

INSTITUTO
SUPERIOR
DE CONTABILIDADE
E ADMINISTRAÇÃO
DO PORTO
POLITÉCNICO
DO PORTO

M

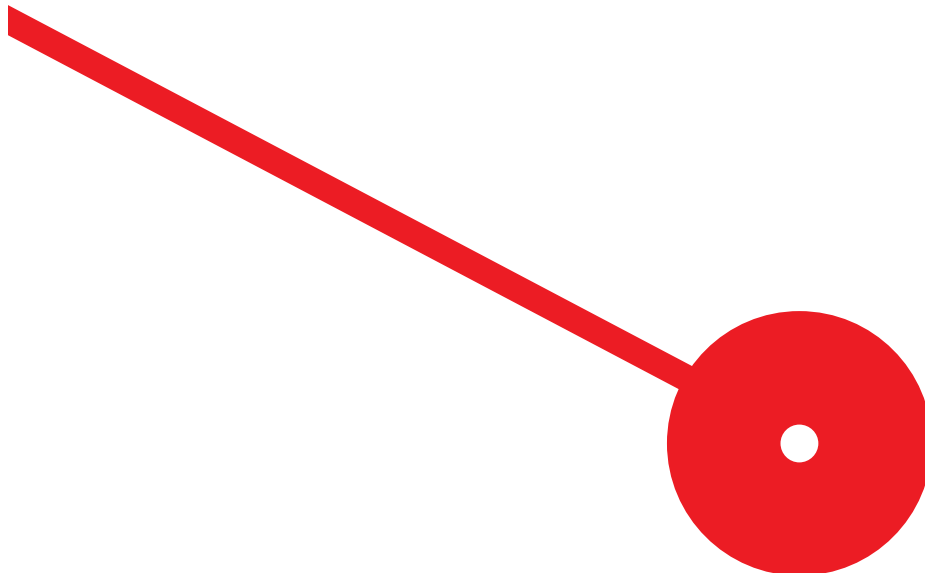
MESTRADO
Contabilidade e Finanças

Impacto da dívida na gestão dos resultados das PME portuguesas

José Alexandre de Jesus Sequeira

10/2023

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)



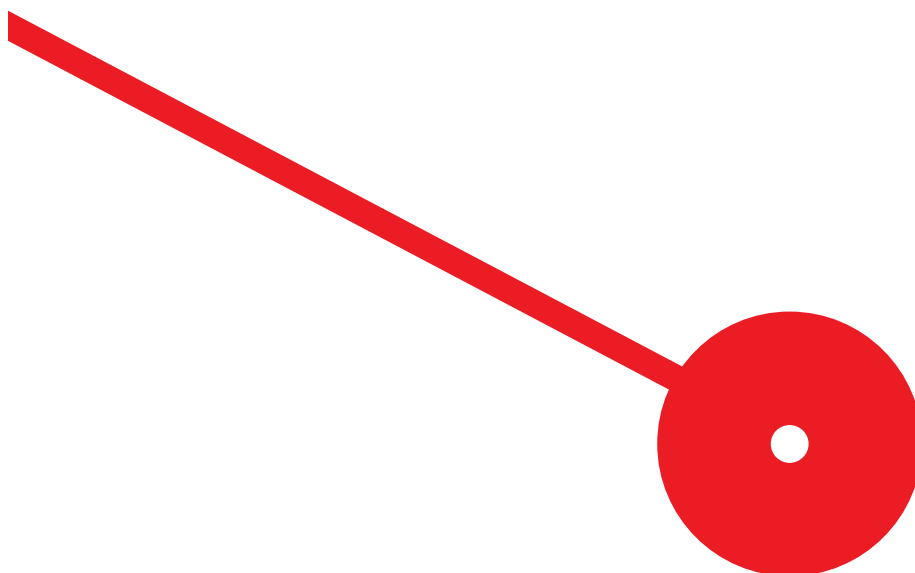
José Alexandre de Jesus Sequeira. Impacto da dívida na gestão dos resultados das PME portuguesas.
10/2023



Impacto da dívida na gestão dos resultados das PME portuguesas

José Alexandre de Jesus Sequeira

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 da Professora Doutora Cláudia Maria Ferreira Pereira



“Quanto mais aumenta o nosso conhecimento, mais se revela a nossa ignorância”

John F. Kennedy

Agradecimentos

Primeiramente, quero expressar meu profundo agradecimento à Professora Doutora Cláudia Pereira, que esteve ao meu lado ao longo de todo este trajeto. O seu conhecimento e orientação foram cruciais para a conclusão deste trabalho. Todas as sugestões e críticas foram uma mais-valia para este trabalho. Agradeço todo o apoio, disponibilidade e dedicação.

Quero expressar o meu agradecimento à minha companheira, Ângela Pereira pela compreensão, apoio e paciência ao longo desta jornada.

Por fim, expresso a minha sincera gratidão a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para o processo da minha aprendizagem, nomeadamente a todos os professores que desempenharam um papel significativo para o meu crescimento enquanto aluno e profissional. Cada um deles deixa uma marca importante na minha jornada académica, e por isso sou eternamente grato.

Resumo:

A presente dissertação tem como objetivo analisar a relação entre a dívida e a gestão dos resultados (GR) no contexto de pequenas e médias empresas (PME) portuguesas.

A principal fonte de financiamento das entidades portuguesas é o crédito bancário, o que implica alguns constrangimentos à obtenção de fundos adicionais. Com base no argumento da Teoria Positiva da Contabilidade, de que as escolhas contabilísticas não são neutras, analisamos o impacto desta fonte predominante de financiamento na adoção de práticas de GR. Para além disso, analisamos o efeito de níveis elevados de dívida e de aumentos da dívida na GR.

Para o estudo empírico, foi utilizada uma amostra de PME portuguesas, durante o período de 2013 a 2019, utilizando os accruals discricionários (AD) como proxy da GR. Os AD foram obtidos através do modelo de Kothari et al. (2005). As hipóteses foram testadas através de regressões econométricas utilizando dados em painel com efeitos fixos.

Os resultados empíricos sugerem que quando as PME portuguesas ficam mais endividadas tendem a fazer GR, nomeadamente se a dívida aumenta fase ao período anterior e se apresenta elevada exigibilidade, indicando que a qualidade da informação financeira tende a deteriorar com o aumento dos níveis dívida. Pelo contrário, as empresas com elevados níveis de endividamento tendem a reduzir as práticas de GR.

Deste modo, esta dissertação contribui para a literatura anterior, recolhendo evidência de que os níveis de dívida tendem a ser um incentivo ao aumento da GR, comprometendo tanto a confiança dos stakeholders como a tomada de decisões para uma eficiente afetação de capital.

Palavras chave: Accruals Discricionários, Dívida, Gestão dos Resultados, PME.

Abstract:

This dissertation aims to analyse the relationship between debt and earnings management (EM) in the context of Portuguese small and medium-sized enterprises (SMEs).

The main source of finance for Portuguese companies is bank credit, which implies some constraints on obtaining additional funds. Based on the Positive Accounting Theory argument that accounting choices are not neutral, we analyse the impact of this predominant source of funding on EM. In addition, we analyse the effect of high levels of debt and increases in debt on EM.

For the empirical study, we used a sample of Portuguese SMEs from 2013 to 2019, using discretionary accruals (DA) as a proxy for EM. The DA were obtained using the Kothari et al. (2005) model. The hypotheses were tested through econometric regressions using panel data with fixed effects.

The empirical results suggest that the relationship between debt and earnings management is positive for Portuguese SMEs, with increased debt providing an additional incentive for earnings management, suggesting that the quality of financial information deteriorates as debt increases.

This dissertation aims to contribute to the previous literature by collecting evidence that debt levels tend to be an incentive to increase earnings management, compromising both stakeholder confidence and decision-making for efficient capital allocation.

