

INSTITUTO  
SUPERIOR  
DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO  
DO PORTO  
POLITÉCNICO  
DO PORTO

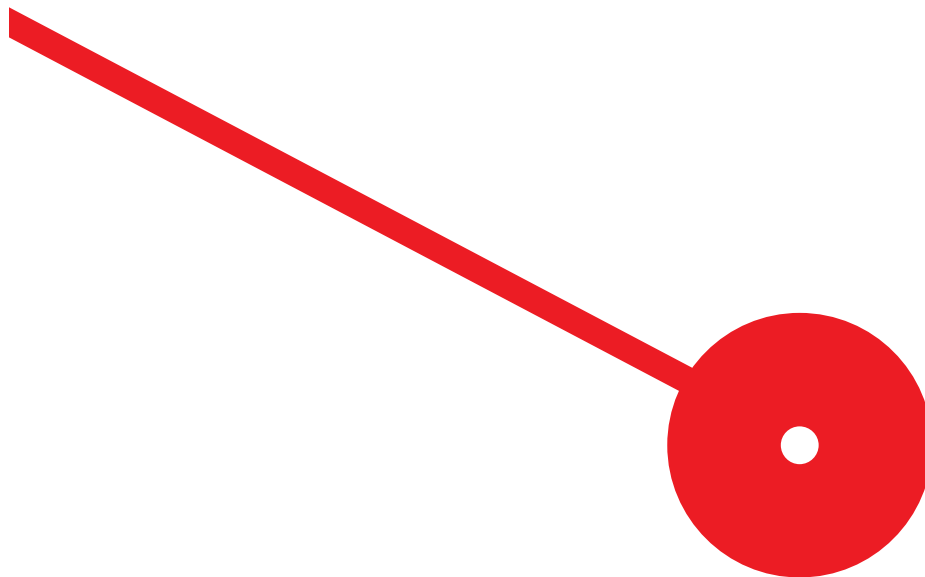
M

MESTRADO  
Contabilidade e Finanças

# Gestão de Resultados induzida pelo Endividamento e implicações na qualidade dos resultados: Caso PME portuguesas

Ana Rita Ferraz Silva

09/2021

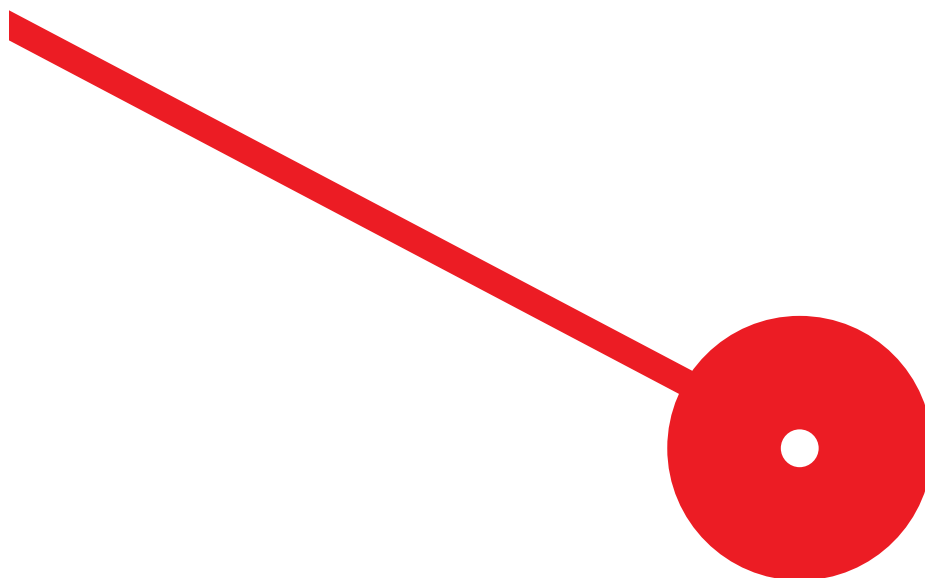




# Gestão de Resultados induzida pelo Endividamento e implicações na qualidade dos resultados: Caso PME portuguesas

Ana Rita Ferraz Silva

**Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de professora Doutora Cláudia Maria Ferreira Pereira**



## Dedicatória

À minha família.

“Não tenhamos pressa, mas não percamos tempo.” (José Saramago)

## **Agradecimentos**

À minha orientadora Professora Doutora Cláudia Maria Ferreira Pereira por ter aceite o desafio de orientar esta dissertação e pelo apoio, disponibilidade e motivação demonstrados no desenvolvimento da mesma. As suas orientações foram valiosas para a realização e enriquecimento deste trabalho.

Agradeço aos meus pais, pelos valores transmitidos sob os quais norteio a minha vida, são os principais responsáveis pelo que alcancei a nível pessoal e profissional, fruto do meu trabalho e do seu apoio incondicional.

Aos meus irmãos, Rui e Inês, por toda a paciência, carinho e incentivo a concluir este longo caminho. Sou uma privilegiada, por continuar a crescer todos os dias convosco!

Aos meus amigos, que não preciso de nomear porque eles sabem quem são, por compreenderem os períodos de ausência e motivarem a continuar a percorrer este caminho.

Sem o apoio de cada um dos intervenientes não seria possível terminar esta etapa. A todos, o meu sincero obrigado!

## **Resumo:**

Em Portugal, o tecido empresarial é substancialmente composto por pequenas e médias empresas (PME), que recorrem a práticas de gestão de resultados nomeadamente com o intuito de diminuir a carga fiscal. Não obstante, vários estudos direcionaram as atenções apenas para as empresas cotadas em bolsa. Assim, o culminar de ambas as evidências é o fator potenciador deste trabalho.

Igualmente relevante é o efeito potencial de diminuição do encargo fiscal nos resultados de uma entidade, pois no limite poderá custar o seu crescimento e desenvolvimento dado que a principal fonte de financiamento destas é o crédito bancário, sendo que as instituições bancárias valorizam a persistência dos resultados. Assim, as práticas de gestão com a intenção de realizar poupança fiscal, as quais conduzem maioritariamente a uma redução dos resultados, entram em conflito com competitividade negocial junto dos credores.

O presente estudo investiga de que forma a gestão de resultados é induzida pelo endividamento, nas PME portuguesas. Para esse efeito é analisada a persistência dos resultados, considerando diversas determinantes, nomeadamente o endividamento.

A evidência empírica sugere que o endividamento afeta a persistência dos resultados, evidenciando-se que tanto para empresas com níveis de endividamento mais baixos como para as empresas com níveis de endividamento extremamente elevados, os resultados reportados revelam-se mais persistentes e, por isso, associada a melhor qualidade de informação. Estas evidências são consistentes com a importância do setor bancário para o financiamento destas empresas, o qual valoriza a estabilidade dos resultados contabilísticos.

Deste modo, este estudo contribui para o debate dos efeitos da gestão dos resultados por meio do endividamento na qualidade dos resultados contabilísticos, oferecendo algumas evidências relevante para académicos e reguladores, mas também contabilista, auditores, gestores e credores.

**Palavras chave:** Pequenas e Médias Empresas; Gestão de Resultados; Endividamento; Persistência de Resultados;

**Abstract:**

In Portugal, the majority of business is composed by small and medium entities (SMEs), which usually engage in earnings management practices to reduce the tax bill. However, a substantial number of studies focused on listed companies. Therefore, combining both evidences leads to this work.

This study analyzes how earnings management is induced by indebtedness, in Portuguese SMEs. In fact, their main source of financing is from banks which tend to demand for earnings persistence. Therefore, the reduction of the tax burden may cost the growth and development of Portuguese SMEs.

Overall, this study investigates the impact of indebtedness and its interaction with earnings. While management practices with the intention of reducing taxes may provide benefits, it may also harm their contractual relations. Empirical evidence suggests that indebtedness affects the persistence of earnings, showing that for companies with both lower and higher levels of debt, the reported earnings are more persistent and, therefore, associated with better quality of information. This evidence is consistent with the importance of bank financing for these companies, given that banks demand for earnings smoothness.

Thus, this study contributes to the debate on the effects of earnings management through indebtedness on the quality of accounting earnings, offering some relevant evidence for academics and regulators, but also an accountant, auditors, managers and creditors.

**Key words:** Small and Medium Enterprises; Earnings management; Indebtedness; Earnings persistence

## Índice geral

|  |           |
|--|-----------|
| Dedicatória.....   | iii       |
| Agradecimentos .....   | iv        |
| Resumo .....   | v         |
| Abstract.....  | vi        |
| <b>Capítulo I - Introdução .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>Capítulo II – Revisão da literatura .....</b>                                   | <b>4</b>  |
| 2.1 Contexto económico e legal.....  | 5         |
| 2.1.1 Sistema contabilístico <i>common law</i> .....                               | 6         |
| 2.1.2 Sistema contabilístico <i>code law</i> .....                                 | 7         |
| 2.1.3 Contexto português.....  | 8         |
| 2.2 Noção de gestão de resultados ou <i>earnings management</i> .....              | 10        |
| 2.3 A qualidade dos resultados ou <i>earnings quality</i> e suas estimativas ..... | 12        |
| 2.3.1 Suavidade dos ganhos.....  | 13        |
| 2.3.2 Reconhecimento oportuno de perdas.....                                       | 14        |
| 2.3.3 <i>Accruals</i> discricionários .....  | 15        |
| 2.3.4 Persistência dos resultados ou <i>earnings persistence</i> .....             | 15        |
| 2.3 Noção de gestão de resultados ou <i>earnings management</i> .....              | 17        |
| 2.4 Incentivos à gestão de resultados .....  | 18        |
| 2.4.1 Incentivos decorrentes do mercado .....                                      | 19        |
| 2.4.2 Incentivos proveniente de relações contratuais .....                         | 20        |
| 2.4.3 Incentivos regulamentares ou políticos .....                                 | 22        |
| 2.4.4 Incentivos fiscais .....   | 23        |
| <b>Capítulo III – Metodologias de investigação.....</b>                            | <b>26</b> |
| 3.1 Amostra .....  | 27        |
| 3.2 Modelo .....   | 28        |
| <b>Capítulo IV – Resultados .....</b>  | <b>33</b> |

|   |                               |           |
|---|-------------------------------|-----------|
| 4.1                                     | Estatística descritiva.....   | 34        |
| 4.2                                     | Resultado das regressões..... | 35        |
| <b>Capítulo V – Conclusões .....</b>    |                               | <b>41</b> |
| <b>Referências bibliográficas .....</b> |                               | <b>44</b> |
| <b>Apêndices.....</b>                   |                               | <b>50</b> |
|   | Apêndice I.....               | 51        |

## **Índice de Figuras**

|  |          |
|--|----------|
| <b>Figura 1 - Diferenças dos sistemas contabilísticos.....</b> | <b>5</b> |
| <b>Figura 2 – Contexto empresarial português.....</b>          | <b>9</b> |

## Índice de Tabelas

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Tabela 1– Composição da amostra .....</b>  | <b>27</b> |
| <b>Tabela 2 – Classificação da Forma Jurídica das empresas .....</b>  | <b>28</b> |
| <b>Tabela 3 - Estatística Descritiva das variáveis .....</b>  | <b>34</b> |
| <b>Tabela 4 - Coeficientes estimados para a hipótese 1.....</b>   | <b>35</b> |
| <b>Tabela 5 - Coeficientes estimados para a hipótese 1.....</b>   | <b>37</b> |
| <b>Tabela 6 - Coeficientes estimados para a hipótese 2 para níveis de endividamento acima da média da amostra .....</b> | <b>39</b> |
| <b>Tabela 7 - Coeficientes estimados para a hipótese 3.....</b>   | <b>40</b> |

## **Lista de abreviaturas e siglas**

### **Abreviaturas:**

BN – Boas Notícias

DF - Demonstração Financeira

EBIT – *Earnings Before Interest and Taxes*

EUA – Estados Unidos da América

GR – Gestão de Resultados

LT – Lucro Tributável

MN – Más Notícias

PAT – *Positive Accounting Theory*

PME – Pequenas e Médias Empresas

RAI – Resultados Antes de Imposto

RC - Resultado Contabilístico

SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SC – Sistema Contabilísticos

### **Siglas:**

N.º - Número

## **CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO**

---

A competitividade e globalização do mercado direcionam cada vez mais as atenções para a informação financeira das empresas, pressionando estas a representar a verdadeira situação económica em que se encontram. Deste modo o resultado económico é utilizado como medida de resumo do desempenho de uma empresa, diretamente refletido nas expectativas dos agentes económicos. Por este motivo a investigação ao nível da gestão de resultados (GR) centra-se em grande escala na análise deste parâmetro.

