormente, uma vez que estes não encontraram um efeito positivo do tamanho do auditor sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas como, por exemplo, o estudo de Siregar e Utama (2008). Logo, a hipótese H8 não é confirmada pelos resultados.

Os resultados reportados são inconsistentes quanto à variável CG, uma vez que embora nas duas regressões iniciais o coeficiente relevante seja negativo, este é apenas significativo (nível de significância de 5%) na regressão cuja variável dependente é CFO_{t+1} . Ao longo dos anos foram evidenciadas algumas características do sistema anglo-saxónico que são consideradas superiores, em termos económicos e financeiros, face às características do sistema continental como, por exemplo, a existência de diversos comités independentes e com responsabilidades específicas e estas características foram adotadas pelos países do sistema continental ao longo dos anos, pelo que a dualidade quanto ao sistema de *corporate governance* não é tão intrínseca como era anteriormente e, por isso, é natural que os resultados apresentem conclusões contraditórias quanto ao impacto do *corporate governance* sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Quanto à influência das características económicas e financeiras dos países sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, as variáveis que

apresentam uma relação significativa com a rentabilidade futura são o PIB *per capita* em paridades de poder de compra a preços constantes e o défice público em percentagem do PIB.

Nos países cujo PIB *per capita* é maior, as empresas estão mais suscetíveis à adoção de uma gestão de resultados eficiente do que as empresas cujo PIB *per capita* é menor. Por outro lado, nos países com menores défices públicos, as empresas apresentam uma maior propensão à adoção de uma gestão de resultados eficiente do que as empresas que pertencem a países com elevados défices públicos.

O ambiente económico e financeiro de cada país influencia o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, mas o mesmo não se pode concluir quanto ao ambiente institucional e regulatório, uma vez que neste aspeto os resultados foram inconsistentes. Tal resultado é justificado pela aproximação entre os dois sistemas de *corporate governance* que tem ocorrido ao longo dos anos.

Tabela 8: Tabela resumo dos resultados obtidos de estudos sobre a gestão de resultados e sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Variável	Resultado obtido no presente estudo	Estudos anteriores concordantes com o resultado deste estudo	Estudos anteriores discordantes com o resultado deste estudo
DAC_{pré-crise}	Relação positiva e significativa com a rentabilidade futura. Gestão de resultados eficiente	Subramanyam, 1996; Gul et al., 2000; Krishnan, 2003a; Kothari et al., 2005; Siregar e Utama, 2008.	Gaver et al., 1995; Holthausen et al., 1995; Burgstahler e Dichev, 1997; Balsam et al., 2002.
DAC_{crise}	Relação negativa e significativa com a rentabilidade futura. Gestão de resultados oportunista.	Johnson, 1999; Graham et al., 2000; Fields et al., 2001; Davis-Friday e Gordon 2005; Choi et al., 2011; Persakis e Iatridis, 2015.	Devalle, 2012; Kousenidis et al., 2013.
SIZE	Relação negativa com rentabilidade futura	Relação positiva entre SIZE e rentabilidade futura: Kinney e McDaniel, 1989; Albrecht e Richardson, 1990; Lee e Choi, 2002; Ge e McVay, 2005;	Relação negativa entre SIZE e rentabilidade futura: Jensen e Meckling, 1976; Watts e Zimmerman, 1986.