Key words: Discretionary Accruals, debt, Earnings Management, SMEs

Índice geral

| | |
|---|-----------|
| Capítulo I - Introdução | 1 |
| Capítulo II – Revisão da literatura | 4 |
| 2.1. Qualidade da Informação Financeira | 5 |
| 2.2. Gestão dos Resultados | 7 |
| 2.2.1. Enquadramento | 7 |
| 2.2.2. Incentivos à gestão dos resultados | 9 |
| 2.2.3. Efeito da dívida na gestão dos resultados | 11 |
| Capítulo III – Metodologia de investigação | 16 |
| 3.1 Seleção e descrição da amostra | 17 |
| 3.2 Modelos Empíricos e Variáveis | 19 |
| Capítulo IV – Resultados e discussão | 25 |
| 4.1 Estatísticas Descritivas..... | 26 |
| 4.1 Matriz de correlações | 28 |
| 4.2 Resultados das Regressões..... | 30 |
| Capítulo V – Conclusões | 38 |
| Referências bibliográficas..... | 42 |

Índice de Tabelas

| | |
|---|----|
| Tabela 1: Estatísticas Descritivas | 26 |
| Tabela 2: Matriz de correlações – Amostra Global | 28 |
| Tabela 3: Matriz de Correlações - Subamostra | 28 |
| Tabela 4: Fator de inflação da variância..... | 29 |
| Tabela 5: H1- Impacto da dívida e variáveis de controlo na GR – Amostra Total | 30 |
| Tabela 6: H2- Efeito de elevados níveis de dívida na GR – Amostra Total | 33 |
| Tabela 7: H3- Efeito de aumento dos níveis de dívida na GR – Subamostra | 34 |
| Tabela 8: H4 – Efeito da dívida de curto e longo prazo na GR – Amostra total..... | 36 |

Lista de quadros

| | |
|--|----|
| Quadro 1: Características Qualitativas das DF..... | 5 |
| Quadro 2: Categorias de Indústrias | 18 |

Lista de abreviaturas

AD - Accruals Discricionários

DF - Demonstrações Financeiras

EC - Estrutura Conceptual

EM - *Earnings Management*

GR - Gestão dos Resultados

ISCAP - Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

PME - Pequenas e Médias Empresas

POC - Plano Oficial de Contas

QR - Qualidade dos Resultados

ROA - Retorno sobre o ativo

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SMEs - *Portuguese small and medium-sized enterprises*

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

CAPÍTULO I - INTRODUÇÃO

As demonstrações financeiras (DF) são uma das principais fontes de informação sobre o desempenho económico e financeiro de uma empresa, que os stakeholders têm em conta para tomar decisões eficientes, tal como referido por Pereira et al. (2023a), Jeon e Oh (2020) e Givoly et al. (2010). Contudo, as DF são elaboradas de acordo com um normativo contabilístico flexível, adaptado para abranger uma ampla variedade de indústrias e entidades. Esta flexibilidade quando utilizada inadequadamente pelos gestores, pode comprometer a qualidade da informação financeira (Cerqueira & Pereira 2019; Mendes & Lima Rodrigues, 2007).

De acordo com a Teoria Positiva da Contabilidade, as decisões dos preparadores da informação financeira não são neutras, sendo influenciadas por diversos fatores, tais como os contratos de dívida, contratos de compensação dos gestores e custos políticos (Healy & Wahlen, 1998; Watts & Zimmerman, 1990). Estes fatores tornam-se diferentes incentivos à GR, manifestando-se tanto em países caracterizados por um forte mercado de capitais, constituindo a principal fonte de financiamento das empresas, como em países onde existe uma forte dependência entre a contabilidade e a fiscalidade (Moreira, 2006). Neste último caso, encontram-se os países cujo sistema contabilístico é o sistema Europeu Continental, onde se inclui Portugal. Este sistema contabilístico caracteriza-se pela estreita relação entre a contabilidade e a fiscalidade sendo o sistema bancário a principal fonte de financiamento das empresas, tal como referido por Fearnley e Gray (2015), Nobes e Parker (2010) e Nobes (1998).

Neste cenário, os gestores podem ter incentivos a adotar práticas de gestão dos resultados para obterem melhores condições de negociação com os credores (Pereira et al., 2023b; Moreira, 2006). Dada a existência de assimetria de informação entre os gestores e os utilizadores da informação contabilística, os gestores podem usar de discricionariedade na preparação das DF em seu próprio benefício (Ghazali et al., 2015). Os agentes económicos têm consciência da assimetria de informação e, por isso, Cerqueira e Pereira (2020) defendem que os stakeholders procuram informação financeira de elevada qualidade.

Este estudo, centra-se na dívida, que tem sido documentada como uma determinante da GR (Lazzem & Jilani, 2018; Jelinek, 2007). Por outro lado, dado o elevado nível de endividamento das PME portuguesas, a dívida pode levar a mitigar a GR, sendo então um mecanismo de governação corporativa para captar a confiança dos credores e obter fundos adicionais, conforme mencionado por Pereira et al. (2023b). Assim, constitui objeto de

análise deste estudo analisar o impacto da forte dependência do sistema bancário no financiamento das empresas, através do efeito de diferentes níveis de dívida, na GR das PME portuguesas, durante o período de 2013 a 2019.

A evidência empírica deste estudo sugere que a dívida está positivamente associada às atividades de GR. Para além disso, os resultados obtidos mostram que esta relação tende a não ser linear pois é exacerbada com o aumento dos níveis de dívida.

Assim, este estudo visa colmatar a falta de evidência sobre o impacto da dívida na GR para as PMEs, que são as empresas mais representativas em várias economias europeias.

O presente trabalho está estruturado em cinco capítulos, cada um desempenhando um papel específico na abordagem do tema em estudo. O primeiro capítulo, consiste numa introdução ao tema em estudo, delineando os objetivos de modo a estabelecer uma base para a compressão do tema em análise. No segundo capítulo centra-se na revisão da literatura, onde se aborda os principais temas que estão diretamente relacionados com o estudo da GR, nomeadamente as motivações subjacentes a esta prática e as evidências empíricas acerca do impacto da dívida na GR. Ainda neste capítulo são apresentadas as hipóteses de investigação através das quais o estudo será guiado. No terceiro capítulo, descreve-se o processo de seleção e descrição da amostra utilizada e a apresentação das variáveis e modelos empíricos utilizados para validar as hipóteses de investigação. No quarto capítulo é realizada uma análise dos resultados obtidos, nomeadamente as estatísticas descritivas e os resultados das regressões, que permitem dar resposta às hipóteses de investigação. Além disso neste capítulo é feita a discussão dos resultados obtidos. No quinto e último capítulo, destacam-se as principais conclusões do trabalho e as suas limitações identificadas durante o estudo. Adicionalmente apresentam-se as perspetivas e sugestões para trabalhos futuros.

CAPÍTULO II – REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Qualidade da Informação Financeira

A contabilidade permanece como o melhor meio para avaliar o estado económico e financeiro das empresas, constituindo as DF uma ferramenta fundamental para a obtenção da informação pertinente para a tomada de decisão.

De acordo com o parágrafo 12 da estrutura conceptual (EC) do SNC (Sistema de Normalização Contabilístico emitido pela CNC (Comissão de Normalização Contabilística, o objetivo das DF é o de proporcionar informação acerca da posição financeira, do desempenho e das alterações na posição financeira de uma entidade, que seja útil a um vasto leque de utentes na tomada de decisões económicas.

Tal como descrito no parágrafo 46 da EC CNC (2015), a aplicação das principais características qualitativas e das normas apropriadas resulta normalmente em DF que transmitem uma imagem verdadeira e apropriada de uma entidade. A EC destaca como principais características qualitativas das DF, a compreensibilidade, relevância, fiabilidade e comparabilidade, descritas no quadro seguinte:

Quadro 1: Características Qualitativas das DF

| Característica | Conceito segundo a EC |
|---------------------------|--|
| Compreensibilidade | A informação financeira deve ser prontamente compreensível pelos utilizadores. |
| Relevância | A informação é relevante, quando influencia as –decisões económicas dos utentes, ao ajudá-los a avaliar os acontecimentos passados, presentes ou futuros, ou confirmar e corrigir as suas avaliações passadas. |
| Fiabilidade | A informação tem a qualidade da fiabilidade quando estiver isenta de erros materiais e de preconceitos, e os utentes dela possam depender ao representar fidedignamente o que ela ou pretende representar ou pode razoavelmente esperar -se que represente |
| Comparabilidade | Os utilizadores têm de ser capazes de comparar as DF de uma entidade ao longo do tempo para identificar tendências na sua posição financeira e no seu desempenho e avaliar de forma relativa à sua posição financeira. |

Fonte: Elaboração própria

Deste modo, as DF devem observar determinadas características de modo a apresentarem informação relevante e fiável que seja útil para a tomada de decisões, tal como sugere Spohr (2005).

De acordo com Mukhametzyanov e Nugaev (2016), o uso da informação financeira permite reduzir a incerteza e conduz à tomada de decisões mais acertadas, tendo assim um impacto positivo no desempenho das empresas.