Os preparadores da informação financeira encontraram um certo grau de liberdade para embelezar a imagem verdadeira da empresa, dada a flexibilidade das normas contabilísticas. Na tentativa de ludibriar os investidores e transparecer a ideia de que a empresa se encontra num patamar que esteja em sintonia com as suas especulações. Este fenómeno deliberado começou por ter início nos países anglo-saxónicos, mas viria a destacar-se mundialmente quando no século XXI vieram a público escândalos financeiros, são o caso da Enron, Xerox nos Estados Unidos da América, e Parmalat, na Europa. Em detrimento do mediatismo em torno destas polémicas, surgiu a consciência, por parte de entidades reguladoras, investigadores e investidores para interpretar os padrões neste tipo de práticas.

Porém, a GR não é um conceito observável existe é um conjunto de medidas que permitem a perceção da ocorrência ou não dessas atividades. Além disso, estas práticas também são influenciadas por fatores culturais dos países em que as empresas se encontra inseridas. Neste âmbito são inúmeros os estudos desenvolvidos num contexto dos países anglo-saxónicos que procuraram entender quais os incentivos impulsionadores da discricionarietà. Além disso, nestes países a maioria da averiguação de práticas criativas foca-se em empresas cotadas em bolsa, mais propensas ao escrutínio de entidades reguladoras, o que facilita o acesso às informações financeiras deste tipo de empresas.

A grande parte dos estudos focam-se nas empresas norte-americanas, deixando os países da europa por explorar nesta temática. Dada a escassez de informação nestes países, para um assunto que ganhou relevância na última década, associado ao facto de na literatura pouco se realçar as empresas não cotadas em bolsa, justificam o desenvolvimento de um estudo desta natureza. Deste modo, que propusesse analisar empresas inseridas num contexto económico-legal europeu, nomeadamente pequenas e médias empresas (PME) portuguesas não cotadas em bolsa, de forma a colmatar a lacuna existente na literatura.

Estes tipos de empresas caracterizam-se pelo seu grande alinhamento entre contabilidade e fiscalidade, cujas principais fontes de investimento são as instituições bancárias. Daqui resulta que os estímulos para a prática de manuseamento da informação financeira, daquilo que é para aquilo que os preparadores querem que seja, passa por reduzir a fatura fiscal e obter financiamento a um custo razoável.

O presente estudo propõe-se a investigar se as PME portuguesas, que estão inseridas num contexto económico-legal propício a incitar a diminuição do imposto a pagar, envergam por práticas de GR através do endividamento para alcançar esse objetivo. Com recurso ao conjunto de medidas existentes na literatura que surgem como *proxy* à atuação ou não da GR, optou-se por utilizar no presente estudo empírico como métrica dos *earnings* a persistência dos resultados.

Os resultados da análise mostraram uma relação positiva entre o endividamento e a persistência dos resultados, corroborando com as expectativas da literatura, de que as empresas apresentam persistência ao nível dos resultados para manter boas relações com as instituições bancárias consistente com a evidência de Hanlon (2010). Neste trabalho foi possível verificar que o endividamento não é estatisticamente significativo na persistência dos resultados. Porém, para níveis extremos de endividamento, tanto muito baixos como muito elevados, a persistência de resultados tende a ser mais elevada.

Este estudo encontra-se estruturado da seguinte forma: capítulo dois desenvolve as hipóteses a testar fundamentadas pela prévia revisão da literatura; o capítulo três descreve a amostra, metodologia e as respetivas variáveis do modelo; no capítulo quatro apresentam-se os resultados e devida análise das regressões acompanhada de uma análise crítica entre o que é expectável e o observado; por último, o capítulo cinco culmina nas conclusões de todo o trabalho com base nos resultados obtidos, além disso evidenciam-se algumas limitações e perspetivas para investigações futuras.

## **CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA**

---

## 2.1 Contexto económico e legal

Conforme já se mencionou, no momento que se produz a informação financeira, não existe um conjunto de normas capaz de cobrir todas as casualidades. O que permite que haja espaço para o julgamento profissional dos intervenientes, porém, como iremos ver a examinação varia consoante o ambiente em que estes profissionais operam (Cieslewicz, 2014; Leuz et al., 2003). Este ambiente divide-se essencialmente em dois tipos de sistemas: (i) o anglo-saxónico, também conhecido por *commom law*; e o (ii) continental ou *code law*. Os primeiros englobam empresas dos EUA ao passo que os segundos incluem empresas europeias, à exceção do Reino Unido que se identifica com *SC commom law*. A figura 1 apresenta um resumo da comparação entre os dois sistemas:

**Figura 1 - Diferenças dos sistemas contabilísticos**

| Parâmetros de Comparação                                | Anglo-Saxónico        | Continental Europeu   |
|---|-----------------------|---|
| Relação entre contabilidade e fiscalidade               | Independência         | Dependência, sistema contabilístico e tributário fortemente ligados           |
| Fonte de financiamento                                  | Investimento Privado  | Banca e Estado (em menor grau)  |
| Objetivo principal da informação contabilística         | Imagem real           | Imagem apropriada orientada para o estrito cumprimento da lei; Domínio Fiscal |
| Regulamentação contabilística destina-se à proteção de: | Investidores          | Credores  |
| Nível de divulgação                                     | Divulgação            | Sigilo da informação contabilística   |
| Predomínio  | Padrões profissionais | Padrões governamentais; forma sobre a substância                              |

**Fonte:** Elaboração própria adaptado de Callao Gaston e Jarner (1995) e Nobes e Parker (2008)

São vários os fatores que influenciam esta diversidade dos sistemas nomeadamente: a relação entre a contabilidade e fiscalidade, as formas de financiamento, o sistema jurídico, a multiplicidade de culturas entre outros, aos quais a contabilidade é sensível (Gastón e Jarne, 1995; Nobes e Parker, 2008).

No seio empresarial, existe o grupo interno constituído por gestores e trabalhadores e, por outro lado, o grupo externo composto por credores, investidores e o Estado (Nobes e

Parker, 2008). Da leitura do parágrafo 9 da estrutura conceptual do *International Accounting Standards Board* (IASB) compreendemos esta separação dos utilizadores das DF evidenciando que estes utilizam a informação “*a fim de satisfazerem algumas das suas diferentes necessidades de informação*”. Por isso, a atuação dos profissionais será persuadida consoante a referência dos destinatários da informação, que varia entre países.

### **2.1.1 Sistema contabilístico *common law***

O sistema *common law* é caracterizado pela grande afluência aos mercados de capitais (Ball et al., 2000). Desta forma, os principais financiadores são os próprios acionistas que em contrapartida exigem que a divulgação da informação financeira seja ao máximo transparente e que dite na íntegra a imagem apropriada da empresa. Neste meio, é expectável que a informação seja orientada para o investidor bolsista, que pressiona o mercado no sentido da divulgação pública. Do ponto de vista contabilístico, as empresas, inseridas neste grupo, dão ênfase ao relato financeiro e constante divulgação. A maioria das empresas tem o capital disperso, o que resulta numa separação entre gestão e propriedade (Othman e Zeghal, 2006). Por outro lado, legalmente são mais generalistas e procuram com recurso à formulação de regras gerais apresentar soluções para casos concretos.

As empresas inseridas no SC *common law* efetuam a determinação do lucro e da receita tributável de forma autónoma, pelo que a elaboração de relatórios financeiros não é substancialmente influenciada pela fiscalidade, contrariamente ao que se verifica na Europa, onde as influências fiscais estão fortemente correlacionadas com a produção da informação - *one book system*. Nesta linha de raciocínio, podemos afirmar que é mais provável que nos países *common law* a GR recaia mais sobre as transações, enquanto nos países *code law* incide maioritariamente sobre as práticas contabilísticas, (Amat e Gowthorpe, 2004).

O nível de conformidade entre *book-tax* foi alvo de discussão nos EUA, como tal, foram inúmeras as investigações levadas a cabo com o objetivo de perceber se um aumento da conformidade de matérias resultaria num aumento da qualidade de informação e, simultaneamente, funcionaria como medida de combate a práticas de GR.

Os defensores de um aumento da conformidade alegavam que essa mudança iria permitir um maior controlo por parte das autoridades tributárias e dessa forma os gestores seriam persuadidos a diminuir o seu comportamento oportunista (Desai, 2005). Mas os opositores já eram da opinião que isso acarretaria mais custos para os investidores associados a perda de informação. (Hanlon, 2005)

Outra nota curiosa é que dados europeus apontam que os EUA deviam mudar para o sistema de conformidade *book tax* na direção do conservadorismo porque existe a suposição de que a GR seria mais verificada no sentido descendente. Apesar de tanto a gestão para “cima” e para “baixo” alterar a ideia de imagem desejada da contabilidade. O que estes dados sugerem é que a GR para “baixo” é denotada de uma maior neutralidade de informação comparada com a GR para “cima”, que seria mais excessiva ou “embelezada” e, por isso mesmo, menos informativa da situação atual da empresa.

Acontece que estas investigações são limitadas ao sistema dos EUA, ao passo que o sistema europeu é mais diversificado, apesar de não ser principalmente caracterizado pela tipologia do *two book system*, existem estados-membros com esse sistema, como é o caso do Reino Unido. A inserção do sistema europeu na investigação da conformidade foi determinante na procura de respostas mais conclusivas como iremos explorar no próximo tópico (Watrín et al., 2014)

### **2.1.2 Sistema contabilístico *code law***

Por sua vez, o sistema continental abrange empresas que recorrem ao financiamento maioritariamente através das instituições bancárias. Neste caso, é determinante para as empresas apresentarem bons resultados em detrimento de verem prejudicada a cedência do crédito. Porém, como os resultados obtidos servem de base para o apuramento do imposto, a Administração Fiscal é também equacionada como principal destinatário no momento da elaboração das DF.

Este facto resulta da forte conexão entre matérias, contabilística e fiscal, nos países *code law*. Onde a determinação do LT e o RC é efetuada de forma dependente e refletida num “único” balanço, quer isto dizer, conformidade no apuramento dos resultados financeiros e imposto. Esta conformidade é também conhecida como *one book system* (Schanz e Schanz, 2010) que se assemelha aos critérios de elaboração das DF no sistema europeu. Portugal pertence a este grupo, onde o SC assinala a forte ligação entre a RC e os resultados fiscais (La Porta et al., 1998).

Na literatura, alguns autores procuraram perceber de que forma esta ligação afeta a qualidade dos resultados ou *earnings quality* (Atwood et al., 2010; Desai, 2005; Desai e Dharmapala, 2009; Hanlon, 2005; Hanlon et al., 2008).

Atwood et al. (2010), mostraram empiricamente que a persistência dos resultados (*earnings persistence*) é menor (maior) quanto maior (menor) for a conformidade do RC e LT. Nesta linha de raciocínio, as empresas inseridas no *SC code law*, em que se verifica maior conformidade dos resultados *book-tax*, apresentam resultados menos persistentes e, com efeito, apuram-se perdas ao nível da qualidade dos resultados. Assim, é consistente com as evidências empíricas de que alterações no procedimento de elaboração de relatórios contabilísticos induzidos por impostos tendem a ter efeitos adversos na informação dos lucros (Hanlon, 2005).

Não obstante, demonstraram que as empresas com elevada conformidade entre RC e LT mostram significativamente ser mais propensas a práticas GR do que empresas em que a apuração dos resultados é independente (Watrin et al., 2014). Foram mais além e, obtiveram resultados que provam que as empresas com conformidade *book-tax* têm uma maior tendência a praticar GR no sentido descendente, enquanto as restantes empresas, que não apresentam conformidade *book-tax* significativa, recorrem a práticas de GR no sentido ascendente.

O processo de elaboração da informação financeira tem em conta um conjunto de fatores, que diverge entre os dois grupos. Isto, porque principais utilizadores das informações são diferentes no SC continental e SC anglo-saxónico e, naturalmente, o impacto que estes exercem sobre o meio também o é. A GR ocorrerá nos vários ambientes diferenciando quanto aos incentivos intrínsecos a cada contexto empresarial.

### **2.1.3 Contexto português**

O tecido empresarial português é substancialmente composto por micro entidades e PME, a figura 1 traduz esta afirmação em números, com referência a dados estatísticos de 2019:

**Figura 2 – Contexto empresarial português**

| Localização                             | Portugal       |             |
|---|----------------|-------------|
|   | N.º            | %           |
| <b>Total das empresas</b>               | 1318330        |             |
| <b>Pequenas e médias empresas (PME)</b> | <b>1317039</b> | <b>99,9</b> |
| Micro                                   | 1265671        | 96          |
| Pequenas                                | 44189          | 3,4         |
| Médias                                  | 7179           | 0,5         |
| <b>Grandes</b>                          | 1291           | 0,1         |

**Fonte:** (2021); Elaboração própria

As percentagens apresentadas na figura 2 refletem o peso deste tipo de entidades na economia portuguesa. Dessa forma, para perceber a influência da GR no processo de elaboração dos relatórios, importa enquadrar o contexto económico e legal em que estas empresas estão inseridas.