		Doyle et al., 2007; Frankel e Litov, 2009.	
ROA	Relação positiva e significativa com rentabilidade futura.	Kinney e McDaniel, 1989; Petroni, 1992; Balsam et al., 1995; DeFond e Park, 1997; Keating e Zimmerman, 1999; Dechow e Dichev, 2002; Doyle et al., 2007; Iatridis e Kadorinis, 2009.	DeAngelo et al., 1994: o fraco desempenho sustentado de uma empresa pode limitar a gestão de resultados.
LEV	Relação negativa e significativa com rentabilidade futura.	Watts e Zimmerman, 1986; Dechow e Skinner, 2000; Haw et al., 2004; Iatridis e Kadorinis, 2009.	Andrade e Kaplan, 1998; Shubita e Alsawalhah, 2012.
MRKT	Relação positiva com rentabilidade futura.	Fernandes e Ferreira, 2007.	Penman e Zhang, 2002; Roychowdhury, 2006.
DY	Relação positiva e insignificativa com rentabilidade futura.	Easterbrook, 1984; Rozeff, 1982; Jensen, 1986.	
FD	Relação positiva e significativa com rentabilidade futura.	Demirkan e Platt, 2009; Strobl, 2013; Ghazali et al., 2015.	Li et al., 2011; Habib et al., 2013.
BIG4	Relação negativa com rentabilidade futura.	Maijoor e Vanstraelen, 2006; Siregar e Utama, 2008.	Chtourou et al., 2001; Krishnan, 2003b; Van Tendeloo e Vanstraelen, 2008.
CG	Relação negativa com rentabilidade futura.		Ali e Hwang, 2000: <i>value relevance</i> dos resultados maior no sistema anglo-saxónico.
GDPpc	Relação positiva e significativa com rentabilidade futura.		
BONDS	Relação insignificativa com rentabilidade futura.		
GDEF	Relação negativa e significativa com rentabilidade futura.		

6. Conclusões e sugestões para futuras pesquisas:

O presente estudo pretendia analisar o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas cotadas na EU-15 e, simultaneamente, analisar de que forma as diferentes especificidades económicas, financeiras e institucionais de cada empresa e de cada país influenciam o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Para alcançar tal objetivo foram desenvolvidos dois modelos que permitiram não só compreender qual a relação existente entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura de uma empresa, como também compreender qual o efeito incremental das diferentes características económicas, financeiras e institucionais das empresas e dos países sobre esta relação. É possível identificar o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas através desta relação, uma vez que se a relação estabelecida for positiva e significativa, então a gestão de resultados adotada é eficiente e, logo, os gestores conseguiram transmitir às partes interessadas, através dos resultados reportados, informações privadas úteis e oportunas, levando a uma maior capacidade por parte dos interessados em prever a rentabilidade futura da empresa. O oposto ocorre se esta relação for negativa e significativa ou insignificativa, o que demonstra que a empresa adotou uma gestão de resultados oportunista.

Os resultados obtidos a partir do modelo (4.1) permitiram concluir que as empresas cotadas da EU-15, durante o período compreendido entre 2005-2015, adotaram tendencialmente uma gestão de resultados oportunista, uma vez que a relação encontrada entre os accruals discricionários e a rentabilidade futura é negativa e significativa (nível de significância de 1%) para as três regressões. No entanto, os resultados deste estudo demonstraram que a gestão de resultados só se tornou oportunista durante o período da crise económica e financeira, uma vez que, no período pré-crise, o coeficiente associado à variável DAC é positivo e significativo (nível de significância de 1%), o que demonstra a existência de uma gestão de resultados eficiente antes da crise.

É de salientar que este período compreende a recente crise das dívidas soberanas que promoveu um complicado e difícil ambiente económico e financeiro para todas as empresas desta amostra, embora com repercussões assimétricas para as diferentes empresas e para os diferentes países, o que pode ter promovido uma maior propensão à

adoção de uma gestão de resultados oportunista, de modo a esconder um pior desempenho e evitar a todo o custo as consequências associadas a esse pior desempenho.

Neste período, as empresas cotadas europeias foram ainda obrigadas a elaborar e divulgar as suas demonstrações financeiras seguindo as IAS/IFRS, pelo que este novo normativo mais forte e aperfeiçoado permitiu ainda que um evento extremo como a crise económica e financeira determinasse e influenciasse o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas e, logo, determinasse e influenciasse a qualidade das demonstrações financeiras.