Do mesmo ponto de vista, Cunha (2013) refere que a informação produzida pelo órgão de gestão de uma entidade é utilizada pelos investidores e outros *stakeholders* para a tomada de decisões financeiras informadas e racionais, assumindo, numa situação normal, que essa informação apresenta qualidade.

Apesar das várias características qualitativas presentes na EC, a verdade é que muitas das vezes a qualidade das DF e, por consequente da informação financeira, não é observável.

Devido à ampla variedade de empresas, setores de atividades e tipos de operações existentes, a normalização contabilística torna-se dificultada, pelo que as normas devem possibilitar um certo nível de discricionariedade com o objetivo de ser apresentada uma imagem verdadeira e apropriada da empresa, o que se pode traduzir em consequências negativas para a qualidade da informação financeira, quando erradamente aproveitada pelos gestores, tal como sugerido por Mendes e Lima Rodrigues (2007)

Assim, à luz de Ghazali et al. (2015) dada a existência de assimetria de informação entre os gestores e os utilizadores da informação contabilística, os órgãos de gestão utilizam a sua discricionariedade na preparação e no relato da informação contabilística em seu próprio benefício.

A qualidade da informação financeira está diretamente relacionada com a qualidade dos resultados (QR) e é de extrema importância para os stakeholders em geral e em particular para os investidores, e analistas financeiros, pois reflete a precisão e confiabilidade da informação financeira de uma empresa.

A QR reflete a realidade económica das operações e do desempenho financeiro de uma empresa. Os resultados de maior qualidade fornecem mais informações sobre as características do desempenho financeiro de uma empresa que são relevantes para uma decisão específica, tomada por um decisor específico (Dechow et al., 2010). Por outro lado, resultados de baixa qualidade, podem revelar gestão dos resultados de modo a alterar os

resultados financeiros para atender a expectativas privadas, ou para atingir determinadas metas financeiras.

No seguimento desse raciocínio, Cerqueira e Pereira (2015) reforçam a ideia de que, resultados de menor qualidade garantem aos investidores bem informados uma vantagem adicional devido às suas informações privadas ou à sua habilidade superior de processar informações públicas.

A QR desempenha um papel crucial na construção da confiança dos *stakeholders*, por conseguinte, em atender às expectativas dos acionistas e credores por informação financeira de alta qualidade. Contudo, uma vez que a qualidade dos resultados é um conceito amplo e não diretamente observável, na literatura, existem diversas *proxies* para possibilitar a percepção das práticas de gestão dos resultados (Cerqueira & Pereira, 2017)

No estudo de Dechow et al. (2010) foram discutidas algumas *proxies* para avaliar a qualidade dos resultados, tais como a persistência do resultados, accruals anormais (accruals discricionários), suavização dos lucros, a assimetria de tempo, e o reconhecimento atempado de perdas.

Neste estudo é usada a metodologia dos accruals anormais pelo facto de ser amplamente reconhecida na literatura financeira. Além disso, uma vez que a maioria dos estudos utiliza esta abordagem, permite que os resultados obtidos sejam comparados e validados através de diferentes estudos, aumentando a confiabilidade dos mesmos.

Para concluir, existem diversas estratégias e motivações com o intuito de provocar distorções nos resultados contabilísticos, vulgarmente designadas de gestão dos resultados. Assim, torna-se necessário perceber os motivos e condicionantes que levam os órgãos de gestão e outros responsáveis pelo relato financeiro a incorrer nestas práticas.

2.2. Gestão dos Resultados

2.2.1. Enquadramento

Nas últimas décadas, a gestão dos resultados tem-se tornado um tema de crescente interesse e importância nas áreas de contabilidade e finanças. A capacidade das empresas influenciarem os seus resultados através de práticas de gestão dos resultados, tem gerado debates sobre a qualidade da informação financeira e transparência das DF.

A gestão dos resultados, tendo por base Koumanakos et al. (2005), caracteriza-se fundamentalmente pelo processo em que os gestores tomam ações intencionais, dentro dos limites dos princípios contabilísticos, de forma a atingir um nível desejado de resultados.

Healy e Wahlen (1998) apresentam uma definição mais alargada, apontando para a existência de gestão dos resultados, aquando do momento em que os gestores utilizam a subjetividade contida nas normas para atuarem sobre as DF, com o objetivo de ocultar dos *stakeholders* o verdadeiro desempenho da empresa ou para influenciar o cumprimento de determinados contratos que dependam da informação financeira.

Para Schipper (1989), esta intervenção do gestor no processo de reporte financeiro tem como objetivo a obtenção de um benefício privado.

Os incentivos variam entre a maximização dos lucros dos proprietários, o aumento das compensações dos gestores e a redução dos impostos. Por vezes estes incentivos geram conflitos, resultando no desenvolvimento de estratégias que procuram alinhar os incentivos com os interesses dos diversos agentes, conforme proposto pela Teoria da Agência (Pereira et al., 2023b).

Estes mesmos autores reforçam que, com base na Teoria da Agência, os gestores possuem motivações distintas dos proprietários e direcionam os seus esforços para maximizar os seus interesses particulares no curto prazo. Nesse contexto, eles podem recorrer à flexibilidade permitida pelas normas contabilísticas baseadas em princípios, em vez de regras.

Importa referir que a gestão dos resultados não abrange a fraude contabilística, mas sim a utilização da flexibilidade presente nas normas, para adulterar a informação financeira sem ultrapassar os limites legais.

Note-se que, muitas das vezes os gestores utilizam a flexibilidade contida nas normas com o propósito de oferecerem uma imagem mais verdadeira e apropriada da empresa permitindo aos utilizadores da informação financeira tomar decisões mais sustentadas.

Assim, segundo Beneish (2001) a gestão dos resultados pode ser vista de duas perspetivas: a perspetiva oportunista, que procura induzir os investidores em erro através da adulteração informação divulgada; e a perspetiva informativa, na qual os gestores procuram manipular a informação de modo a revelar aos investidores as suas expectativas privadas acerca dos fluxos de caixa futuros.

A perspectiva oportunista está associada a uma baixa qualidade dos resultados, enquanto que no segundo caso, é indicador de elevada qualidade dos resultados (Cerqueira & Pereira, 2017).

2.2.2. Incentivos à gestão dos resultados

Da Teoria Positiva da Contabilidade, formulada por Watts e Zimmerman (1978) resultam três incentivos, os incentivos de bónus dos gestores, os contratos de dívida, e os incentivos políticos.

O primeiro incentivo baseia-se na ideia de que os gestores de empresas com planos de bónus podem ser influenciados pelo impacto dos resultados contabilísticos nas suas compensações financeiras. Deste modo, quando os bónus e outras remunerações estão vinculadas ao desempenho financeiro da empresa, os gestores podem ter motivações para adotar práticas contabilísticas que afetem positivamente os lucros.

No que toca aos contratos de dívida, estes frequentemente incluem cláusulas restritivas, mais conhecidos como *covenants*, que definem certos limites com base em indicadores financeiros, como por exemplo, os níveis de endividamento. Quanto mais elevado for o rácio de dívida, mais próximo a empresa está de violar os contratos de dívida. Para além disso, quanto mais apertados forem os termos do contrato, maior a probabilidade de violação, incorrendo em penalidades financeiras e aumentos nas taxas de juros. Neste contexto, os gestores podem sentir pressão para evitar as violações dos contratos que podem levá-los a adotar práticas que influenciem os resultados e mantenham os indicadores financeiros dentro dos limites estipulados nos contratos de dívida.

Deste modo, a necessidade de evitar violações nos contratos de dívida, pode levar a decisões que, embora sejam benéficas para o cumprimento dos termos no contrato, podem distorcer a verdadeira posição financeira e económica da empresa.

O incentivo dos custos políticos prevê que empresas de maior dimensão são mais prováveis de se envolverem em práticas de GR que diminuam os resultados. Quando uma empresa tem uma dimensão considerável, as práticas da empresa estão mais propensas a serem submetidas a um maior escrutínio. Deste modo, empresas maiores tendem a adotar políticas que reduzam os resultados, com o objetivo de gerir a sua visibilidade política e minimizar possíveis consequências adversas no ambiente regulatório e político.

Outros autores, tais como, Guidry et al. (1999) e Healy e Wahlen (1998) examinaram os planos de bonificação que estão relacionados com a maximização dos bônus dos gestores onde concluíram que, os gestores gerem os resultados para aumentar as suas recompensas ou para aumentar a segurança do emprego.