Em primeiro lugar, destacar as características do sistema português:

- i) Rege-se por uma relação entre a contabilidade e fiscalidade dotada de uma elevada interdependência (La Porta et al., 1998);
- ii) Está inserido no sistema continental conhecido por produzir ambas as informações, contabilística e fiscal, num só balanço (Ball et al., 2000);
- iii) Os principais utilizadores da informação financeira são a administração fiscal e as instituições bancárias, sendo que estas últimas são a principal fonte de financiamento (Moreira, 2006b). Assim, é natural que a informação seja orientada para proteção dos credores, que têm um interesse acrescido em saber o estado vital das empresas a que cedem créditos.

O segundo aspeto depreende-se com as características que estes tipos de empresas apresentam que permitem distinguir das restantes (Moreira, 2006a). Os aspetos diferenciadores são:

- i) A gestão pertencente a um só indivíduo, grupo familiares ou a pequenas sociedades comerciais;
- ii) Geralmente não recorrem ao mercado de capitais;

- iii) Administração pouco especializada;
- iv) Cultura empresarial muito ligada às características e personalidades dos seus proprietários.

Neste contexto, gestão e propriedade confundem-se, pelo que é expectável que os custos de falência influenciem as decisões dos dirigentes. Acresce o facto, da estreita relação entre contabilidade e fiscalidade, e reúnem-se as condições para que os proprietários utilizem todos os meios que a legislação contempla para reduzir a carga fiscal. Contudo, a outra face da moeda é o risco de serem prejudicada a sua imagem junto dos bancos.

Os motivos para atuação da GR neste contexto são controversos, na medida em que, para a redução do imposto a pagar a manipulação é efetuada de forma descendente, mas se o objetivo for aprovação de crédito junto da banca já procuram enaltecer os resultados.

No presente estudo, será focada a GR no sentido descendente (para baixo), isto é, a prática de diminuir os resultados apurados, “pré-manipulação”, percebendo de que forma são induzidos pelo endividamento e como as empresas recorrendo a este método prejudicam a consistência dos resultados e naturalmente, a qualidade da sua informação financeira.

## **2.2 Noção de gestão de resultados ou *earnings management***

A GR não apresenta consensualidade quanto à sua definição, devido ao carácter inobservável do termo. Porém, na literatura existe uma ampla gama de expressões utilizadas para descrever o fenómeno, maioritariamente de origem anglo-saxónicas (Naser, 1993), tais como, *earnings management*, *creative accounting* e *financial number game*, entre outras.

Os autores, Healy e Wahlen (1999) entendem que se está perante GR quando os gerentes aproveitam o facto de possuírem informação privilegiada (assimetria de informação) para modificarem os números expressos em determinadas rubricas, de forma a não serem prejudicados os contratos assentes em dados contabilísticos.

O processo que consiste na transformação das contas anuais, do que devem ser para o que aqueles que a elaboram, pretendem que seja, designa-se por *creative accounting* (Amat Salas e Blake, 2000; Naser, 1993). A contabilidade criativa atua num contexto de flexibilidade e omissão das normas (Gadea e Gastón, 1999). Desta forma, os normativos

permitem uma margem de manobra, onde o lugar dos vazios jurídicos fica a mercê da suscetibilidade e interpretação daqueles que produzem a informação financeira. Conseqüentemente, a imagem desejada sobrepõe-se à imagem verdadeira e fiel da contabilidade, de forma a obter determinados benefícios para os responsáveis da organização (Schipper, 1989), que pretendem assim a maximização das suas remunerações (Jones, 1991).

Em confronto com esta última ideia, muitos estudos apontam que a adulteração da informação financeira visa a maximização do valor da empresa, (Bartov et al., 2002; Scott, 1997).

Mulford e Comiskey (2005) intitularam como “*financial number game*” o conjunto de práticas de contabilidade criativa cujo objetivo é o de alterar a percepção do leitor das demonstrações financeiras. Metaforicamente *game* é o exercício que consiste em manobrar os números para um resultado predeterminado, cujo objetivo é causar boa impressão e satisfazer as projeções dos analistas. Segundo Lamb et al. (1998), isto sucede-se porque as normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS) são baseadas em princípios e não em regras.

No estudo levado a cabo por Hanlon (2005) verificou-se que, as empresas com diferenças significativas nos resultados, contabilístico e fiscal, afetam as expectativas dos investidores e simultaneamente a sua avaliação no mercado, causada pela incerteza da atuação de GR. No entanto, não está comprovado empiricamente que os investidores sejam capazes de identificar os motivos pelos quais essas práticas permanecem invisíveis mesmo colocando em causa a eficiência dos mercados (Osma et al., 2005). Porém, quando são detetadas distorções na elaboração das demonstrações pode culminar num aumento do custo de capital, (Dechow e Skinner, 2000).

Para Baralexis (2004), essas práticas contabilísticas são intencionalmente manipuladas com o intuito de explorar e, até mesmo, violar os princípios contabilísticos. Neste sentido, importa salientar que existe uma linha ténue que separa a fraude da GR, mesmo que seja notório que ambas as práticas tenham intenção de enganar os utilizadores e estarem, por vezes, associadas a dificuldades financeiras, a GR atua dentro dos limites da lei. Assim sendo, no presente trabalho quando se refere GR subentende-se as práticas que se aproveitam da subjetividade dos elementos contabilísticos, de índole por si só pouco clara, e, da flexibilidade das normas contabilísticas e não as práticas que ultrapassam os

limites da legislação. O grande desafio é delimitar onde acaba a ética e começa a GR, e posteriormente, onde termina a legalidade e começa a fraude.

Embora, na investigação europeia a nomenclatura predominante seja *creative accounting*, doravante concluiu-se ser mais adequado o uso do termo *earnings management* ou GR, por ser mais abrangente e incluir todas as práticas mencionadas anteriormente.

### **2.3 A qualidade dos resultados ou *earnings quality* e suas estimativas**

O objetivo da contabilidade é produzir informação financeira fiável e útil para os vários utentes que procuram tomar as suas decisões económicas com base em variáveis contabilísticas, como é o caso do RC, que funciona como detetor da “saúde” financeira de uma empresa e como número-síntese do desempenho da mesma (Dechow, 1994; Schipper e Vincent, 2003). De um modo geral, a informação financeira será mais útil quanto mais se verifique a presença de *earnings quality*.

Outro aspeto determinante para o destaque dos *earnings* e as métricas derivadas destes, é que são muitas vezes utilizados para contratos de dívida e compensação (Penman e Zhang, 2002). Portanto, é do interesse de todas as partes, utilizadores e as próprias empresas, que as DF sejam dotadas de alta qualidade. O que irá permitir que empresas com melhor desempenho se destaquem das restantes, na medida em que resultados de alta qualidade são sinónimo de eficiente alocação de recursos e fiáveis para a tomada de decisões (Healy e Wahlen, 1999).

Dechow e Schrand (2004) definem qualidade dos resultados como uma extensão dos resultados relatados e como indicador da fiabilidade da posição financeira de uma determinada entidade. Para os autores, a qualidade é reflexo de alta precisão, quanto mais os resultados aproximam-se do desempenho atual da empresa, melhores indicadores são do desempenho futuro e conseqüentemente do valor atual da empresa, coerente com a ideia de Schipper e Vincent (2003).

No entanto, a avaliação da qualidade dos resultados não é direta, está dependente de um conjunto de diferentes estimativas e, como tal, vários *proxies* foram surgindo (Dechow et al., 2010; Schipper e Vincent, 2003). Na literatura, não existe uma definição explícita de qualidade dos resultados, é por isso, um conceito amplo que tem atraído bastante as atenções dos investigadores. Por exemplo, Dechow et al (2010) consideram a qualidade

dos resultados como o fornecimento de mais informações sobre a componente de desempenho que para os autores é determinante no processo de tomada de decisão. Adicionalmente, Kousenidis et al. (2013) defendem que só assim em alturas controversas do mercado financeiro permitirá aos investidores tomarem decisões mais eficientes e menos arriscadas.

De um modo geral, a qualidade de informação é tanto maior quanto mais se aproxima dos fluxos de caixa futuros daqui subentende-se que as práticas de GR, que conforme Healy e Wahlen (1999) descrevem são práticas que ocorrem quando os gerentes utilizam informação privilegiada para enganar as partes sobre o verdadeiro desempenho da empresa, tendem a deteriorar-se porque deixam de ser completas e transparentes podendo induzir em erro os seus utilizadores.

Alguns autores procuraram analisar a associação entre as medidas de qualidade de informação e as variáveis de mercado de ações e, concluíram que os investidores nem sempre interpretam a ocorrência de GR o que implica que o mercado de capitais fique mais opaco (Cerqueira e Pereira, 2019).

Francis et al (2004) divide as medidas de qualidade de informação em dois grupos: medidas baseadas na contabilidade e medidas baseadas nos mercados de capitais. O primeiro contempla parâmetros como *accruals*, previsibilidade, persistência e suavidade, e o segundo conservadorismo, oportunidade e relevância do valor. Dechow et al (2010) organizam as determinantes da qualidade dos ganhos em três categorias: as propriedades dos ganhos, a capacidade de o investidor identificar os resultados bem como distorções nestes por intermédio da GR e indicadores externos de GR. As propriedades dos ganhos são: a suavidade dos ganhos, reconhecimento oportuno de perda, *accruals* discricionários e persistência de resultados.

### **2.3.1 Suavidade dos ganhos**

A suavidade consiste em atenuar a volatilidade do fluxo de caixa e está por vezes associada a ganhos mais informativos ao nível do desempenho do que os fluxos de caixa (Dechow et al 2010). Por exemplo, uma empresa que compre um ativo por 100€ tem uma saída de caixa desse valor (efeito negativo) mas ao nível contabilístico será convertido em ativo (efeito positivo).

As métricas da qualidade de informação não apresentam consensualidade na correlação entre determinado valor da métrica indica alta ou baixa qualidade de resultados. Por exemplo, a suavidade é usada como *proxy* para GR ou informações adicionais incorporadas pelos gerentes. No primeiro caso é indicativo de baixa qualidade de informação enquanto no segundo caso é visto como acréscimo de informação útil para os utentes e, portanto, tem um impacto positivo na qualidade de resultados (Ewert e Wagenhofer, 2011). O exemplo apresentado permite concluir que as escolhas contabilísticas provenientes da suavização não são sinónimo de GR.

Leuz et al (2003) analisaram as diferenças sistemáticas na GR em 31 países e observaram que as evidências são coerentes com as suas previsões de que a GR diminuía com o reforço de proteção ao investidor, o que limita a capacidade dos *insiders* de adquirir benefícios provenientes do controlo privado. Um dos argumentos apresentados é que os gerentes podem usar a informação privilegiada para ocultar choques económicos nos fluxos de caixa, nomeadamente numa situação de baixo desempenho recorrer ao aceleramento de receitas futuras ou atrasar custos (Cerqueira e Pereira, 2019). Os baixos valores de variabilidade dos ganhos indicam que os gerentes exercem o poder discricionário para suavizar os resultados reportados (Leuz et al, 2003).

Uma das suposições para avaliar a suavidade como medida da qualidade dos ganhos é que a escolha de um sistema de contabilidade de competência em comparação com um sistema de contabilidade baseado no caixa traduz-se numa aproximação mais realística do desempenho fundamental da empresa. Por sua vez, os acréscimos que levam à suavidade podem esconder ou atrasar informação sobre o desempenho que de facto revele-se útil para a tomada de decisões (Dechow et al, 2010).

### **2.3.2 Reconhecimento oportuno de perdas**

Neste ponto, discute-se as medidas de ganhos que distinguem separadamente a oportunidade de reconhecimento de perdas ou ganhos. O que se verifica na literatura é uma maior tendência para reconhecer lucros mais rapidamente, mas quando os gerentes estão perante perdas ou até mesmo quebras nos resultados, que não vão de encontro às expectativas dos investidores, estes já são mais propensos a relatar aumentos de ganhos, para evitarem que esses resultados tenham um impacto negativo nas transações com as partes interessadas (Burgstahler e Dichev, 1997).