Os resultados foram inconclusivos quanto à influência do tamanho da empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado. Tal é consistente com a literatura anterior que ainda não proporcionou um consenso unânime sobre o impacto desta característica no tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Os resultados obtidos quanto ao impacto do desempenho da empresa sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas estão de acordo com os estudos realizados anteriormente por Kinney e McDaniel (1989), Petroni (1992), Balsam et al. (1995), DeFond e Park (1997), Keating e Zimmerman (1999), Dechow e Dichev (2002), Doyle et al. (2007) e Iatridis e Kadorinis (2009) que concluíram que o pior desempenho constitui um incentivo para a gestão de resultados oportunista.

Quanto ao impacto do nível da dívida sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, os resultados obtidos são consistentes com os estudos realizados anteriormente por Watts e Zimmerman (1986), Haw et al. (2004) e Iatridis e Kadorinis (2009) que demonstraram que as empresas que apresentam um elevado nível de alavancagem estão mais suscetíveis para envolverem-se na gestão de resultados oportunista do que as empresas cuja alavancagem é baixa.

De acordo com o estudo de Fernandes e Ferreira (2007), os resultados demonstraram que as empresas que apresentam maiores oportunidades de crescimento e de investimento adotam tendencialmente uma gestão de resultados mais eficiente do que as empresas que têm menores oportunidades. Este resultado pode ser justificado pelo facto destas empresas apresentarem maiores necessidades de financiamento, estarem

suscetíveis a uma constante e exigente análise por parte dos *stakeholders* e adotarem medidas *standards* e rigorosas de elaboração e divulgação da informação.

Os resultados obtidos indicaram que o *dividend yield* não é um determinante do tipo de gestão de resultados levado a cabo pelas empresas europeias cotadas. Tal pode ser justificado pelo facto de que se o maior dividendo distribuído pela empresa aos acionistas não repercutir-se numa maior necessidade de financiamento externo, então não irá ocorrer um estudo mais rigoroso sobre as empresas realizado pelo mercado que poderia limitar (incentivar) a gestão de resultados oportunista (eficiente) e, logo, os dividendos anunciados e pagos não são um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Os resultados deste estudo demonstraram que não há uma maior propensão à gestão de resultados eficiente por parte das empresas auditadas por uma empresa big-4 comparativamente com as empresas que são auditadas por uma empresa não big-4. Tal é consistente com os resultados obtidos a partir dos estudos realizados anteriormente por Maijoor e Vanstraelen (2006) e Siregar e Utama (2008).

Os resultados obtidos permitiram concluir que a situação financeira de uma empresa é um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, uma vez que as empresas que encontram-se sobre *financial distress* envolvem-se tendencialmente mais numa gestão de resultados eficiente do que as empresas que apresentam uma boa situação financeira. Este resultado está de acordo com os estudos de Demirkan e Platt (2009) e Ghazali et al. (2015).

Foi também analisado de que forma as características económicas, financeiras e institucionais de cada país influencia o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Os resultados obtidos permitiram concluir que o produto interno bruto *per capita* e o défice público influenciam significativamente o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. As empresas localizadas nos países com maior crescimento económico apresentam uma maior propensão à adoção de uma gestão de resultados eficiente do que as empresas localizadas em países com menor crescimento económico. Por outro lado, as empresas cotadas em países com baixos défices públicos apresentam uma maior propensão à adoção de uma gestão de resultados eficiente do que as empresas cotadas em países com elevados défices públicos.

O ambiente económico e financeiro de cada país influencia significativamente a escolha de cada empresa quanto ao tipo de gestão de resultados adotado, mas o mesmo não se pode concluir quanto ao ambiente institucional e regulatório, uma vez que os resultados reportados demonstraram que o sistema de *corporate governance* de cada país não é um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Este estudo proporciona novos conhecimentos sobre o impacto das diferentes características económicas, financeiras e institucionais de cada empresa e de cada país sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas. Os resultados obtidos contribuem para que seja alcançado um consenso quanto ao impacto destas características sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas, uma vez que os estudos realizados anteriormente apresentaram resultados contraditórios entre si. Contribui também para demonstrar que a crise económica e financeira teve efeitos negativos sobre a qualidade das demonstrações financeiras, uma vez que as empresas passaram a adotar tendencialmente uma gestão de resultados oportunista, mesmo após a adoção de um novo normativo que permitiu que um evento tão extremo e difícil como a crise económica e financeira determinasse e influenciasse o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Este estudo contribui ainda para a literatura sobre o tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas ao demonstrar que o sistema de *corporate governance* não é um determinante do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas e que, por oposição, o PIB *per capita* e o défice público de cada país influenciam a escolha do tipo de gestão de resultados adotado pelas empresas.