Os contratos de dívida também foram alvo de estudo por Dechow et al. (1996) e Sweeney (1994) no qual concluíram que as motivações para a gestão dos resultados são de obter financiamento a custos baixos e evitar as restrições dos contratos de dívida.

Conforme apontado por Alves (2011) estes incentivos são maioritariamente direcionados a empresas cotadas nos EUA ou em outros países de influência Anglo-Saxónica. Neste países, especificamente, as decisões contabilísticas da empresas são impactadas pelos custos de agência, políticos e contratuais (Ball et al., 2000; Jensen, 1986; Watts & Zimmerman, 1990).

Do mesmo ponto de vista, Moreira (2006) afirma que os incentivos são principalmente aplicáveis a empresas cotadas em países com mercados de capitais fortes, onde as empresas obtêm a maior parte do financiamento. Além disso, nesses países, há um alto grau de independência entre a contabilidade e o sistema fiscal (Moreira, 2006; Nobes, 1998). Nestes países, o principal objetivo da informação contabilística é a divulgação da imagem verdadeira e apropriada da situação da empresa.

Deste modo, a análise dos incentivos à gestão dos resultados em contexto de empresas não cotadas e que estejam inseridos em países de influência continental, onde existe uma forte ligação entre a contabilidade e a fiscalidade e as instituições financeiras desempenham um papel central no financiamento das empresas (Fearnley & Gray, 2015; Nobes & Parker, 2010; Nobes, 1998), assume uma grande importância para um vasto leque de destinatários, como é o caso de Portugal, abrindo grandes oportunidades de investigação nesta área.

Burgstahler et al. (2006) verificaram que a existência de uma forte ligação entre a contabilidade e a fiscalidade está associada a uma maior gestão dos resultados.

Moreira (2006) no seu estudo apresenta as características que definem o contexto português. É nitidamente visível um forte alinhamento entre a propriedade e a gestão, ou seja, a gestão normalmente é feita pelo detentor do capital, o que reduz os problemas de agência. Adicionalmente, a principal fonte de financiamento são as instituições bancárias e existe uma forte ligação entre a contabilidade e a fiscalidade. Além disso, a contabilidade é vista como uma obrigação legal e não como uma ferramenta de gestão.

Estudos como os de Bar-Yosef et al. (2019), Garrod et al. (2007) e Moreira (2006), oferecem evidência empírica de que os principais incentivos à GR de empresas inseridas no contexto anteriormente referido, tendem a agrupar-se em duas categorias principais: a minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento; e a obtenção de financiamento bancário em boas condições.

Garrod et al. (2007) encontraram evidências empíricas de que as empresas gerem os resultados com o objetivo de diminuir a carga fiscal, não evitando totalmente o pagamento do imposto, ou seja, apresentam resultados ligeiramente positivos. As evidências empíricas resultantes do estudo de Moreira (2006) apontam no mesmo sentido.

No que diz respeito ao incentivo para obter melhores condições de financiamento, verifica-se que, a informação contabilista tem um papel fundamental no cumprimento dos contratos de dívida (Alves, 2011). O custo com o financiamento pode ser agravado pela violação das cláusulas contratuais. A informação financeira que disponibilizam, nomeadamente o balanço e a demonstração dos resultados tem efeito no acesso ao financiamento e à taxa de juro subjacente. Deste modo, as empresas tendem a gerir os resultados no sentido ascendente ou menos descendente com o objetivo de não violarem estas cláusulas e, garantirem condições mais favoráveis no acesso e custo do financiamento (Moreira, 2006).

2.2.3. Efeito da dívida na gestão dos resultados

O principal objetivo deste estudo é analisar o impacto da dívida na GR, pois este é um dos fatores que tem sido amplamente debatido em relação à GR e o nível de endividamento das empresas. A dívida, como uma fonte de financiamento fundamental, desempenha um papel significativo na forma como as empresas relatam seus resultados, influenciando as decisões dos gestores em adotar práticas que possam melhorar ou mascarar o desempenho financeiro da empresa.

A literatura financeira apresenta diversos estudos empíricos que revelam o importante papel da dívida no alinhamento dos interesses dos gestores com os dos acionistas, e na redução dos custos das agências causados pelo conflito de interesses e pelas assimetrias de informação como referido por Lazzem e Jilani (2018)

De acordo com a teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) e a teoria do *free cash flow* de Jensen (1986), ambos citados por Jensen (1986), a dívida tem um papel importante no

controlo das atividades discricionárias dos gestores e na imposição de medidas restritivas através da limitação do acesso ao fluxo de caixa da empresa. Estes mesmos autores reforçam que a dívida limita a quantidade de fluxos de caixa disponível para os gestores, na medida em que estes são utilizados para pagar os juros e o capital em dívida, ao invés de ser gasto em investimentos que não maximizam o valor da empresa. Assim a dívida poe pressão nos gestores para pagar os juros, evitando que os meios financeiros disponíveis sejam gastos de forma irracional no curto prazo, não comprometendo investimentos essenciais que possam aumentar o valor da empresa no médio e longo prazo.

Também Anagnostopoulou e Tsekrekos (2017), referenciando Jensen (1986), argumentam que a dívida tem tido um papel fulcral na supervisão e no escrutínio por parte de credores externos. Isto ocorre porque níveis elevados de dívida (ou aumentos na dívida), resulta no aumento do risco de crédito para a empresa e uma maior probabilidade de incumprimento das obrigações futuras de dívida.

Deste modo, verifica-se que a criação de dívida reduz o comportamento oportunista dos gestores. Assim, segundo Zamri et al. (2014) elevados níveis de dívida restringem a habilidade dos gestores gerirem os resultados. No mesmo sentido, Jelinek (2007) examinou o efeito dos aumentos de dívida na GR, ao longo de um período de cinco anos, para empresas que sofrem aumentos de dívida e um grupo de controlo de empresas altamente alavancadas. Os resultados revelam que os aumentos de dívida estão associados a uma redução na GR e que os níveis de crescimento e free cash flow são fatores que influenciam esta relação.

Vakilifard e Mortazavi (2016), concluíram que a dívida financeira tem um impacto negativo significativo na GR baseada nos accruals e, à medida que a dívida financeira aumenta, a GR baseada nos accruals diminui. Também Inayah et al. (2021), no seu estudo que teve como objetivo determinar e analisar o efeito das dificuldades financeiras da dívida e do free cash flow na GR, constataram que a dívida tem um efeito negativo e significativo na GR.

Por fim, Mamatzakis et al. (2022) apresentam evidência empírica para o impacto negativo da dívida na GR nas empresas gregas. Este efeito negativo pode ser justificado pelo facto de que, durante o período em análise, as empresas tinham um grande controlo por bancos ou credores, pelo que os gestores apresentavam menos possibilidades de se dedicarem à gestão dos resultados.

Não obstante a literatura evidenciar uma relação inversa entre a dívida e a GR, estudos passados sugerem também que empresas com elevados níveis de dívida possuem incentivos para gerirem os resultados.

Os gestores quando têm necessidades de financiamento tendem a apresentar resultados maiores, pois é com base na informação que advém das DF, que as entidades bancárias irão avaliar a elegibilidade das empresas para obterem crédito, sendo um dos incentivos à gestão dos resultados.

Tendo por base Beneish (2001), os contratos de dívida constituem uma motivação para os gestores modificarem os resultados, uma vez que os credores utilizam muitas vezes métricas contabilísticas para regular as atividades das empresas no que toca ao cumprimento de objetivos de desempenho ou à limitação das atividades de investimento e financiamento.

Assim, os contratos de dívida constituem um incentivo ao aumento dos resultados, quer para reduzir as restrições impostas, quer para evitar os custos de violação dos acordos (Beneish, 2001; Watts & Zimmerman, 1978)

Num estudo realizado por Warrad (2017) a empresas industriais cotadas na Amman Stock Exchange (ASE), durante o período de 2011 a 2015, concluiu pela existência de uma influência significativa do rácio de dívida e do ROA na QR. Também Khanh e Anh Phung (2019), identificaram uma relação positiva entre a dívida e a GR. Para o estudo foram utilizados dados de 241 empresas cotadas no Vietname no período de 2010 a 2016.