Desta forma, o reconhecimento de uma perda em tempo útil, isto é, no exercício em que ela ocorre, ajuda a mitigar os problemas de oportunidade assimétrica e aumenta a qualidade dos ganhos.

### **2.3.3 Accruals discricionários**

Nos estudos existentes sobre a temática dos *earnings quality* grande parte se concentra em modelos baseadas em *accruals* ( Dechow et al., 1995; Jones, 1991). Os resultados são constituídos por fluxos de caixa das operações e *accruals* totais, sendo que estes últimos podem inferir práticas de GR ou mudanças no ambiente económico da empresa (Healy, 1985). O principal objetivo dos modelos baseados em *accruals* é separar o total dos *accruals* em não discricionários, relacionados com o desempenho normal da empresa, e *accruals* discricionários também conhecidos por captarem as distorções induzidas pela aplicação de normas contabilísticas ou decorrentes da intervenção intencional dos gestores. O pressuposto é que um *accrual* de alta qualidade será convertido num período futuro em fluxos de caixa, o mesmo não acontece quando ocorrem erros de estimativas ou GR.

### **2.3.4 Persistência dos resultados ou *earnings persistence***

A persistência dos resultados mede até que ponto os ganhos atuais persistem e se repetem no futuro e, por isso, é utilizada como medida dos *earnings quality*. Daqui subentende-se que para níveis mais altos de *earnings persistence* mais aproximados se encontram da realidade atual e futura do desempenho da empresa. Esta propriedade captura a sustentabilidade que é interpretada como uma métrica síntese dos futuros fluxos de caixa esperados.

A sua utilidade deriva da correlação positiva entre persistência de ganhos e associação entre retornos (Schipper e Vincent, 2003). O que não impede que os ganhos sejam voláteis no decorrer do tempo, desde que essa volatilidade esteja diretamente relacionada com mudanças no futuro desempenho da empresa. Outro facto que deve ser considerado, é que a persistência depende do fundamento no desempenho e do SC (Dechow et al, 2010).

Os resultados são decompostos em acréscimos e fluxos de caixa, Sloan (1996) observou que o desempenho por meio da componente da acumulação ganhos apresenta uma menor persistência comparada com o desempenho atribuído à componente dos fluxos de caixa dos resultados. O autor evidenciou ainda que os preços de ações agem como se os investidores fixassem nos resultados, tendo sérias dificuldades em decompor estes nas suas diferentes propriedades. Dessa forma, empresas com níveis altos de *accruals* demonstram futuros retornos de ações negativos.

Nos casos em que níveis baixos de qualidade dos resultados são reflexo de *earnings management* no sentido ascendente podem ocorrer transferências não intencionais de riqueza o que resultará num excesso de compensação para os gerentes. Da mesma forma, o relato de resultados superiores aos apurados pré GR pode levar a que os credores continuem a ceder crédito, com a intenção de “mascarar” sinais de insolvência ou adiar a execução hipotecária. Por sua vez, Hanlon (2005) fornece informações de que empresas que reconhecem oportunamente perdas, com o intuito de reduzir a carga fiscal e cujas diferenças *book-tax* são positivas, isto é, diferenças entre RC e resultado fiscal mais significativas do que empresas com *book-tax* negativas, tendem a aumentar a volatilidade dos seus ganhos e reduzir a persistência dos resultados. Nesta ótica, surgem as seguintes hipóteses:

H1: *As práticas de GR nas PME portuguesas por meio do endividamento estão diretamente relacionadas com resultados menos persistentes*

H2: *As práticas de GR nas PME portuguesas com fortes níveis de endividamento estão diretamente relacionadas com resultados menos persistentes*

H3: *As práticas de GR nas PME portuguesas com baixos níveis de endividamento estão diretamente relacionadas com resultados mais persistentes*

A conveniência de cada medida para estimar a qualidade dos resultados deve considerar o contexto de um modelo de decisão específico (Dechow et al, 2010). Nesta linha de raciocínio é considerado pertinente entender os diferentes contextos económicos em que as empresas estão inseridas bem como os incentivos decorrentes de cada um deles e perceber qual a métrica que mais se adequa para avaliar a qualidade da informação financeira.

### **2.3 Noção de gestão de resultados ou *earnings management***

A GR não apresenta consensualidade quanto à sua definição, devido ao carácter inobservável do termo. Porém, na literatura existe uma ampla gama de expressões utilizadas para descrever o fenómeno, maioritariamente de origem anglo-saxónicas (Naser, 1993), tais como, *earnings management*, *creative accounting* e *financial number game*, entre outras.

Os autores, Healy e Wahlen (1999) entendem que se está perante GR quando os gerentes aproveitam o facto de possuírem informação privilegiada (assimetria de informação) para modificarem os números expressos em determinadas rubricas, de forma a não verem prejudicados os contratos assentes em dados contabilísticos.

O processo que consiste na transformação das contas anuais, do que devem ser para o que aqueles que a elaboram, pretendem que seja, designa-se por *creative accounting* (Amat Salas e Blake, 2000; Naser, 1993). A contabilidade criativa atua num contexto de flexibilidade e omissão das normas (Gadea e Gastón, 1999). Desta forma, os normativos permitem uma margem de manobra, onde o lugar dos vazios jurídicos fica a mercê da suscetibilidade e interpretação daqueles que produzem a informação financeira. Consequentemente, a imagem desejada sobrepõe-se à imagem verdadeira e fiel da contabilidade, de forma a obter determinados benefícios para os responsáveis da organização (Schipper, 1989), que pretendem assim a maximização das suas remunerações (Jones, 1991).

Em confronto com esta última ideia, muitos estudos apontam que a adulteração da informação financeira visa a maximização do valor da empresa, (Bartov et al., 2002; Scott, 1997).

Mulford e Comiskey (2005) intitularam como “*financial number game*” o conjunto de práticas de contabilidade criativa cujo objetivo é o de alterar a perceção do leitor das demonstrações financeiras. Metaforicamente *game* é o exercício que consiste em manobrar os números para um resultado predeterminado, cujo objetivo é causar boa impressão e satisfazer as projeções dos analistas. Segundo Lamb et al. (1998), isto sucede-se porque as normas *International Financial Reporting Standards* (IFRS) são baseadas em princípios e não em regras.

No estudo levado a cabo por Hanlon (2005) verificou-se que, as empresas com diferenças significativas nos resultados, contabilístico e fiscal, afetam as expectativas dos investidores e simultaneamente a sua avaliação no mercado, causada pela incerteza da atuação de GR. No entanto, não está comprovado empiricamente que os investidores sejam capazes de identificar os motivos pelos quais essas práticas permanecem invisíveis mesmo colocando em causa a eficiência dos mercados (Osma et al., 2005). Porém, quando são detetadas distorções na elaboração das demonstrações pode culminar num aumento do custo de capital, (Dechow e Skinner, 2000).

Para Baralexis (2004), essas práticas contabilísticas são intencionalmente manipuladas com o intuito de explorar e, até mesmo, violar os princípios contabilísticos. Neste sentido, importa salientar que existe uma linha ténue que separa a fraude da GR, mesmo que seja notório que ambas as práticas tenham intenção de enganar os utilizadores e estarem, por vezes, associadas a dificuldades financeiras, a GR atua dentro dos limites da lei. Assim sendo, no presente trabalho quando se refere GR subentende-se as práticas que se aproveitam da subjetividade dos elementos contabilísticos, de índole por si só pouco clara, e, da flexibilidade das normas contabilísticas e não as práticas que ultrapassam os limites da legislação. O grande desafio é delimitar onde acaba a ética e começa a GR, e posteriormente, onde termina a legalidade e começa a fraude.

Embora, na investigação europeia a nomenclatura predominante seja *creative accounting*, doravante concluiu-se ser mais adequado o uso do termo *earnings management* ou GR, por ser mais abrangente e incluir todas as práticas mencionadas anteriormente.

## **2.4 Incentivos à gestão de resultados**

A temática da GR teve início em meados do século 80, no seguimento da corrente positivista adotada por Watts e Zimmerman (1978), também conhecida por *Positive Accounting Theory* (PAT). Até então, o objeto de estudo da contabilidade era o de determinar as melhores práticas contabilísticas e os autores introduziram a discussão dos incentivos que levam à seleção de determinadas práticas em detrimento de outras, conduzindo à atuação da GR.

De uma forma generalizada pode-se dizer que as empresas incorrem a práticas de manipulação com o intuito de evitar custos ou gerar benefícios, sendo que é discutível se

esses proveitos são de facto para a empresa ou para os gestores. Anteriormente, referiu-se que as práticas de GR não são facilmente detetáveis porque os investigadores têm que estimar os resultados antes destes serem modificados.

Para combater esta adversidade, procura-se identificar os incentivos inerentes à GR para observar quais os padrões e de que forma estes revelam-se consistentes com os estímulos identificados. Healy e Whalen (1999) com referência nos países anglo-saxónicos agregam os incentivos em três tipos: mercados de capitais, relações contratuais e regulamentares ou políticos. Moreira (2006b) menciona ainda os incentivos fiscais, que se considera pertinente desenvolver no presente trabalho.

#### **2.4.1 Incentivos decorrentes do mercado**

Na literatura são vários os estudos que se debruçam sobre este tipo de incentivos dado o lugar de destaque dos mercados de capitais na economia global e da forma significativa que estes influenciam a tomada de decisões quer ao nível empresarial, quer ao nível governamental, quer ao nível das famílias.

Nos mercados de capitais verifica-se uma pressão ao nível da divulgação de resultados que satisfaçam as expectativas dos investidores e analistas. Dessa forma, a GR permite manter ou sobrevalorizar o preço das ações e ao mesmo tempo ajuda os gestores a aumentarem o seu prestígio. Note-se que a subida dos preços das ações simultaneamente aumenta a reputação dos gestores, que tomam decisões com vista a obterem um melhor posicionamento no mercado.

Burgstahler e Dichev (1997) concluíram no seu estudo que as empresas evitam o relato de perdas. Os primeiros autores mostraram ainda evidência empírica que a distribuição anormalmente descontínua em torno de zero nas variações dos resultados económicos prova que os gestores evitam também o relato de quebras nos resultados.

Esta conclusão é coerente com a premissa que os gestores têm consciência que o mercado reage perante resultados decrescentes e negativos e, como tal, a intuição dos agentes é alterar os resultados pré manipulação no sentido de alcançar ou exceder levemente as previsões dos analistas.

Porém, Moreira (2006b) viria a estender o estudo de Burgstahler e Dichev (1997), acrescentando a variável do impacto do conservantismo nos resultados das empresas cotadas em bolsa. O princípio do conservantismo pressupõe que as perdas esperadas sejam reconhecidas imediatamente no exercício, que o autor designou por MN (“más notícias”), enquanto os potenciais ganhos ou BN (“boas notícias”) apenas são reconhecidos no exato momento que ocorrem. A ideia subjacente ao conservantismo é a de que por via do tratamento assimétrico dos ganhos e perdas potenciais, o impacto sobre os resultados é negativo.

As empresas com resultados pré-manipulação que apresentam MN apresentam mais GR em proporção com as empresas que têm BN. Este dado revela que “*o comportamento das empresas na manipulação dos resultados interage com o conservantismo*” acrescenta ainda “*que a distribuição empírica dos resultados líquidos é o efeito conjunto de distintas distribuições para empresas com MN e empresas com BN*” (Moreira, 2006b:4).

É implícito que os mercados de capitais, dada a sua natureza, competitiva e coerciva por resultados positivos constitua por si só um forte incentivo à GR. Assim, estamos perante uma correlação positiva entre GR e o valor de cotação das ações.

Hanlon e Slemrod (2009) analisaram a relação entre o preço das ações quando notícias de envolvimento das empresas em práticas fiscais agressivas vieram a público e chegaram à conclusão que, em média, o preço das ações diminui. Estes esquemas da gestão em reduzir as obrigações fiscais são geridos consoante o *trade off* entre benefícios marginais, correspondem à poupança fiscal, e os custos marginais que incluem os custos de gestão fiscal (tempo e esforço, custos de transação) e a potencial penalização imposta pela autoridade tributária Chen et al. (2010)

#### **2.4.2 Incentivos proveniente de relações contratuais**

As empresas não são organismos fechados e, como tal, para alcançarem a maximização do seu valor dependem do estabelecimento de relações com outros organismos. Por sua vez, para “sobreviverem” num meio económico cada vez mais competitivo não importa apenas criar relações, é, também, fulcral preservarem a simbiose e desenvolverem os laços, transmitindo o seu estado vital aos seus *stakeholders*.