Quanto a possíveis melhoramentos para este estudo ou possíveis recomendações para outras investigações, é possível que sejam utilizadas outras metodologias para separar os accruals totais em accruals discricionários e não discricionários e podem ser usadas outras metodologias para identificar as empresas que encontram-se sobre *financial distress*. Por outro lado, neste estudo as características do *corporate governance* das empresas foram substituídas pelas características do *corporate governance* de cada país, uma vez que o objetivo do estudo era analisar estas características numa vertente macroeconómica. No entanto, outros estudos poderão tentar conciliar estes dois grupos de características, de modo a compreender se o

impacto destas características a nível micro e macroeconómico sobre o tipo de gestão de resultados adotado é diferente. Esta amostra compreende os países que constituem a EU-15, no entanto pode ser utilizada uma amostra maior como, por exemplo, a nível mundial ou, por oposição, uma amostra menor que considere, por exemplo, os países que tiveram maiores dificuldades económicas, financeiras e sociais durante o período de crise. Por outro lado, poderão ser desenvolvidos novos estudos que analisem as empresas do setor financeiro, imobiliário ou das telecomunicações, uma vez que estas empresas foram retiradas deste estudo por estarem sujeitas a diferentes e específicas regulamentações económicas.

Referências bibliográficas:

- Adut, D., Holder, A. D., & Robin, A. (2013), "Predictive versus opportunistic earnings management, executive compensation, and firm performance", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 32(3), pp. 126-146.
- Agarwal, S., Chomsisengphet, S., Liu, C., & Ghon Rhee, S. (2007), "Earnings management behaviors under different economic environments: Evidence from Japanese banks", *International Review of Economics and Finance*, Vol. 16(3), pp. 429.
- Albrecht, W. D., & Richardson, F. M. (1990), "Income Smoothing by economy sector", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 17(5), pp. 713-730.
- Ali, A., & Hwang, L. S. (2000), "Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data", *Journal of Accounting Research*, Vol. 38(1), pp. 1-21.
- Alte, M. (2014), *The effects of global financial crisis on the value relevance of accounting information: Portuguese evidence*. (Master in Finance), Faculdade de Economia do Porto, Universidade do Porto, Porto.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998), "How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed". *The Journal of Finance*, Vol. 53(5), pp. 1443-1493.
- Ashari, N., Koh, H. C., Tan, S. L., & Wong, W. H. (1994), "Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore", *Accounting and business research*, Vol. 24(96), pp. 291-301.
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994), "Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109(3), pp. 625-658.
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002), "Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings", *Journal of Accounting Research*, Vol. 40(4), pp. 987-1012.
- Balsam, S., In-Mu, H., & Lilien, S. B. (1995), "Mandated accounting changes and managerial discretion", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 20(1), pp. 3.
- Barth, M. E., & Landsman, W. R. (2010), "How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?", *European Accounting Review*, Vol. 19(3), pp- 399-423.
- Becker, C. L., DeFond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998), "The effect of audit quality on earnings management", *Contemporary accounting research*, Vol. 15(1), pp. 1-24.
- Bhattacharya, N. (2001), "Investors' Trade Size and Trading Responses around Earnings Announcements: An Empirical Investigation", *The Accounting Review*, Vol. 76(2), pp. 221-244.
- Bowen, R. M., Noreen, E. W., & Lacey, J. M. (1981), "Determinants of the corporate decision to capitalize interest", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3(2), pp. 151-179.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 24(1), pp. 99.
- Chen, M. C., & Tsai, Y. C. (2010), "Earnings management types and motivation: A study in Taiwan", *Social Behavior and Personality: an international journal*, Vol. 38(7), pp. 955-962.
- Chia, Y. M., Lapsley, I., & Lee, H. W. (2007), "Choice of auditors and earnings management during the Asian financial crisis", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22(2), pp. 177-196.