Deste modo, tendo por base os contratos de dívida e as motivações para obtenção de dívida a condições favoráveis à empresa, formula-se a seguinte hipótese de investigação:

H1: A dívida constitui um incentivo para a prática de GR

Para aumentar o detalhe deste estudo é analisado o efeito de níveis elevados da dívida relativamente aos ativos. Khuong et al. (2022) mencionaram que as empresas com um elevado rácio dívida/ativos tendem a ter mais dificuldades em obter fundos adicionais, o que pode ser um incentivo para aumentar os lucros. Os resultados de Pereira et al. (2023b) são consistentes com esta linha ao sugerir que a dívida reduz a gestão de resultados devido aos elevados níveis de endividamento das PME portuguesas, pelo que estas empresas têm de capturar a confiança dos credores e investidores para obter fundos adicionais. Jelinek (2007) examinou o efeito do crescimento da dívida na GR, ao longo de um período de cinco anos,

comparando empresas que apresentaram aumento da dívida com um grupo de controle de empresas altamente endividadas. O autor constatou que o endividamento e a GR estão negativamente associados. Além disso, a capacidade de crescimento das empresas e os seus níveis de fluxo de caixa livre também são fatores que afetam esta relação. Com base nestes argumentos formula-se a segunda hipótese:

H2: Empresas com elevados níveis de dívida apresentam um menor impacto na GR.

Por outro lado, na investigação conduzida por Lazzem e Jilani (2018) aplicado a uma amostra de empresas francesas indexadas no CAC All-Tradable, analisaram o impacto dos aumentos da dívida nas práticas de gestão dos resultados baseados nos accruals. Os resultados levaram a concluir que a dívida apresenta um efeito positivo na gestão dos resultados GR. Deste modo, verificou-se que os aumentos na dívida constituem um incentivo para os gestores gerirem os resultados, de modo evitar a violação dos contratos de dívida.

H3: Empresas com aumentos de dívida apresentam um maior nível GR, em comparação com aquelas que mantêm elevados níveis de dívida

Adicionalmente, alguns autores recorreram à maturidade da dívida para poder explicar a adoção de práticas de GR. A maioria da literatura concentra-se na ligação entre dívida e GR, sem discriminar dívida de curto e longo prazo, como por exemplo (Ghazali et al., 2015; Jelinek, 2007; Khanh & Anh Phung, 2019; Koumanakos et al., 2005; Lazzem & Jilani, 2018; Vakilifard & Mortazavi, 2016).

É crucial salientar que a dívida de curto prazo se distingue substancialmente da dívida de longo prazo. O primeiro apresenta maior risco devido à propensão ao risco de liquidez, no entanto, essa modalidade também oferece vantagens ao expor os gestores a divulgações mais frequentes, com o objetivo de renovar os empréstimos no futuro (Trung et al., 2020).

O endividamento de curto prazo aumenta o risco de liquidez da empresa porque os fluxos de caixa são necessários mais cedo para pagar essa dívida (Johnson, 2003). Com base nesta teoria, espera-se uma relação positiva entre a dívida de curto prazo e a gestão de resultados.

Fields et al. (2018) concluem que o aumento da dívida de curto prazo está associado a maiores acréscimos discricionários, especialmente para empresas que estão prestes a obter novos empréstimos. Essas repercussões prejudiciais são antecipadas de acordo com a teoria da crise financeira (Fung & Goodwin, 2013; Gupta et al., 2008). Uma vez que a dívida de curto prazo está ligada ao risco de liquidez em comparação com a dívida de longo prazo, a correlação positiva entre dívida de curto prazo e manipulação de lucros deve ser maior em comparação com a relação mais intensamente investigada entre dívida geral e a GR. Tendo em conta estes estudos foi formulada a seguinte hipótese:

H4: O impacto da dívida de curto prazo nas práticas de GR é mais significativo em comparação com a dívida de longo prazo.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1 Seleção e descrição da amostra

O estudo incide sobre uma amostra de PME não financeiras portuguesas, durante o período de 2013 a 2019. A escolha deste horizonte temporal, prende-se com a recuperação económica pós crise mundial. Além disso, assistiu-se recentemente no ano de 2010, em Portugal, à entrada em vigor do sistema de normalização contabilística (SNC). O SNC substituiu o POC, introduzindo 28 normas contabilísticas, promovendo uma maior harmonização das normas contabilísticas com os padrões internacionais e uma maior qualidade da informação financeira. Por fim, optou-se por excluir os anos de 2020 e 2021, períodos que foram impactados pela pandemia de COVID-19.

Os dados das empresas em estudo foram obtidos através da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) disponibilizada pelo Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto (ISCAP). A recolha dos dados abrange o período de 2010 a 2019. A escolha deste período é explicada pela necessidade de calcular algumas variáveis específicas, para as quais é necessário ter três períodos consecutivos de análise.

A escolha em focar o estudo nas PME portuguesas, advém de esta categoria de empresas desempenhar um papel essencial na economia portuguesa, contribuindo significativamente para o crescimento económico, criação de postos de trabalho e o fortalecimento do tecido empresarial português. Além disso, os estudos sobre o impacto da dívida na GR nesta categoria de empresas ainda permanecem pouco explorados.

A classificação das empresas em PME foi feita com base nas categorias de entidades do SNC, que se caracterizam por estarem dentro de dois dos três limites seguintes:

- Total do balanço: 350 000€ – 4 000 000€;
- Volume de negócios líquido: 700 000€ – 8 000 000€;
- Número médio de empregados durante o período: 10 – 50.

Este procedimento foi realizado para quatro períodos de análise (2016, 2017, 2018, 2019).

Acresce que, foram excluídas as empresas financeiras e dos seguros visto terem regulamentações específicas, bem como as empresas com dados inexistentes para as variáveis em estudo. De seguida, uma vez que numa primeira fase, a estimação do modelo empírico será realizada por ano e por indústria, e, para se obter uma melhor descrição da amostra, apresenta-se uma análise aos setores de atividade onde constam as secções para cada setor de indústria. Foram eliminados os setores O (Administração Pública e Defesa;

Segurança Social Obrigatória) e S (Outras atividades de serviços) por apresentarem menos de 30 empresas por ano.

O quadro 3 mostra que os setores com maior representatividade são as indústrias transformadoras, o comércio por grosso e a retalho e reparação de automóveis e motociclos.

Quadro 2: Categorias de Indústrias

| Secção | Designação | Nº de empresas | % |
|---------------|---|-----------------------|-------------|
| A | Agricultura, produção animal, caça, floresta e pesca | 133 | 2,8% |
| B | Indústrias extrativas | 35 | 0,8% |
| C | Indústrias transformadoras | 1562 | 33,4% |
| D | Eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio | 41 | 0,9% |
| E | Captação, tratamento e distribuição de água; saneamento, gestão de resíduos e despoluição | 82 | 1,8% |
| F | Construção | 312 | 6,7% |
| G | Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos | 1320 | 28,2% |
| H | Transportes e armazenagem | 256 | 5,5% |
| I | Alojamento, restauração e similares | 281 | 6,0% |
| J | Atividades de informação e de comunicação | 129 | 2,8% |
| L | Atividades imobiliárias | 56 | 1,2% |
| M | Atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares | 161 | 3,4% |
| N | Atividades administrativas e dos serviços de apoio | 123 | 2,6% |
| P | Educação | 54 | 2,3% |
| Q | Atividades de saúde humana e apoio social | 106 | 0,7% |
| R | Atividades artísticas, de espetáculos, desportivas e recreativas | 33 | 2,8% |
| Total | | 4684 | 100% |

Fonte: Elaboração Própria

Após todas as filtragens, a amostra final deste estudo é composta por 4684 empresas totalizando 32 788 observações, ao longo de um período de análise de 7 anos.

É importante destacar que, para a realização da recolha e tratamento dos dados, utilizou-se o programa Excel e para a execução das regressões, utilizaram-se os programas Stata e Rstudio.

Por fim, procedeu-se à *winsorização* ao nível de 1% e 99% para tratamento dos *outliers*. Este método consiste em substituir os valores abaixo e acima do percentil 1% e 99% respetivamente, pelo valor limite do respetivo percentil. Esta técnica permite reduzir a influência dos valores extremos nas análises estatísticas, tornando os resultados mais robustos e confiáveis.

3.2 Modelos Empíricos e Variáveis

Este estudo tem como finalidade analisar o impacto do rácio da dívida na GR. Consistente com estudos anteriores, os AD têm sido utilizados como proxy para a gestão dos resultados.

Será utilizado o modelo de Jones (1991) modificado por Dechow et al. (1995) e Kothari et al. (2005). Dechow et al. (1995) modificaram o modelo de Jones para corrigir as vendas a crédito, uma vez que, são frequentemente manipuladas, produzindo um resíduo que não está correlacionado com o acréscimo normal das receitas.