No seio empresarial, essas relações regem-se por contratos com vista a especificar o modo de operação de ambas as partes. O cumprimento dos objetivos é monitorizado através de

clausulas específicas, que por vezes surgem sobre a forma de rácios financeiros (*convenants*). Assim, é expectável que as questões contratuais potenciem a atuação da GR, nomeadamente, porque os rácios são elaborados a partir de variáveis contabilísticas que podem facilmente ser alvo da discricionariedade dos gestores (DeAngelo, 1986; Healy e Wahlen, 1999)

Uma das razões que leva os gestores a incorrerem a práticas GR, é o facto de estes verem estabelecidos planos de compensação em que parte das remunerações é tangível em função do desempenho da empresa, associado a indicadores como é o exemplo do RC (Marques e Rodrigues, 2009)

Os gestores são, por isso, incentivados a adotar práticas que engrandeçam essas medidas de desempenho e conseqüentemente as suas remunerações (Comiskey e Mulford, 2005). Acontece que, a maximização do valor para os gestores não é coincidente com a maximização do valor para os acionistas, criando assim conflitos de interesses. A Teoria da Agência defende que os dados contabilísticos desempenham um papel importante na mitigação dos conflitos de interesses, entre agente (gestor) e o principal (proprietário) (Jensen e Meckling, 1976).

Sendo o gestor parte ativa na tomada de decisões de gestão, os planos de remunerações contratualizados têm por base o cumprimento de determinadas metas impostas pelos acionistas, de forma que os incentivos à manipulação não sejam divergentes e, portanto, desfavorável para uma das partes.

No caso das PME, esta preocupação já não se verifica porque propriedade e a gestão estão normalmente a cargo da mesma pessoa. Neste contexto, o gestor tomará decisões que maximizem o seu interesse. Nas restantes empresas, os acionistas já tomam as devidas precauções e incorrem em custos de monitorização ao instituírem incentivos apropriados aos gestores, para que os seus interesses não sejam prejudicados.

A hipótese da PAT vai de encontro a ideia anteriormente referida, que os planos de compensação constituem um forte incentivo para os gestores recorrerem a práticas sempre no sentido de enaltecerem os resultados (Moreira, 2006b). Porém, Healy (1985) viria mais tarde, a contestar empiricamente, através de uma amostra de 250 empresas norte-americanas, que há situações em que a tendência seja em diminuir os resultados. Isto, ocorre “*quando os limites superiores e inferiores dos seus planos de remuneração estão balizados*” (Marques e Rodrigues, 2009:25).

Além dos conflitos entre gestores e acionistas, há também os conflitos com os credores decorrentes dos contratos de dívida. Estes tipos de contratos servem normalmente como uma salvaguarda a quem cede crédito. Na medida em que, caso as empresas não atinjam os rários financeiros estipulados ficam sujeitas a penalidades (Healy e Wahlen, 1999). Alguns autores (DeFond e Jambalvo, 1994; Sweeney, 1994) analisaram um grupo de empresas que violaram os *convenants* e com isso o contrato de empréstimo. As conclusões foram um bocado confusas, DeFond e Jambalvo (1994) descobriram que as empresas procuram aumentar os resultados um ano antes da infração. Por outro lado, Sweeney (1994) prova que as empresas da amostra se preocupam em rapidamente aumentar os resultados depois da violação do pacto. Estes resultados foram interpretados como evidências de GR quando as empresas se aproximam dos *convenants* associados aos seus empréstimos. Curiosamente as empresas não evitaram a infração das cláusulas dos contratos, ao invés, procuraram através de práticas contabilísticas evitar que essa ocorrência voltasse a acontecer.

As empresas não beneficiam com a violação das restrições impostas porque correm o risco de verem prejudicada a qualidade do crédito, bem como, a cedência de futuros créditos. Portanto, o incumprimento das cláusulas é dispendioso para as empresas e os gestores procuram medidas, quer seja através do aumento de ativos e rendimentos ou diminuição do passivo e dos gastos, entres outras, recorrer assim a práticas de GR que providenciem soluções à manutenção e bom funcionamento desses contratos.

### **2.4.3 Incentivos regulamentares ou políticos**

Associado aos incentivos regulamentares estão os custos políticos, tal como, define a PAT as empresas praticam GR para evitar esses custos, ou seja, adotam políticas contabilísticas que camuflam os resultados do período com o intuito de evitar o escrutínio das entidades regulamentares.

As grandes empresas em comparação com PME têm uma maior visibilidade regulamentar, porque a performance destas entidades atrai mais atenção de investidores estrangeiros e, por isso é exigida uma maior monitorização dos seus ganhos. Dessa forma, as grandes empresas têm um maior estímulo a práticas de GR que lhes permita uma certa invisibilidade perante os reguladores (Comiskey e Mulford, 2005).

Além disso, a visibilidade política também difere entre setores, uns têm legislação especial como são os casos dos bancos e seguradoras. Dada a sua importância económico-social, os seus indicadores contabilísticos são alvo de um maior controlo. Acontece que estas leis impulsionam a GR em certas contas do balanço e da demonstração de resultados (Healy e Wahlen, 1999).

No âmbito destes incentivos, um dos estudos mais citados é o de Jones (1991), a autora analisou um conjunto de empresas que poderiam beneficiar com medidas de proteção aduaneira. O estudo comprova que os gestores pressionam as entidades legais no sentido de criarem mais barreiras. Neste caso, os gestores praticam GR no sentido de diminuir os resultados, passando uma imagem de dificuldade face à concorrência externa e, conseqüentemente, pressionam as entidades legisladoras para criarem medidas que protejam as empresas nacionais, alegando que só assim poderão aumentar os resultados.

#### **2.4.4 Incentivos fiscais**

Este tipo de incentivos constitui o principal foco do presente estudo. Tendo em conta que procurasse determinar a GR induzida pelo endividamento, importa perceber os incitamentos das empresas manusearem os resultados para “baixo”.

Já foi dito que as PME têm um peso significativo nas estruturas empresariais portuguesas. Aliado a este facto são empresas inseridas num contexto empresarial que se rege por relações de conformidade entre contabilidade e fiscalidade, onde a Administração Fiscal é um dos principais destinatários da informação.

A forte interligação das matérias tem influência no apuramento do imposto sobre o rendimento a pagar ao Estado que é determinado com base nos resultados contabilísticos (Nobes e Parker, 2008). Isto, significa que quanto maior for o RC o preço a pagar pela fatura fiscal será mais alto. Desta forma, os gestores averiguam reduzir a carga tributária, a ideia predominante de poupança fiscal, através da transfiguração dos resultados de menos endividados para mais endividados.

Para Sikalidis e Levenis (2017) o rácio de cobertura que corresponde ao quociente entre o resultado operacional e os juros pagos no período determinam a capacidade de uma empresa cumprir as suas obrigações fiscais. As probabilidades de uma empresa gerar meios para cumprir as obrigações fiscais são maiores quanto mais elevado for esse rácio.

Daqui resulta uma relação negativa entre o rácio de cobertura e a taxa efetiva de imposto, isto, porque demonstraram que as empresas menos endividadas têm uma maior tendência para incorrem em práticas de planeamento fiscal.

De acordo com (Coppens e Peek, 2005) os países em que existe uma maior separação entre SC e o sistema fiscal apresentam maiores níveis de rendibilidade, o que é indicador de GR no sentido ascendente. Ao passo que nos países com uma grande interligação dos sistemas as empresas apresentam evidências que são incentivadas pela poupança fiscal a alterarem os resultados no sentido ascendente.

Outro estudo com evidências ao nível europeu é o de Black e Salas (2000), que analisaram empresas do Reino Unido e Espanha para procurar perceber se a GR era um fenómeno exclusivo dos países anglo-saxónico e chegaram à conclusão que de facto não é. Embora os fatores que estão na origem dessas práticas sejam transversais nos dois países. As respostas dos auditores aos seus inquéritos reforçam a ideia de que a GR ocorre essencialmente por dois motivos: facilidade de contratação de empréstimos junto das instituições bancárias e diminuir o imposto a pagar ao Estado.

Baralexis (2004) reforça as conclusões a que chegam Blake e Salas, através de uma amostra de empresas gregas verificaram que as pequenas empresas preferem diminuir a carga fiscal ao invés do incentivo da diminuição do custo de capital, isto, porque as taxas de juro do período em análise foram baixas.

Também Othman e Zeghal (2006) investigaram os fatores que potenciam a GR quer nos países com SC anglo-saxónicos, representado pelo Canadá, quer nos países com SC europeu-continental, representado por França, que são afetados por características socioeconómicas específicas e divergentes entre si, como já se referiu no ponto 2. Os autores forneceram evidências de que a GR nas empresas francesas estão especificamente ligadas aos custos da dívida contratual e taxa efetiva de imposto enquanto as empresas canadianas estão relacionadas com a emissão de capital.

A maior parte dos estudos relacionados com a qualidade de informação financeira são de origem anglo-saxónica e abordam empresas cotadas em bolsa. Este estudo pretende assim contribuir para a literatura sobre GR com evidências ao nível de PME portuguesas. Ao nível nacional destaca-se o contributo de Moreira (2006).



## **CAPÍTULO III – METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO**

---

### 3.1 Amostra

A amostra utilizada para estudar de que forma a gestão de resultados por meio do endividamento influencia a qualidade dos resultados baseia-se em empresas portuguesas, nomeadamente, PME que conforme referido é um contexto económico pouco explorado na literatura (Blake e Salas, 2000; Baralexis, 2004; Moreira, 2006a).

Na recolha dos dados, esta amostra convergiu com o critério referente ao Ativo Total, balanceado entre um mínimo de 350.000,00€ e 20.000.000,00€ com base no Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, que estabelece que uma entidade é considerada pequena e média quando o total do seu balanço seja igual ou superior a 350.000,00€. O período da recolha está compreendido entre 2014, ano da reforma fiscal em Portugal, e 2020 inclusive. Contudo, o período de análise difere do período da recolha dado o facto de se estar a averiguar uma variável desfasada. Sendo o período de análise de 2015 a 2020, o que culmina em 6 anos. Para obter a amostra final, foi necessário fazer alguns ajustes e excluir setores que são alvo de legislação especial para garantir a homogeneidade da amostra, são os casos do setor bancário e das seguradoras, assim como as empresas do setor da administração pública. Assim sendo, a amostra resultou num total de 79 empresas o que culminou em 474 observações. A tabela 1 apresenta o processo de definição da amostra recolhido através da base de dados SABI:

**Tabela 1– Composição da amostra**

| <b>Critérios</b>  | <b>N.º<br/>empresas</b> |
|---|-------------------------|
| Empresas consideradas PME segundo Decreto Lei n.º 98/2005, de 2 de junho, com valores no período de 2015 a 2020 | 103                     |
| Excluiu-se as entidades do setor financeiro e de seguros  | (24)                    |
| Total de observações  | 79                      |

**Fonte:** Elaboração própria

Na tabela 2 é destacada a forma jurídica das empresas que compõem a amostra. A predominância de empresas que se apresentam como Sociedades Anónima é indiscutível, sendo aproximadamente de 90%. O resto da composição amostral é repartida de igual forma (0,05%) entre Sociedade por Quotas e Sociedade Unipessoal por Quotas.

**Tabela 2 – Classificação da Forma Jurídica das empresas**

| <b>Forma Jurídica</b>           | <b>Nº Empresas</b> | <b>%</b>    |
|---------------------------------|--------------------|-------------|
| Sociedade Anónima               | 71                 | 0,898       |
| Sociedade por Quotas            | 4                  | 0,051       |
| Sociedade Unipessoal por Quotas | 4                  | 0,051       |
| <b>Total de observações</b>     | <b>79</b>          | <b>100%</b> |

**Fonte:** Elaboração própria

O desenvolvimento do estudo decorre no âmbito de uma pesquisa quantitativa efetuada recorrendo à análise de dados em painel, que pretende analisar o efeito do tempo e, simultaneamente, o efeito de determinados parâmetros financeiros das respetivas empresas.

Os modelos de dados em painel ocorrem em duas abordagens distintas: efeitos fixos ou efeitos aleatórios. Para determinar qual o mais apropriado para a análise das regressões recorreu-se ao teste de Hausman, onde foi rejeitada a hipótese nula e assim a decisão pela estimação usando os dados em painel com efeitos fixos. Neste ponto, salientar que as estimações das regressões foram obtidas com recurso ao programa *R-studio*.

### **3.2 Modelo**

À luz da revisão da literatura efetuada, pretende-se entender o efeito do endividamento na GR através da persistência de resultados com recurso a um modelo econométrico.