- Choi, J. H., Kim, J. B., & Lee, J. J. (2011), "Value relevance of discretionary accruals in the Asian financial crisis of 1997–1998", *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 30(2), pp. 166-187.
- Chtourou, S. M., Bedard, J., & Courteau, L. (2001), "Corporate governance and earnings management".
- Cieslewicz, J. K. (2014), "Relationships between national economic culture, institutions, and accounting: Implications for IFRS", *Critical Perspectives on Accounting*, Vol. 25(6), pp. 511-528.
- Conrad, J., Cornell, B., & Landsman, W. R. (2002), "When Is Bad News Really Bad News?", *The Journal of Finance*, Vol. 57(6), pp. 2507-2532.
- David, B. F. (2005), "Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter?", *The Accounting Review*, Vol. 80(2), pp. 539-561.
- Davis-Friday, P. Y., & Gordon, E. A. (2005), "Relative Valuation Roles of Equity Book Value, Net Income, and Cash Flows during a Macroeconomic Shock: The Case of Mexico and the 1994 Currency Crisis", *Journal of International Accounting Research*, Vol. 4(1), pp. 1-21.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D. J. (1994), "Accounting choice in troubled companies", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17(1), pp. 113-143.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol. 77, pp. 35-59.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000), "Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators", *Accounting horizons*, Vol. 14(2), pp. 235-250.
- 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*, Vol. 13(1), pp. 1-36.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17(1), pp. 145-176.
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997), "Smoothing income in anticipation of future earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23(2), pp. 115-139.
- DeFond, M. L., & Subramanyam, K. R. (1998), "Auditor changes and discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25(1), pp. 35-67.
- Demirag, I. S. (1998), "Corporate Governance, Accountability, and Pressure to Reform: An International Study", *JAI Press*, Stamford, CT.
- Demirkan, S., & Platt, H. (2009), "Financial status, corporate governance quality, and the likelihood of managers using discretionary accruals", *Accounting Research Journal*, Vol. 22(2), pp. 93-117.
- Devalle, A. (2012), "Value relevance of accounting data and financial crisis in Europe: an empirical analysis", *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 2(2), pp. 201.
- Doyle, J. T., Ge, W., & McVay, S. (2007), "Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting", *The Accounting Review*, Vol. 82, pp. 1141-1170.
- Easterbrook, F. H. (1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *The American Economic Review*, Vol. 74(4), pp. 650-659.
- Faccio, M., & Lang, L. H. P. (2002), "The ultimate ownership of Western European corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 65(3), pp. 365-395.
- Fernandes, N., & Ferreira, M. A. (2007), "The evolution of earnings management and firm valuation: a cross-country analysis".
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001), "Empirical research on accounting choice", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31(1), pp. 255-307.