No modelo de Kothari et al. (2005), é adicionada a variável de retorno sobre o ativo de forma a controlar a correlação existente entre a performance e o resíduos dos modelos de Jones (1991) e Dechow et al. (1995).

Assim, este estudo empírico começa com a estimação do modelo de Kothari et al. (2005).

De forma a serem obtidos os accruals discricionários, primeiramente são calculados os accruals totais (AT) a partir a partir da seguinte equação:

$$AT_{i,j,t} = RL_{i,j,t} - FCO_{i,j,t} \quad (1)$$

Onde RL é o resultado líquido do período da empresa i do setor de atividade j no ano t e, FCO corresponde ao fluxo de caixa das atividades operacionais da empresa i do setor de atividade j no ano t.

Optou-se por utilizar a abordagem da demonstração dos fluxos de caixa em detrimento da abordagem do balanço no cálculo dos AT, pelo facto de nesta última, os ativos e os passivos correntes poderem ser impactados por eventos não operacionais, como por exemplo, aquisições e desinvestimentos, sem que exista impacto nos resultados. Consequentemente, parte das variações no fundo de maneo podem estar relacionadas com eventos não operacionais, sendo considerados accruals através da abordagem de balanço (Hribar & Collins, 2002)

Os AD resultam da diferença entre a os accruals não discricionários (AND) estimados e os AT:

$$AD_{i,j,t} = AT_{i,j,t} - AND_{i,j,t} \quad (2)$$

Após a obtenção dos AT, estimamos os AD com base no modelo Kothari et al. (2005). A estimação do modelo a seguir especificado será realizada por ano e por indústria à semelhança de Jones (1991). Esta escolha prende-se com o facto de as necessidades de fundo de maneo serem distintas de indústria para indústria.

Na equação 3 foram realizadas 112 regressões (16 indústrias num período de 7 anos), pressupondo que nesta abordagem pressupõe que os AD são homogéneos entre empresas da mesma industria, como afirmam Larcker e Richardson (2004).

Os accruals discricionários representam o erro do modelo abaixo especificado. Estes resíduos representam a componente dos accruals que resta após o controlo do desempenho da empresa, da sua atividade económica e do investimento em ativos fixos tangíveis, sendo suscetível de estar associada às escolhas discricionárias dos gestores (Cerqueira & Pereira, 2017):

$$AT_{i,j,t} = \alpha_0 + \beta_{1j} (\Delta VND_{i,j,t} - \Delta CL_{i,j,t}) + \beta_{2j} (AFT_{i,j,t}) + \beta_3 (ROA_{i,j,t-1}) + \varepsilon_{i,j,t} \quad (3)$$

Onde:

- AT é o valor dos accruals totais, calculados a partir da equação (1),

- ΔVND é a variação nas vendas da empresa i do setor de atividade j entre o ano $t-1$ e t .
- ΔCL é a variação da conta de clientes da empresa i do setor de atividade j entre o ano $t-1$ e t
- AFT representa os ativos fixos tangíveis da empresa i do setor de atividade j no ano t
- ROA representa o retorno sobre o ativo da empresa i do setor de atividade j no período $t-1$.

Todas as variáveis estão relativizadas pelo total do ativo do período anterior para reduzir a heterocedasticidade e permitir uma maior comparação entre as variáveis.

Para testar a relação entre os diferentes níveis de dívida e os accruals discricionários, serão estimados os seguintes modelos de dados em painel, para a amostra global, através das quais serão testadas $H1$ e $H2$, respetivamente:

$$|AD_{i,t}| = \alpha_0 + \beta_1 DÍVIDA_{i,t} + \beta_2 ROA_{i,t-1} + \beta_3 DIM_{i,t} + \beta_4 JUROS_{i,t} + \beta_5 CRESC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (4)$$

$$|AD_{i,t}| = \alpha_0 + \beta_1 DÍVIDA_{i,t} + \beta_2 ELVDÍVIDA_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 DIM_{i,t} + \beta_5 JUROS_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

Onde :

- $|AD|$ = Corresponde ao valor absoluto dos resíduos (accruals discricionários). No presente estudo optou-se por utilizar os AD como valor absoluto, pois o foco não é analisar se as práticas de GR têm como objetivo influenciar o aumento ou a diminuição dos resultados, mas sim a dimensão do seu impacto no ativo total da empresa.
- $DÍVIDA$ – Corresponde ao rácio de dívida, medido pelo valor total dos financiamentos obtidos sobre o ativo do período anterior.
- $ELVDÍVIDA$ – Corresponde à variável dummy que assume valor 1 se a empresa for considerada altamente alavancada ou com elevadas necessidades de dívida, e 0 caso contrário. É considerada uma empresa com elevados níveis de dívida ou com

elevadas necessidades de dívida, se o nível de dívida permanecer acima do terceiro quartil nos últimos 3 anos inclusive.

Variáveis de controlo:

- ROA_{t-1} – Corresponde ao retorno sobre o ativo do período anterior, obtido através da divisão entre o resultado líquido do período anterior e o ativo total do período anterior (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Gonçalves & Coelho, 2019; Jelinek, 2007; Kalbuana et al., 2021; Kothari et al., 2005; Vakilifard & Mortazavi, 2016). Os accruals discricionários podem ser resultado do desempenho passado ou presente (Jelinek, 2007 referenciando Dechow et al. 2005). No presente estudo optou-se por utilizar o retorno passado à semelhança de Gonçalves e Coelho (2019); Jelinek (2007) e Vakilifard e Mortazavi (2016).
- DIM - Corresponde à dimensão medida pelo logaritmo natural do ativo total. De acordo com a teoria dos custos políticos desenvolvida por Watts e Zimmerman (1978) as empresas de maior dimensão estão sujeitas a um maior número de pressões políticas. Este fenómeno ocorre devido à sua visibilidade pública e ao impacto que exercem sobre a economia em geral. Quando aumenta o escrutínio e a supervisão de uma empresa por parte dos diversos stakeholders e existem indícios da utilização de práticas de GR, esta pode enfrentar diversos custos políticos. Este incluem danos à reputação da empresa e maior escrutínio por parte do público e de reguladores (Gu et al., 2005; Jelinek, 2007; Kalbuana et al., 2021; Vakilifard & Mortazavi, 2016). Deste modo é expectável que empresas de maior dimensão tenham menos incentivos para se envolverem em práticas de GR, pois além de apresentarem resultados mais estáveis, a grande maioria são auditadas e são seguidas por vários analistas.
- JUROS – Corresponde ao gasto com juros e corresponde à divisão entre os juros suportados e o total dos financiamentos obtidos. Aumentos de dívida podem resultar num aumento do pagamento de juros, afetando o resultado líquido (Jelinek, 2007).
- CRESC – Corresponde à proxy de crescimento da empresa, medido pela percentagem de crescimento do ativo total. É expectável que esta variável apresente coeficiente negativo, consistente com os estudos de Khanh e Anh Phung, (2019) e Jelinek, (2007).

De seguida, será estimado o seguinte modelo de dados em painel, para analisar o efeito da dívida numa subamostra e testar H3, que inclui as empresas com elevados níveis de dívida e aumentos de dívida.

$$|AD_{i,t}| = \alpha_0 + \beta_1 DÍVIDA_{i,t} + \beta_2 AMTDÍVIDA_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 DIM_{i,t} + \beta_5 JUROS_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Onde: (6)

- **AMTDÍVIDA** - Esta é uma variável dummy que assume o valor de 1 se a empresa apresentar um aumento do seu rácio de dívida, e 0 se for classificada como tendo elevados níveis de dívida ou elevadas necessidades de dívida. Esta variável foi utilizada por Jelinek, (2007) e Lazzem e Jilani (2018) para medir os efeitos do aumento da dívida durante um período de amostra utilizando empresas altamente alavancadas como grupo de controlo. Uma empresa é classificada como tendo aumentos de dívida se uma empresa estiver situada no 1.º quartil no início do período de amostra e move-se para o terceiro ou quarto quartil no final do período de amostra, ou se estiver situada no segundo quartil da amostra no início do período de amostra e move-se para o quarto quartil no final do período de amostra. Esta variável permite analisar o impacto do aumento da dívida de forma estática sem a ocorrência das variações de dívida.
- A definição das restantes variáveis foi apresentada nas regressões anteriores.