Para tal, achou-se pertinente que o estudo empírico acompanhasse as diretrizes do modelo proposto por Hanlon (2005), que permite uma análise de regressão. Contudo, o modelo foi adaptado às necessidades do estudo, enquanto Hanlon (2005) foca-se no impacto das diferenças entre resultados contabilístico e fiscal na persistência dos resultados, o presente estudo pretende destacar o efeito do endividamento com o intuito de atingir os objetivos propostos com este trabalho. Assim, para determinado período  $t+1$ , a persistência dos resultados apresenta-se do seguinte modo:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Em que  $PTBI$  é o resultado contabilístico antes dos impostos e  $\varepsilon_{t+1}$  os resíduos do modelo. Ao contrário de outras abordagens, não se prevê a decomposição dos *accruals* para evitar erros associados com anteriores estudos (Hayn, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997; McNichols, 2000), ao invés Hanlon (2005) considera a componente dos resultados a forma mais indubitável de obter sinais de distorção, em que a irregularidade da distribuição dos resultados é considerada uma *proxy* de GR. Posteriormente, Hanlon (2005) desenvolveu o modelo da seguinte forma:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 LNBTD_{i,t} + \beta_2 LPBTD_{i,t} + \beta_3 PTBI_{i,t} + \beta_4 PTBI_{i,t} * LNBTD_{i,t} + \beta_5 PTBI_{i,t} * LPBTD_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Na regressão 2,  $LNBTD$  é uma variável *dummy* que equivale a 1 quando a diferença entre *book-tax* está situada no quintil mais inferior (*large negative book-tax differences*), e 0 caso contrário. Por outro lado, a variável *dummy*  $LPBTD$  verifica as diferenças positivas, equivale a 1 quando as empresas estão situadas no quintil superior (*large positive book-tax differences*), e 0 caso contrário. Deste modelo manteve-se a variável dependente  $PTBI$  que é também ela variável explicativa na mesma equação, e como tal foi tratada como variável desfasada. Além destas variáveis e a do endividamento, considerou-se pertinente juntar variáveis de controlo, o que resulta na seguinte fórmula para testar H1:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

Desta forma, persistência dos resultados é obtida pela estimativa do coeficiente  $\beta_1$ , isto é, a significância dos resultados no ano seguinte face aos resultados do ano corrente, a variável independente é  $PTBI_{i,t+1}$ , que é a persistência dos resultados para empresa no ano  $t+1$ , corresponde ao resultado antes de imposto da empresa (*pre-tax book income*); a variável independente principal,  $ENDIV$ , que é o endividamento obtido pela fração entre passivo e ativo de uma determinada empresa; coerente com a revisão feita achou-se pertinente introduzir variáveis de controlo com o objetivo de obter resultados mais credíveis e menos suscetíveis a erros de estatística, essas variáveis independentes incluem *proxies* para avaliar a performance da empresa ( $ROA$ ) calculado como a razão entre o

lucro operacional e o ativo total (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), a dimensão (*TAM*) que consiste no logaritmo do ativo total da entidade (*i*) no período  $t+1$  e o crescimento (*CRESC*) que é a variação anual percentual do ativo total.

Da reformulação do modelo espera-se que  $\beta_1$  seja negativo evidenciando perturbação nos resultados do ano seguinte, indicativo que a empresa será mais propensa em atividades de GR.

No que toca ao endividamento, coeficiente  $\beta_2$ , espera-se que evidencie um sinal negativo, assim quanto maior for o nível de endividamento (sentido descendente) menor será a persistência de resultados. Na presença deste resultado no coeficiente  $\beta_1$  e  $\beta_2$  a primeira hipótese vê-se sustentada.

Relativamente ao coeficiente que se refere à dimensão (*TAM*) da empresa  $\beta_3$ , espera-se que esteja associado positivamente à persistência de resultados, porque quanto mais elevados forem os ativos de uma empresa, estas tenderão a apresentar resultados mais persistentes no período futuro, comparado com empresas de menor dimensão. Pese embora, este ponto levanta alguma ambiguidade no predito de vários autores.

No que concerne ao coeficiente que diz respeito ao crescimento (*CRESC*)  $\beta_4$ , medido como a variação anual percentual do ativo total espera-se um sinal positivo na relação com a persistência de resultados.

O comportamento previsto do coeficiente  $\beta_5$  é de que a sua relação com a persistência de resultados seja positiva. Na medida em que quanto maior for a rentabilidade da empresa menor é a intenção de manusear os resultados no sentido descendente, e por esse motivo os resultados incorrem numa distribuição normal.

Posteriormente, pretende-se observar a hipótese 2, isto é, aferir se as empresas sobreendividadas são menos propensas a práticas de GR.

Para aferir a hipótese 2, isto é, verificar se nas empresas mais endividadas existe uma maior atuação de GR e simultaneamente uma maior oscilação no que respeita à persistência de resultados, parâmetro utilizado como *proxy* de GR. Para tal, foi criada uma variável *dummy EXTRA* que identifica o nível de endividamento correspondente ao 5.º quintil, equivale a 1 nas empresas sobreendividadas e 0 caso contrário.

Posto isto, e tendo em conta as variáveis anteriormente referidas daqui resulta a segunda fórmula que testa a hipótese 2:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q5 * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

No que toca ao coeficiente  $\beta_6$  é expectável que este apresente o valor negativo, pelo motivo anteriormente referido, o de que empresas com níveis de endividamento mais altos recorrem a GR para diminuir a carga fiscal dada a sua fragilidade financeira.

Para a hipótese 2, considerou-se pertinente voltar a estimar os coeficientes para níveis de endividamento acima da média e, portanto, adicionou-se a variável  $Q2S * EXTRA_{i,t}$  que representa as empresas situadas nesse critério. O coeficiente  $\beta_6$ , ganha novo significado, mas mantém-se a expectativa quanto ao sinal da sua associação com a persistência de resultados. Assim sendo, surge a seguinte expressão:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q2S * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Não obstante, e para tornar clara a variação da GR para diferentes níveis de endividamento considerou-se relevante examinar empresas que se encontram abaixo da média de endividamento, e por isso, com níveis de endividamento mais baixos. De forma a possibilitar a comparação entre os resultados obtidos entre os dois níveis gerais de endividamento estabelecidos, fortes e baixos. De forma a testar a terceira hipótese estabeleceu-se que  $\beta_6$  representa empresas abaixo do 2.º quartil, pelo que o modelo é o seguinte:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q2I * IMP_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Ao contrário do que era esperado para as empresas sobreendividadas, neste nível é esperada uma relação positiva, na medida que empresas menos endividadas tendem apresentar resultados menos persistentes.





## 4 Estatística descritiva

Neste tópico, são apresentadas na tabela 5 as estatísticas descritivas das variáveis em análise, referente ao valor mínimo e máximo, mediana, média, desvio padrão e os valores correspondentes ao primeiro e terceiro quartis da amostra.

**Tabela 3 - Estatística Descritiva das variáveis**

|                           | Mínimo    | 1º Quartil | Mediana   | Média      | 3º Quartil | Máximo   | Desvio Padrão |
|---------------------------|-----------|------------|-----------|------------|------------|----------|---------------|
| <i>PTBI<sub>t</sub></i>   | -2431718  | 8370       | 26271     | 29091      | 47534      | 759278   | 169976.5      |
| <i>PTBI<sub>t-1</sub></i> | -2431718  | 9041       | 26686     | 31161      | 50955      | 759278   | 188014.3      |
| <i>TAM</i>                | 360075    | 545569     | 732769    | 1179593    | 1128314    | 8972779  | 1321604       |
| <i>CRESC</i>              | -0.49674  | -0.0553825 | -0.013375 | -0.0005894 | -0.04017   | 0.72118  | 0.1277054     |
| <i>ENDIV</i>              | 0.00004   | 0.43621    | 0.68949   | 0.73532    | 0.84549    | 11.67257 | 1.002476      |
| <i>ROA</i>                | -0.459717 | 0.006855   | 0.026867  | 0.030831   | 0.047901   | 0.811812 | 0.09680071    |
| <i>IMP</i>                | -246921.2 | 74.7       | 3808      | 91980.8    | 10996.1    | 135537.9 | 26326.02      |

**Fonte:** Elaboração Própria

As variáveis *CRESC*, *ENDIV* E *ROA* apresentam-se sob a forma de rácios, as restantes encontram-se expressas em euros.

Ao nível da variável desfasada *PTBI*, é evidenciado um valor médio para o período  $t$  de 29091 menor do que o observado no período  $t+1$ , cujo valor é de 31161. Isto significa que a projeção da persistência de resultados de um ano para o outro tende a diminuir ligeiramente.

Quanto à variável *TAM*, que representa o valor total do Ativo, a média da amostra é de 1.179.593,00€, sendo que o valor mínimo e valor máximo corresponde a respetivamente 360.075,00€ e 8.972.779,00€. O desvio padrão é elevado, situação que se verifica em relação a todas as variáveis, evidenciando uma dispersão considerável nos valores das empresas.

No que respeita ao crescimento, variável *CRESC*, verifica-se que as empresas da amostra, nomeadamente as PME portuguesas apresentam uma média da variação percentual anual negativa, cerca de 0,05894%.

Relativamente à variável que determina o endividamento, *ENDIV*, exibe uma média de 0.73532 ou 73,532%, o que revela que a população da amostra apresenta um nível de endividamento considerado e conseqüentemente que em média o ativo das empresas é comprometido por empréstimos e financiamentos.

## 4.2 Resultado das regressões

A persistência dos resultados, objeto em análise para a primeira hipótese tem como objetivo detetar se o efeito do endividamento provoca descontinuidade na frequência dos resultados líquidos antes de impostos (Hanlon, 2005).

É expectável que quanto maior for o endividamento menos elevado será o nível de *PTBI*, posto isto, espera-se que o coeficiente  $\beta_1$  da variável *PTBI* no período *t*, tratada com uma variável desfasada por ser simultaneamente dependente e explicativa, apresente um sinal negativo de formar a validar a primeira hipótese.

Tendo por base o modelo desenvolvido por Hanlon (2005), a estimação da regressão é exposta pela seguinte fórmula:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

A tabela 4 apresenta os resultados da primeira regressão e estimação dos coeficientes que apresentam os seguintes valores:

**Tabela 4 - Coeficientes estimados para a hipótese 1**

|           | Sinal Esperado | Sinal Observado | Estimativa | Erro Padrão | Valor z | Valor p               | Nível de significância |
|-----------|----------------|-----------------|------------|-------------|---------|-----------------------|------------------------|
| $\beta_1$ | -              | -               | -0.5926    | 0.4699      | -4.6388 | 4.791e <sup>-06</sup> | ***                    |
| $\beta_2$ | -              | -               | -94.3565   | 97.0864     | -0.9719 | 0.3317                | -                      |
| $\beta_3$ | +              | +               | 0.79677    | 0.2547      | 3.1277  | 0.0018                | **                     |
| $\beta_4$ | +              | +               | 111.4403   | 246.5762    | 0.4520  | 0.6516                | -                      |
| $\beta_5$ | +              | +               | 711.0432   | 457.3905    | 21.0385 | 2.2e <sup>-16</sup>   | ***                    |

**Valor Estatística F = 101.677; p-value = 2.2 e<sup>-16</sup>; R<sup>2</sup> = 0.4735**

Nível de Significância: \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo para um nível de significância de 0.001, 0.01 e 0.05, respetivamente.

**Fonte:** Elaboração própria

Na tabela 4, constata-se que o valor F da estatística é de 101.677 e o valor p é de 2.2 e<sup>-16</sup>, isto, significa que para qualquer nível de significância utilizado pelo menos dos

coeficientes estimados é estatisticamente diferente de zero. Podemos ainda afirmar que cerca de 47,35% das variáveis independentes do modelo explicam a variação ocorrida na variável dependente, obtido pelo valor ajustado de  $R^2$  (0.4735).

Relativamente aos coeficientes, verifica-se que os valores estimados para  $\beta_1$  e  $\beta_5$  são estatisticamente significativos ao nível de 0.1%, ao passo que  $\beta_3$  apresenta-se estatisticamente significativo ao nível de 1%. O sinal observado de  $\beta_1$  vai de encontro ao inicialmente esperado, o que indica que empresas com desfasamento no rendimento apresentam deterioração na persistência dos resultados futuros, coerente com as conclusões de Hanlon (2005). Todavia o coeficiente  $\beta_1$  não se revela estatisticamente significativo, o que impossibilita sustentar a primeira hipótese.

O valor estimado para a regressão permite concluir que o endividamento está negativamente associado à persistência de resultados, embora não se revele estatisticamente significativo e seria de esperar o contrário ao nível da significância.