- Francis, J., LaFond, R., Per, M. O., & Schipper, K. (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review*, Vol. 79(4), pp. 967-1010.
- Francis, J. R., Maydew, E. L., & Sparks, H. C. (1999), "The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals", *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 18(2), pp. 17-34.
- Frankel, R., & Litov, L. (2009), "Earnings persistence", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 47(1-2), pp. 182-190.
- Gadhoum, Y. (2000), *The consequences of ownership structure and corporate governance on competitiveness*. Working Paper. Universite du Quebec.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., & Austin, J. R. (1995), "Additional evidence on bonus plans and income management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19(1), pp. 3-28.
- Ge, W., & McVay, S. (2005), "The Disclosure of Material Weaknesses in Internal Control after the Sarbanes-Oxley Act", *Accounting Horizons*, Vol. 19(3), pp.137-158.
- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015), "Earnings Management: An Analysis of Opportunistic Behaviour, Monitoring Mechanism and Financial Distress", in 7th international conference on financial criminology 2015, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 28, pp. 190-201, Wadham College, Oxford University, United Kingdom.
- Gilson, S. C. (1989), "Management turnover and financial distress", *Journal of Financial Economics*, Vol. 25(2), pp. 241-262.
- Graham, R., King, R., & Bailes, J. (2000), "The Value Relevance of Accounting Information during a Financial Crisis: Thailand and the 1997 Decline in the Value of the Baht", *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 11(2), pp. 84-107.
- Guercio, D. D., & Hawkins, J. (1999), "The motivation and impact of pension fund activism", *Journal of Financial Economics*, Vol. 52(3), pp. 293-340.
- Gul, F. A., Leung, S., & Srinidhi, B. (2000), "The Effect of Investment Opportunity Set and Debt Level on Earnings>Returns Relationship and the Pricing of Discretionary Accruals".
- Habib, A., Bhuiyan, B. U., & Islam, A. (2013), "Financial distress, earnings management and market pricing of accruals during the global financial crisis", *Managerial Finance*, Vol. 39(2), pp.
- Hagerman, R. L., & Zmijewski, M. E. (1979), "Some economic determinants of accounting policy choice", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 1(2), pp. 141-161.
- Halaoua, S., Hamdi, B., & Mejri, T. (2017), "Earnings management to exceed thresholds in continental and Anglo-Saxon accounting models: The British and French cases", *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, pp. 513-529.
- Haw, I.-M., Hu, B., Hwang, L. S., & Wu, W. (2004), "Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-Legal Institutions", *Journal of Accounting Research*, Vol. 42(2), pp. 423-462.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995), "Annual bonus schemes and the manipulation of earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19(1), pp. 29-74.
- Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013), "Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries", *Advances in Accounting*, Vol. 29(1), pp. 154-160.
- Iatridis, G., & Kadorinis, G. (2009), "Earnings management and firm financial motives: A financial investigation of UK listed firms", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 18(4), pp. 164-173.
- Ignatov, A. (2006), *Valuation of Distress Company*.
- Jenkins, D. S., Kane, G. D., & Velury, U. (2009), "Earnings Conservatism and Value Relevance Across the Business Cycle", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 36(9/10), pp. 1041-1058.
- Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *The American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323-329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3(4), pp. 305-360.
- Johnson, M. F. (1999), "Business Cycles and the Relation between Security Returns and Earnings", *Review of Accounting Studies*, Vol. 4(2), pp. 25-93.
- Jones, J. J. (1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29(2), pp. 193-228.
- Kallunki, J. P., & Martikainen, M. (2003), "Earnings management as a predictor of future profitability of Finnish firms", *European Accounting Review*, Vol. 12(2), pp. 311-325.
- Kasznik, R. (1999), "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37(1), pp. 57-81.
- Keating, A. S., & L. Zimmerman, J. (1999), "Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28(3), pp. 359-389.
- Kim, J. B., Chung, R., & Firth, M. (2003), "Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring, and Earnings Management", *Contemporary accounting research*, Vol. 20(2), pp. 323-359.
- Kinney, W. R., & McDaniel, L. S. (1989), "Characteristics of firms correcting previously reported quarterly earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 11(1), pp. 71-93.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005), "Performance matched discretionary accrual measures", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39(1), pp. 163-197.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2013), "The effects of the European debt crisis on earnings quality", *International Review of financial analysis*, Vol. 30, pp. 351-362.
- Krishnan, G. V. (2003a), "Audit Quality and the Pricing of Discretionary Accruals", *A Journal of Practice & Theory*, Vol. 22, No. 1, pp. 109-126.
- Krishnan, G. V. (2003b), "Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?", *Accounting Horizons*, Vol. 17, pp. 1-16.
- Krishnan, J. (2005), "WAudit Committee Quality and Internal Control: An Empirical Analysis", *The Accounting Review*, Vol. 80(2), pp. 649-675.
- Kutan, A. M., Muradoglu, G., & Sudjana, B. G. (2012), "IMF programs, financial and real sector performance, and the Asian crisis", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36(1), pp. 164-182.
- Lee, B. B., & Choi, B. (2002), "Company size, auditor type, and earnings management", *Journal of Forensic Accounting*, Vol. 3(1), pp. 27-50.
- Li, F., Abeysekera, I., & Ma, S. (2011), "Earnings management and the effect of earnings quality in relation to stress level and bankruptcy level of Chinese listed firms", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 9(1), 366-391.
- Li, Q., Wang, H., & Rong, X. (2013), "Firm earnings persistence over the business cycle: evidence from listed companies in China", *China Accounting and Finance Review*, Vol. 15(4), pp. 166-203.
- Liberty, S. E., & Zimmerman, J. L. (1986), "Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices", *The Accounting Review*, Vol. 61(4), pp. 692-712.
- Maijoor, S. J., & Vanstraelen, A. (2006), "Earnings management within Europe: the effects of member state audit environment, audit firm quality and international capital markets", *Accounting and business research*, Vol. 36(1), pp. 33-52.
- Maina, F., & Sakwa, M. (2012), "Understanding financial distress among listed firms in Nairobi stock exchange: A quantitative approach using the Z-score multi-discriminant financial analysis model", Paper presented at the Scientific Conference Proceedings.
- McConnell, J. J., & Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27(2), pp. 595-612.
- Minow, N., & Monks, R. A. G. (1995), *Corporate Governance*, Cambridge, MA.