CRESC – Corresponde à proxy de crescimento da empresa, medido pela percentagem de crescimento do ativo total. É expetável que esta variável apresente coeficiente negativo, consistente com os estudos de Khanh e Anh Phung, (2019) e Jelinek, (2007).

Por fim, para analisar o impacto da dívida de curto e longo prazo e testar H4, será estimado o seguinte modelo;

$$|AD_{i,t}| = \alpha_0 + \beta_1 DÍVIDACP_{i,t} + \beta_2 DÍVIDALP_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 DIM_{i,t} + \beta_5 JUROS_{i,t} + \beta_6 CRESC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (7)$$

Onde:

- DÍVIDACP – Corresponde ao rácio de dívida de curto prazo, medido pelo valor total dos financiamentos obtidos correntes sobre o ativo total do período anterior
- DÍVIDALP – Corresponde ao rácio de dívida de longo prazo, medido pelo valor total dos financiamentos obtidos não correntes sobre o ativo total do período anterior.
- A definição das restantes variáveis já foi apresentada nas regressões anteriores.

CAPÍTULO IV – RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatísticas Descritivas

Na tabela 1 são apresentados os resultados referentes às estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo para as duas amostras, permitindo obter uma maior percepção e caracterização da amostra em estudo. O número de observações totais são 32.788.

Tabela 1: Estatísticas Descritivas

| Tipo Amostra | Média | | Mediana | | Máx | | Mín | | Desvio Padrão | |
|------------------|--------|-------|---------|------|--------|--------|--------|-------|---------------|-------|
| | Global | Sub | Global | Sub | Global | Sub | Global | Sub | Global | Sub |
| AD | 0.08 | 0.09 | 0.05 | 0.05 | 0.54 | 0.69 | 0.00 | 0.00 | 0.09 | 0.12 |
| DÍVIDA | 0.32 | 0.60 | 0.30 | 0.56 | 1.04 | 1.71 | 0.00 | 0.09 | 0.21 | 0.24 |
| ROA | 0.03 | 0.01 | 0.02 | 0.01 | 0.26 | 0.24 | -0.20 | -0.29 | 0.07 | 0.07 |
| DIM | 9845 | 16251 | 5457 | 6594 | 107838 | 313026 | 107838 | 507 | 14927 | 39008 |
| JUROS | 0.05 | 0.04 | 0.04 | 0.03 | 0.52 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.07 | 0.02 |
| CRESC | 0.05 | 0.10 | 0.02 | 0.03 | 0.82 | 1.20 | -0.35 | 0.00 | 0.18 | 0.24 |
| DÍVIDA CP | 0.14 | | 0.10 | | 0.61 | | 0.00 | | 0.13 | |
| DÍVIDA LP | 0.19 | | 0.14 | | 0.87 | | 0.00 | | 0.18 | |

Fonte: Elaboração Própria

Em termos médios, o valor absoluto dos AD é diferente de zero, indicando a existência de gestão dos resultados. Deste modo, parte dos accruals discricionários não resultam da atividade económica, mas de atos discricionários dos gestores

Para as amostras global e subamostra os AD representam um valor médio de 8% e 9% do total do ativo do período anterior, respetivamente. Embora superior, é consistente com o apresentado por Cerqueira e Pereira (2015) para o caso português (4.45%). A mediana corresponde a 5% para ambas as amostras e o desvio padrão é de 9% e 12% para a amostra total e subamostra, respetivamente. Estes valores não apresentam grandes diferenças, demonstrando uma distribuição normal da amostra, e indica que não existe uma grande dispersão dos dados.

Relativamente à variável DÍVIDA, apresenta um valor médio de 32% e 60% sobre o total dos ativos com um desvio padrão de 21% e 24%, para a amostra total e subamostra respectivamente. Este resultado mostra que existe uma grande diversidade na estrutura financeira das empresas.

Analisando o ROA, verifica-se que as empresas em média, apresentam um ROA positivo de 3% para a amostra global e 1% para a subamostra. Estes resultados indicam que as empresas têm uma dependência considerável do financiamento externo, uma vez que têm pouca capacidade para financiar os seus ativos através de recursos próprios, levando-as muitas vezes a optar por capital alheio em detrimento de capitais próprios.

Relativamente à dimensão das empresas (DIM), apresenta uma média de 9845 milhares e uma mediana de 5457 milhares para a amostra total. Para a subamostra a média é de 6251 milhares e a mediana 6594. O desvio padrão é de 14927 milhares e 39008, para a amostra total e subamostra, respectivamente. Estes valores destacam a grande dispersão existente no tamanho das empresas. Por esta razão foi utilizado a transformação logaritmo na variável DIM, procurando diminuir a elevada dispersão dos valores do ativo.

As despesas com juros (JUROS) são semelhantes entre as amostras global e subamostra, representando 5% e 4% da dívida, respectivamente.

No que toca ao crescimento (CRESC), apresenta um a média de 5% para a amostra total e 10% para a subamostra, indicando diferentes níveis de crescimento nestes dois grupos. O desvio padrão corresponde a 18% e 24% para a amostra total e subamostra respectivamente, indicando alguma variabilidade dos dados relacionados com o crescimento. No caso das empresas da subamostra, a utilização da dívida para alavancar o negócio pode estar na origem de um crescimento mais expressivo.

Por fim, relativamente à dívida de curto e longo prazo, verifica-se que a dívida de curto prazo representa 14% do ativo, enquanto a dívida de longo prazo representa 19% do ativo.

4.1 Matriz de correlações

A tabela 2 e a tabela 3 apresentam as correlações entre as variáveis da amostra. Através das correlações de Pearson podemos analisar as correlações entre as diferentes variáveis permitindo analisar a relação linear entre estas.

Tabela 2: Matriz de correlações – Amostra Global

| | AD | DÍVIDA | DÍVIDA CP | DÍVIDA LP | ELV DÍVIDA | ROA | DIM | JUROS | CRESC |
|---------------|-------|--------|--------------|--------------|---------------|-------|-------|-------|-------|
| AD | 1 | | | | | | | | |
| DÍVIDA | 0.08 | 1 | | | | | | | |
| DÍVIDA CP | 0.14 | 0.51 | 1 | | | | | | |
| DÍVIDA LP | -0.02 | 0.77 | -0.13 | 1 | | | | | |
| ELV DÍVIDA | -0.01 | 0.55 | 0.21 | 0.47 | 1 | | | | |
| ROA | 0.03 | -0.24 | -0.14 | -0.17 | -0.14 | 1 | | | |
| DIM | -0.08 | 0.12 | -0.05 | 0.17 | 0.13 | 0.00 | 1 | | |
| JUROS | 0.07 | -0.25 | -0.13 | -0.20 | -0.08 | -0.02 | -0.02 | 1 | |
| CRESC | 0.16 | 0.21 | 0.15 | 0.13 | 0.00 | 0.16 | 0.00 | -0.13 | 1 |

Fonte: Elaboração Própria

Tabela 3: Matriz de Correlações - Subamostra

| | AD | DÍVIDA | AMTDÍVIDA | ROA | DIM | JUROS |
|-----------|-------|--------|-----------|-------|-------|-------|
| AD | 1 | | | | | |
| DÍVIDA | 0.12 | 1 | | | | |
| AMTDÍVIDA | 0.21 | -0.16 | 1 | | | |
| ROA | 0.02 | -0.21 | 0.13 | 1 | | |
| DIM | -0.08 | 0.09 | -0.10 | 0.03 | 1 | |
| JUROS | 0.00 | -0.20 | -0.09 | -0.09 | 0.02 | 1 |
| CRESC | 0.29 | 0.23 | 0.35 | 0.20 | -0.04 | -0.13 |

Fonte: Elaboração Própria

Os coeficientes das correlações de Pearson entre as variáveis são relativamente baixos. O maior coeficiente de correlação observado entre variáveis que entram no mesmo modelo são DÍVIDA e ELVDÍVIDA, que apresentam um coeficiente de 0.55 e DÍVIDACP e DÍVIDALP, evidenciando eventuais problemas de multicolinearidade, pelo que será feita uma análise ao Fator de inflação da Variância, cujos valores devem se situar entre 0 e 10, sendo que se os valores forem superiores a 10, indicam um problema grave de multicolinearidade entre as variáveis (Hair et al, 2018).

Na tabela seguinte, através do fator de inflação da variância, podemos verificar que não existem valores superiores a 10, o que permite concluir que não existem problemas de multicolinearidade entre as variáveis.