Quanto ao valor estimado para  $\beta_3$ , salientar que este ponto levanta alguma controvérsia na literatura devido às divergências encontradas entre o sinal esperado e o obtido. A variável *TAM* foi introduzida no modelo como variável de controlo e pela interpretação da regressão efetuada seria de esperar um valor positivo para o seu estimador, o que se constata (0.79677). Na perspetiva da presente investigação, quanto maior for a dimensão maior será a persistência dos resultados, da mesma forma, quanto menor for a empresa menor seja também a persistência dos resultados, numa relação proporcional.

Relativamente ao coeficiente  $\beta_4$ , o valor estimado é de 111.4403 sendo por isso coerente com a premissa que o crescimento das empresas da amostra está positivamente relacionado com resultados mais persistentes em períodos futuros. No entanto, o coeficiente não se revela estaticamente significativo para nenhum dos níveis utilizados.

Por último o coeficiente  $\beta_5$  evidencia um sinal positivo e um valor estimado de 711.0432, conforme o expectável as empresas que apresentam mais rendibilidade dos capitais próprios são mais propicias apresentar resultados mais constantes relativamente a um determinado período transato.

No sentido de aprofundar a análise quanto ao efeito do endividamento na gestão dos resultados, foram consideradas as empresas cujo nível de endividamento esteja no quintil

superior ( $EXTRA > 80\%$ ) e ver o comportamento desta variável com a persistência de resultados recorrendo à seguinte expressão:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q5 * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

A tabela 5 apresenta os resultados da segunda regressão e estimação dos coeficientes que apresentam os seguintes valores:

**Tabela 5 - Coeficientes estimados para a hipótese 1**

|           | Sinal Esperado | Sinal Observado | Estimativa | Erro Padrão | Valor z | Valor p        | Nível de significância |
|-----------|----------------|-----------------|------------|-------------|---------|----------------|------------------------|
| $\beta_1$ | -              | -               | -0,8643    | 0.6581      | 4,8315  | $1,953e^{-06}$ | ***                    |
| $\beta_2$ | -              | -               | -110,3974  | 133.5853    | 0,8264  | 0.4090         | -                      |
| $\beta_3$ | +              | -               | -1,1466    | 0,3486      | -3,289  | 0.0010         | **                     |
| $\beta_4$ | +              | +               | 252.2435   | 341.5715    | 0,7385  | 0,4606         | -                      |
| $\beta_5$ | +              | +               | -1075,1197 | 173.2129    | 6,2069  | $1,386e^{-09}$ | ***                    |
| $\beta_6$ | -              | +               | 430,4791   | 161.7907    | 2,6607  | 0,0081         | **                     |

**Valor Estatística F = 13.3773; p-value =  $8.4291e^{-14}$ ;  $R^2=0.17104$**

Nível de Significância: \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo para um nível de significância de 0.001, 0.01 e 0.05, respetivamente.

**Fonte:** Elaboração própria

O valor F da estatística é de 13.3773, apresentando uma diminuição comparativamente ao primeiro modelo, porém o valor p é  $8.4291e^{-14}$  apresentando-se assim estatisticamente significativo, o que indica que pelo menos um dos coeficientes é estatisticamente diferente de zero. Na presente regressão, o  $R^2$  é de 0.17104 o que significa que 17.104% do modelo explica a variação em  $PTBI$  no período de  $t+1$ .

Comparativamente com o modelo anterior, ao nível do sinal expectável para cada coeficiente apenas  $\beta_3$  sofreu alterações. O esperado seria o estimador estar associado a uma relação positiva entre persistência e tamanho, na ótica que empresas com maior dimensão são incentivadas a apresentar uma normal distribuição dos seus resultados. Ao passo que empresas de menor dimensão têm tendência a revelar mais oscilação nos resultados. Mas o observado foi contrário ao sinal expectável para esta variável. O coeficiente  $\beta_3$  é estatisticamente significativo ao nível 1%.

Os coeficientes  $\beta_2$  e  $\beta_4$ , correspondem respetivamente ao endividamento e crescimento, que vão de encontro ao valor esperado para os seus estimadores, mas não se revelam estatisticamente significativos para nenhum dos níveis utilizados. Por outro lado, o coeficiente  $\beta_5$  evidencia um valor negativo quando o expectável era revelar uma associação positiva com *PTBI* no período de  $t+1$ . O seu estimador é estatisticamente significativo ao nível 0.1%.

Para validar a hipótese 2, o coeficiente de  $\beta_6$  deveria apresentar um sinal negativo, sinónimo de que empresas mais endividadas incorriam em práticas de manuseamento dos relatórios apresentariam mais oscilações nos resultados. A diferença obtida na relação deste coeficiente com a variável dependente, pode ser justificada em detrimento da boa relação com os seus credores, tal como refere Hanlon (2005). Os resultados obtidos permitem concluir que para um elevado nível de endividamento, neste caso, superior ao 5.º quintil, as empresas apresentam uma relação positiva com a persistência dos resultados. Apesar do coeficiente  $\beta_6$  ser estatisticamente significativo ao nível 1%, não é suficiente para sustentar a ideia inicial que o endividamento ( $\beta_2$ ) é determinante para a GR.

Por esta razão, estabeleceu-se um novo nível de endividamento onde  $\beta_6$  compreende as empresas que estão situadas acima 2.º quartil, isto é, empresas em que a variável *IMP* encontra-se acima da média da amostra representada pela variável *Q2S \* EXTRA*.

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q2S * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

A tabela 6 revela os resultados obtidos com a terceira regressão e a estimação dos coeficientes que procuram assim testar a terceira hipótese proposta

**Tabela 6 - Coeficientes estimados para a hipótese 2 para níveis de endividamento acima da média da amostra**

|           | Sinal Esperado | Sinal Observado | Estimativa | Erro Padrão | Valor z | Valor p | Nível de significância |
|-----------|----------------|-----------------|------------|-------------|---------|---------|------------------------|
| $\beta_1$ | -              | -               | -1.3392    | 0.6072      | -2.2055 | 0.0292  | *                      |
| $\beta_2$ | -              | -               | -273.5848  | 360.0503    | -0.7599 | 0.4487  | -                      |
| $\beta_3$ | +              | +               | 0.3477     | 0.8942      | 0.3888  | 0.698   | -                      |
| $\beta_4$ | +              | -               | -444.8766  | 148.7694    | -0.8128 | 0.4177  | -                      |
| $\beta_5$ | +              | -               | -936.116   | 1135.8504   | -0.8242 | 0.4114  | -                      |
| $\beta_6$ | -              | +               | 2.6418     | 1.1481      | 2.301   | 0.0229  | *                      |

**Valor Estatística F = 2.75852; p-value = 0.014751; R<sup>2</sup>=0.11217**

Nível de Significância: \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo para um nível de significância de 0.001, 0.01 e 0.05, respetivamente.

Através da tabela 6, observa-se que o valor F é de 2.75852, e o valor p é de 0.014751, indicativo de que para qualquer nível de significância utilizado pelo menos um dos coeficientes é estatisticamente diferente de zero.

Os resultados da regressão 3 vão de encontro aos efetuados anteriormente na regressão 2. As principais alterações decorrem nas variáveis de controlo,  $TAM_{i,t}$  e  $CRESC_{i,t}$ , que apresentam sinais contrários ao esperado enquanto na regressão 3 isso não se verificou. Sendo que apenas duas variáveis,  $PTBI_{i,t}$  e  $Q2I * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$ , são estatisticamente significativas ao nível de 5%, contra 4 na regressão anterior. Quanto à variável  $ENDIV_{i,t}$  volta a surgir com valor negativo de encontro ao que seria de esperar, mas regista-se novamente ausência de significância.

Como se constatou que grande parte da amostra se encontra abaixo da média do nível de endividamento, achou-se pertinente voltar a estimar a regressão para empresas que se enquadram neste patamar. Assim,  $\beta_6$  assume o 2.º quartil de empresas endividadas ( $EXTRA < 50\%$ ) originando a seguinte expressão:

$$PTBI_{i,t+1} = \alpha_0 + \beta_1 PTBI_{i,t} + \beta_2 ENDIV_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 CRESC_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Q2I * EXTRA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Na tabela 7, encontram-se expressos os resultados da quinta regressão para empresas com níveis de endividamento baixos:

**Tabela 7 - Coeficientes estimados para a hipótese 3**

|           | Sinal Esperado | Sinal Observado | Estimativa | Erro Padrão | Valor z | Valor p | Nível de significância |
|-----------|----------------|-----------------|------------|-------------|---------|---------|------------------------|
| $\beta_1$ | +              | +               | 0.4001     | 0.6225      | 0.6426  | 0.5212  | *                      |
| $\beta_2$ | +              | +               | 156.4837   | 70.7756     | 2.2109  | 0.0281  | *                      |
| $\beta_3$ | -              | -               | 0.6995     | 0.3878      | 1.8024  | 0.0729  | -                      |
| $\beta_4$ | +              | -               | -12.7237   | 5.2313      | 2.4322  | 0.0159  | *                      |
| $\beta_5$ | +              | -               | 161.0037   | 275.1877    | 0.0432  | 0.9656  | -                      |
| $\beta_6$ | +              | +               | 2.01       | 1.9089      | 1.0529  | 0.2936  | -                      |

**Valor Estatística F = 0.021717; p-value =0.021717; R<sup>2</sup>=0.067826**

Nível de Significância: \*\*\*, \*\*, \* estatisticamente significativo para um nível de significância de 0.001, 0.01 e 0.05, respetivamente.

O valor F da estatística apresenta um valor muito reduzido 0.021717, assim como, o R<sup>2</sup> que revela que apenas 6,7826% da variação na variável dependente é justificada pelas demais. Contudo, a regressão tem um valor p de 0.021717 que permite a caracterizar como sendo estatisticamente significativa.

De salientar, o valor obtido com o coeficiente  $\beta_2$  que se revela estatisticamente significativo para a variável referente ao endividamento ao nível de 5%. O sinal positivo da relação com a persistência de resultados futuros explica que empresas menos endividadas tem valores mais persistentes.

Outro dado curioso é o relativo ao coeficiente  $\beta_1$ , também ele estatisticamente significativo ao nível de 5% para a variável referente à persistência de resultados no ano  $t$ . O sinal esperado coincide com o sinal observado, sinónimo de que empresas menos endividadas são mais persistentes. A verificação destes dois pontos, levam a concluir que baixos níveis de endividamento estão associados a resultados mais persistentes e, conseqüentemente, com maior qualidade de informação. Assim, vê-se suportada a terceira hipótese formulada.

De notar que o coeficiente  $\beta_4$ , estimador da variável referente ao crescimento mostra-se estatisticamente significativo para um nível de significância de 5%. Porém, o sinal é um contrário ao que se contava obter de que empresas de maior dimensão tendem apresentar resultados dotados de maior qualidade e, por isso, mais persistentes.



O presente estudo investigou o impacto do endividamento na qualidade dos resultados reportados. A amostra compreendeu a análise de resultados de 79 empresas PME portuguesas que não pertencem ao mercado bolsista, no período de 2015 a 2020 resultando num total de 474 observações.

Apesar da GR não ser de carácter observável, existem algumas medidas utilizadas como *proxy* da ocorrência ou não destas práticas. Existem alguns estudos que recorrem principalmente aos *accruals* (Jones, 1991; Dechow et al 1995) como métrica dos *earnings*, para ser possível a confrontação entre várias medidas considerou-se relevante optar pelo uso dos *earnings persistence* com recurso ao modelo de Hanlon (2010), medida até então pouco utilizada na estimação dos valores para empresas de natureza igual às que compõe a amostra.

Após a estimação do primeiro modelo, os resultados evidenciam que existe uma associação negativa na persistência de resultados, levando a concluir que as empresas da amostra incorrem em práticas de GR o que origina resultados menos persistentes e, portanto, apresentam menor qualidade nos seus relatórios financeiros. Este facto acontece devido às características específicas das PME e a vontade de obter financiamento a custo razoável. Este conflito de interesses pode bem originar oscilações nas práticas de GR que se refletem nos resultados financeiros.

Neste estudo foi ainda efetuada uma análise por níveis de endividamento, o que culminou em dois testes de hipótese um para níveis altos e outro para níveis baixos. Apesar do endividamento não se revelar estatisticamente significativo, para níveis altos de endividamento, os coeficientes estimados foram estatisticamente significativos, com sinal positivo sobre a persistência dos resultados, sendo consistente com Hanlon (2010) já que os bancos tendem a valorizar os resultados persistentes.