- Moreira, J. A. C. (2006), *Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms*, Faculdade de Economia do Porto, Universidade do Porto, Porto.
- Osma, B. G., & Noguer, B. G. A. (2007), "The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15(6), pp. 1413-1428.
- Papanastasiopoulos, G. A. (2014), "Accounting Accruals and Stock Returns: Evidence from European Equity Markets", *European Accounting Review*, Vol. 23(4), pp. 729-768.
- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002), "Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns", *The Accounting Review*, Vol. 77(2), pp. 237-264.
- Persakis, A., & Iatridis, G. E. (2015), "Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation", *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 30, pp. 1-35.
- Petroni, K. R. (1992), "Optimistic reporting in the property- casualty insurance industry", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15(4), pp. 485-508.
- Rahman, R. A., & Abdullah, W. R. W. (2005), "The New Issue Puzzle in Malaysia: Performance and Earnings Management", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. 3(1), pp. 91-110.
- Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006), "Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 21 (7), pp.783-804.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings management through real activities manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42(3), pp. 335-370.
- Rozeff, M. S. (1982), "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Vol. 5(3), pp. 249-259.
- Scott, W. R. (2009), *Financial Accounting Theory*. NJ: Prentice hall.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1986), "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94(3), pp. 461-488.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002), "Investor protection and equity markets", *Journal of Financial Economics*, Vol. 66(1), pp. 3-27.
- Shubita, M. F., & Alsawalhah, J. M. (2012), "The relationship between capital structure and profitability", *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3(16).
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A., & Monteiro, M. A. (2006), "Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal", Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.
- Siregar, S. V., & Utama, S. (2008), "Type of earnings management and the effect of ownership structure, firm size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia", *The International Journal of Accounting*, Vol. 43(1) , pp. 1-27.
- Strobl, G. (2013), "Earnings Manipulation and the Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 51(2), pp. 449-473.
- Subramanyam, K. R. (1996), "The pricing of discretionary accruals", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22(1), pp. 249-281.
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2008), "Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market", *European Accounting Review*, Vol. 17(3), pp. 447 - 469.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*: Prentice-Hall Inc.
- Zimmer, I. (1986), "Accounting for interest by real estate developers", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 8(1), pp. 37-51.
- Zmijewski, M. E., & Hagerman, R. L. (1981), "An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 3(2), pp. 129-149.