Quanto às empresas inseridas abaixo da média do nível de endividamento da amostra, verificou-se que estas apresentam resultados de maior qualidade comparando com as empresas cujos níveis de endividamento são mais altos. Isto, porque as variáveis ilustrativas do endividamento e da persistência de resultados demonstraram uma relação positiva com a afetação dos resultados no período seguinte. Contrária à demonstração desenvolvida no estudo de Sikalidis e Levenis (2017) que provaram que as empresas menos endividadas têm uma maior tendência para incorrem em práticas de planeamento fiscal.

Deste modo, para a amostra estudada, o endividamento tende a afetar a persistência dos resultados, evidenciando-se que para empresas com níveis de endividamento mais baixos os resultados revelam-se mais persistentes e, por isso, associada a melhor qualidade de informação para os diversos agentes económicos. Também nos níveis de endividamento mais elevados, a evidência empírica recolhida sugere uma maior persistência dos resultados. Do ponto de vista económico, a GR causa fortes distorções na qualidade de informação e provoca consequentemente fortes distorções na concorrência, colocando em vantagem os detentores da realidade da empresa. Assim sendo, o estudo revela-se importante para os reguladores, investigadores e investidores, contribuindo para a identificação de padrões de práticas de GR.

Não será, no entanto, de descurar as limitações percecionadas na realização do presente estudo substancialmente ao nível da amostra pelo facto de ser constituída por um número reduzido de empresas. Para além disso, o facto da exiguidade de empresas situadas em níveis altos de endividamento poderá ter enviesado alguns resultados, que acabaram por não se revelar estatisticamente significativos.

Como sugestão de futuras investigações, seria interessante adicionar o estudo da relação do endividamento e a persistência de resultados nas microentidades, aumentando assim o número da amostra. Adicionalmente, poderia haver uma análise a fim de perceber em qual dos tipos de entidades o nível de endividamento afeta mais a GR devido às diferentes pressões sociais e políticas.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

---

- Amat, O., e Gowthorpe, C. (2004). *Creative accounting: nature, incidence and ethical issues*.
- Amat Salas, O., e Blake, J. (2000). Contabilidad creativa. *Gestión*, 2.
- Atwood, T. J., Drake, M. S., e Myers, L. A. (2010). Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 50(1), 111–125.
- Ball, R., Kothari, S. P., e Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51.
- Baralexis, S. (2004). Creative accounting in small advancing countries: The Greek case. *Managerial Auditing Journal*.
- Bartov, E., Givoly, D., e Hayn, C. (2002). The rewards to meeting or beating earnings expectations. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 173–204.
- Burgstahler, D., e Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Cerqueira, A. M., e Pereira, C. F. (2019). Earnings Management and Stock Market Reaction. *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*, 32–52.
- Chen, A.-S., Cheng, L.-Y., Cheng, K.-F., e Chih, S.-W. (2010). Earnings management, market discounts and the performance of private equity placements. *Journal of Banking e Finance*, 34(8), 1922–1932.
- Cieslewicz, J. K. (2014). Relationships between national economic culture, institutions, and accounting: Implications for IFRS. *Critical Perspectives on Accounting*, 25(6), 511–528.
- Coppens, L., e Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 1–17.
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 400–420.
- Dechow, P. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm

- performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3–42.
- Dechow, P., Ge, W., e Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Dechow, P., e Schrand, C. (2004). *Earnings quality*. Research Foundation of CFA Institute Charlottesville, VA.
- Dechow, P., e Skinner, D. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.
- Dechow, P., Sloan, R., e Sweeney, A. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 193–225.
- DeFond, M. L., e Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1–2), 145–176.
- Desai, M. A. (2005). The degradation of reported corporate profits. *Journal of Economic Perspectives*, 19(4), 171–192.
- Desai, M. A., e Dharmapala, D. (2009). Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3), 537–546.
- Ewert, R., e Wagenhofer, A. (2011). Earnings quality metrics and what they measure. *Available at SSRN 1697042*.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., e Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Gadea, J. A. L., e Gastón, S. C. (1999). *Contabilidad creativa*. Civitas.
- Gastón, S. C., e Jarne, J. I. J. (1995). La información financiera en el contexto internacional: Análisis descriptivo. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 937–968.
- Hanlon, M. (2005). The persistence and pricing of earnings, accruals, and cash flows when firms have large book-tax differences. *The Accounting Review*, 80(1), 137–166.

- Hanlon, M., Dyreng, S. D., e Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83(1), 61–82.
- Hanlon, M., e Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178.
- Hanlon, M., e Slemrod, J. (2009). What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics*, 93(1–2), 126–141.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.
- Healy, P. M., e Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizon*, 13, n(November), 365–383. <https://doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- INE.(2021).Indicadores.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INEexpgid=ine\\_indicadoreseindOcorrCod=0009800econtexto=bdeselTab=tab2exlang=pt](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INEexpgid=ine_indicadoreseindOcorrCod=0009800econtexto=bdeselTab=tab2exlang=pt)
- Jensen, M. C., e Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Kousenidis, D., Dimitropoulos, P. E., Asteriou, D., e Leventis, S. (2013). The impact of IFRS on accounting quality: Evidence from Greece. *Advances in Accounting*, 29(1), 108–123.
- Lamb, M., Nobes, C., e Roberts, A. (1998). International variations in the connections between tax and financial reporting. *Accounting and Business Research*, 28(3), 173–188.
- Leuz, C., Nanda, D., e Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.

- Marques, M., e Rodrigues, L. (2009). A problemática do “earnings management” e suas implicações. *Jornal de Contabilidade*, 391, 325–339.
- Moreira, J. (2006a). Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms. *Discussion Papers*, 10.
- Moreira, J. (2006b). Manipulação para evitar perdas: Impacto do Conservantismo. *Contabilidade e Gestão*, 3, 33–63. <https://ideas.repec.org/p/por/cetedp/0605.html>
- Mulford, C. W., e Comiskey, E. E. (2005). *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. John Wiley e Sons.
- Naser, K. H. M. (1993). *Creative Financial Accounting: Its Nature and Use*. Prentice Hall.
- Nobes, C., e Parker, R. B. (2008). *Comparative international accounting*. Pearson Education.
- Osma, B., García Lara, J. M., e Mora, A. (2005). The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance e Accounting*, 32(3-4), 691–726.
- Othman, H. Ben, e Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406–435.
- Penman, S. H., e Zhang, X. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237–264.
- Porta, R. La, Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., e Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Schanz, D., e Schanz, S. (2010). *Business taxation and financial decisions*. Springer Science e Business Media.
- Schipper, K. (1989). Earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91.
- Schipper, K., e Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97–110.
- Scott, W. R. (1997). *Financial accounting theory* (Vol. 343). Prentice Hall Upper Saddle River, NJ.

- Sikalidis, A., e Leventis, S. (2017). The impact of unrealized fair value adjustments on dividend policy. *European Accounting Review*, 26(2), 283–310.
- Sloan, R. G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 289–315.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281–308.
- Watrin, C., Ebert, N., e Thomsen, M. (2014). Book-tax conformity and earnings management: insights from European one-and two-book systems. *The Journal of the American Taxation Association*, 36(2), 55–89.
- Watts, R. L., e Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting Review*, 112–134.



# Apêndice I

## Apêndice 1 – Empresas da amostra

| Nome Empresa  | Forma Jurídica                  |
|---|---------------------------------|
| PETROGAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| PINGO DOCE - DISTRIBUIÇÃO ALIMENTAR, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| MODELO CONTINENTE - HIPERMERCADOS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA  | Sociedade por Quotas            |
| SUELETRICIDADE, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| NOS COMUNICAÇÕES, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| REPSOL PORTUGUESA, LDA  | Sociedade por Quotas            |
| AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| GALP - GÁS NATURAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| EDP - GESTÃO DA PRODUÇÃO DE ENERGIA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| E-REDES - DISTRIBUIÇÃO DE ELETRICIDADE, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| BP PORTUGAL - COMÉRCIO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.                              | Sociedade Anónima               |
| TRANSPORTES AÉREOS PORTUGUESES, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| WORTEN - EQUIPAMENTOS PARA O LAR, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO ÁFRICA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| BRISA - CONCESSÃO RODOVIÁRIA, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| JOSÉ DE MELLO CAPITAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| LEASE PLAN PORTUGAL - COMÉRCIO E ALUGUER DE AUTOMÓVEIS E EQUIPAMENTOS, UNIPessoal, LDA    | Sociedade Unipessoal por Quotas |
| SAIPEM (PORTUGAL) - COMÉRCIO MARÍTIMO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA) | Sociedade Unipessoal por Quotas |
| CELULOSE BEIRA INDUSTRIAL (CELBI), S.A.   | Sociedade Anónima               |
| REN - REDE ELÉCTRICA NACIONAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| EL CORTE INGLÉS - GRANDES ARMAZENS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| MOTA-ENGIL - ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| TEIXEIRA DUARTE - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| ANA - AEROPORTOS DE PORTUGAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| SOMNOCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| NOS TECHNOLOGY - CONCEPÇÃO, CONSTRUÇÃO E GESTÃO DE REDES DE COMUNICAÇÕES, S.A.            | Sociedade Anónima               |
| UNILEVER FIMA, LDA  | Sociedade por Quotas            |
| BIAL - PORTELA & CA., S.A.  | Sociedade Anónima               |
| JMR - PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS PARA A DISTRIBUIÇÃO, S.A.                                     | Sociedade Anónima               |
| BA GLASS PORTUGAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| SECIL - COMPANHIA GERAL DE CAL E CIMENTO, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| SCC - SOCIEDADE CENTRAL DE CERVEJAS E BEBIDAS, S.A.                                       | Sociedade Anónima               |
| SUMOL-COMPAL - MARCAS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| EDA - ELECTRICIDADE DOS AÇORES, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| EEM - EMPRESA DE ELECTRICIDADE DA MADEIRA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| BRISA - AUTO-ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| EPAL - EMPRESA PORTUGUESA DAS ÁGUAS LIVRES, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| BANJO - INVESTIMENTOS E SERVIÇOS, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)                            | Sociedade por Quotas            |
| EDP RENOVÁVEIS PORTUGAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| ASCENDI NORTE - AUTO-ESTRADAS DO NORTE, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| LENA - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| REN - GASODUTOS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| LISBOAGÁS GDL - SOCIEDADE DISTRIBUIDORA DE GÁS NATURAL DE LISBOA, S.A.                    | Sociedade Anónima               |
| ASCENDI PINHAL INTERIOR - ESTRADAS DO PINHAL INTERIOR, S.A.                               | Sociedade Anónima               |
| IBERWIND II PRODUÇÃO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA   | Sociedade Unipessoal por Quotas |
| ROBERT BOSCH, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| TANGOR CAPITAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| ZAGOPE - CONSTRUÇÕES E ENGENHARIA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| ASCENDI BEIRAS LITORAL E ALTA - AUTO ESTRADAS DAS BEIRAS LITORAL E ALTA, S.A.             | Sociedade Anónima               |
| REN PORTGÁS DISTRIBUIÇÃO, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| ÁGUAS DO ALGARVE, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| GRUPO VISABEIRA, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| SDI - SUBCONCESSIONÁRIA DO DOURO INTERIOR, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| APS - ADMINISTRAÇÃO DOS PORTOS DE SINES E DO ALGARVE, S.A.                                | Sociedade Anónima               |
| REN - SERVIÇOS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| PARVALOREM, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| TALTA - TRADING E MARKETING, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)           | Sociedade Unipessoal por Quotas |
| ESTAMO - PARTICIPAÇÕES IMOBILIÁRIAS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| IMORETALHO - GESTÃO DE IMÓVEIS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| SONAE HOLDINGS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| CENTRO COLOMBO - CENTRO COMERCIAL, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| ALVES RIBEIRO - CONSULTORIA DE GESTÃO, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| NORS, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| GALP GÁS NATURAL DISTRIBUIÇÃO, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| SONAERP - RETAIL PROPERTIES, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| REN - GÁS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| EMPRESA HIDROELÉCTRICA DO GUADIANA, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| ELECGÁS, S.A.   | Sociedade Anónima               |
| NORTESHOPPING - CENTRO COMERCIAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| TEIXEIRA DUARTE - GESTÃO DE PARTICIPAÇÕES E INVESTIMENTOS IMOBILIÁRIOS, S.A.              | Sociedade Anónima               |
| AUTO-ESTRADAS XXI - SUBCONCESSIONÁRIA TRANSMONTANA, S.A.                                  | Sociedade Anónima               |
| INTERCEMENT PORTUGAL, S.A.  | Sociedade Anónima               |
| GALENO - ESTUDOS E INVESTIMENTOS, S.A.  | Sociedade Anónima               |