Tabela 4: Fator de inflação da variância

| | Amostra Total | Subamostra | Amostra Total |
|------------------|----------------------|-------------------|----------------------|
| Variável | VIF | VIF | VIF |
| DÍVIDA | 1.73 | 1.24 | |
| DÍVIDACP | | | 1.12 |
| DÍVIDALP | | | 1.18 |
| ELVDÍVIDA | 1.47 | | |
| AMTDÍVIDA | | 1.08 | |
| ROA | 1.21 | 1.12 | 1.12 |
| DIM | 1.02 | 1.02 | 1.03 |
| JUROS | 1.08 | 1.08 | 1.08 |
| CRESC | 1.12 | 1.14 | 1.09 |

Fonte: Elaboração Própria

4.2 Resultados das Regressões

Neste ponto, apresentamos os resultados da estimação das regressões realizadas para analisar a relação entre a dívida e a gestão dos resultados. Os resultados obtidos através do modelo de efeitos fixos são apresentados na para a amostra global são apresentados na tabela 5.

Tabela 5: H1- Impacto da dívida e variáveis de controlo na GR – Amostra Total

| Variáveis | Sinal Esperado | Coefficiente | Erro Padrão | Nível de significância |
|--|----------------|--------------|-------------|------------------------|
| DÍVIDA | + | 0.05 | 0.004 | *** |
| ROA | + | 0.03 | 0.009 | ** |
| DIM | - | -0.02 | 0.001 | *** |
| JUROS | + | 0.11 | 0.01 | *** |
| CRESC | - | 0.06 | 0.003 | *** |
| Nº Obs. | | 32788 | | |
| R ² | | 0.036211 | | |
| F-statistic = 149.406; p-value: < 2.22 ^{e-16} | | | | |
| Hausman test = 221.3; p-value < 2.2 ^{e-16} | | | | |
| “***”, “**”, “*”, “.”, representa o nível de significância ao nível de 0.1%, 1%, 5%, e 10%, respetivamente | | | | |

Fonte: Elaboração Própria

O teste F permite concluir que o modelo é globalmente estatisticamente significativo. ao nível de 1%. Além disso todas as variáveis de controlo são estatisticamente significativas pelo menos ao nível de 1%

O valor do R² é 0.036211, indicando que globalmente as variáveis conseguem explicar cerca de 3.6% da variação dos AD. Apesar de inferior, este valor está em linha com estudos, como os de Ater e Hansen (2020), Ghazali et al. (2015), Lazzem e Jilani (2018) e Vakilifard e Mortazavi (2016) que apresentaram R² de 0.018, 0.044, 0.089 e 0.12, respetivamente.

Os resultados evidenciam que a dívida afeta de forma positiva e significativa, ao nível de 0.1%, a GR, conforme o sinal esperado. Consequentemente, podemos validar H1, e afirmar que, as PME portuguesas com níveis de dívida, são susceptíveis de incorrer em práticas de gestão dos resultados devido à necessidade destas empresas conseguirem financiamento com melhores condições e evitar as violações dos contratos de dívida. Este resultados são

consistentes com os estudos de Kalbuana et al. (2021), Khanh e Anh Phung (2019) e Lazzem e Jilani (2018).

Efetivamente, as empresas procuram apresentar resultados financeiros favoráveis, que facilitem a obtenção ou a manutenção das condições contratuais de financiamento. No que toca aos contratos de dívida, a violação dos termos dos contratos, implica um agravamento das taxas de juro e por vezes o pagamento antecipado da dívida, o que cria uma pressão adicional para os gestores atingirem metas específicas evitando violar estes contratos (Alves, 2011; Bar-Yosef et al., 2019; Moreira, 2006). Deste modo os gestores ocultam a real situação económica e financeira da empresa diminuindo a perceção do risco por parte dos credores, com o objetivo de obter melhores condições de pagamento, nomeadamente através de taxas de juro mais acessíveis.

Os coeficientes associados à rentabilidade do ativo e gastos com juros, são ambos positivos. Empresas com maior rentabilidade do período anterior, estão associadas a maior gestão dos resultados. Este resultado vai ao encontro das conclusões dos estudos de Anagnostopoulou e Tsekrekos (2017), Jelinek (2007), Kalbuana et al. (2021) e Vakilifard e Mortazavi (2016).

Os gestores podem estar mais propensos a gerir os resultados quando têm interesse em manter uma imagem positiva da empresa através da manutenção de resultados sólidos. Adicionalmente, empresas com um ROA mais elevado podem ser motivadas a gerir os resultados para manter um acesso mais fácil ao financiamento e a taxas mais favoráveis, e manter o cumprimento dos contratos de dívida.

Assim, existe uma tendência para escolhas discricionárias a nível operacional para retratar um melhor desempenho futuro ou para indicar o valor futuro da empresa (Gunny, 2010). Por outro lado, empresas com elevada rentabilidade no período anterior podem envolver-se em práticas de GR para diminuir os resultados futuros, com o objetivo de diminuir o pagamento do imposto sobre o rendimento (Bar-Yosef et al., 2019; Garrod et al., 2007; Moreira, 2006).

Relativamente à variável dos gastos de juros, os resultados mostram que o custo da dívida tem um efeito positivo estatisticamente significativo ao nível de 0.1% na GR. Estes resultados mostram as despesas com juros têm uma influência positiva na prática de GR. Esta conclusão está em linha com os estudos de Jelinek (2007) e Lazzem e Jilani (2018) que mostraram que um aumento dos níveis de dívida levam a um aumento dos gastos com juros, resultados numa diminuição do resultado líquido. Além disso nas empresas com elevados

níveis de dívida, os gestores têm de satisfazer as expectativas dos credores ou investidores, levando a que se envolvam em atividades de GR (Lazzem & Jilani, 2018).

O coeficiente da variável associada ao crescimento é positivo, contrariamente ao previsto. Este resultado sugere que empresas de maior crescimento apresentam maior nível de AD, estando em linha com o estudo de AlNajjar e Riahi-Belkaoui (2001). Estes autores concluem que nas empresas com elevado crescimento, os accruals discricionários são mais elevados. Este resultado mostra que nestas empresas as oportunidades de crescimento são maiores, aumentando a flexibilidade das empresas adotarem práticas de GR.

O efeito negativo e significativo da variável DIM, mostra que empresas de maior dimensão, apresentam um menor nível de accruals discricionários, conforme o sinal esperado. Estes resultados, discutidos anteriormente, são consistentes com os apresentados por Ater e Hansen (2020) e Ghazali et al. (2015) e em linha com a teoria dos custos políticos desenvolvida por (Watts & Zimmerman, 1978) de que empresas de maior dimensão evoluem-se menos em práticas de GR.

No caso português, empresas de maior dimensão têm vantagem quando se trata de aproveitar os incentivos fiscais. Estas empresas têm maiores condições e recursos financeiros para atenderem à complexidade dos programas de incentivos e o cumprimento dos requisitos necessários, criando desigualdades entre empresas de maior e menor dimensão. Por este motivo, as empresas de maior dimensão evoluem-se menos em práticas de GR, por possuírem meios legais de reduzirem o lucro tributável e obterem subsídios ao investimento.

Adicionalmente é analisado um grupo de empresas que apresentam níveis elevados de dívida ao longo de um período de 3 anos. Os resultados são apresentados na tabela 6.

Tabela 6: H2- Efeito de elevados níveis de dívida na GR – Amostra Total

| Variáveis | Sinal Esperado | Coefficiente | Erro Padrão | Valor p | Nível de significância |
|--|----------------|--------------|-------------|----------------|------------------------|
| DÍVIDA | + | 0.05 | 0.004 | $< 2.2^{e-16}$ | *** |
| ELVDÍVIDA | - | -0.01 | 0.002 | 1.685^{e-07} | *** |
| ROA | + | 0.03 | 0.009 | 0.001632 | ** |
| DIM | - | -0.02 | 0.001 | $< 2.2^{e-16}$ | *** |
| JUROS | + | 0.12 | 0.01 | $< 2.2^{e-16}$ | *** |
| CRESC | - | 0.06 | 0.003 | $< 2.2^{e-16}$ | *** |
| Nº Obs. | | 32788 | | | |
| R² | | 0.037149 | | | |
| F-statistic = 172.803; p-value: $< 2.22^{e-16}$ | | | | | |
| Hausman test = 184,29; p-value $< 2.2^{e-16}$ | | | | | |
| “****”, “***”, “**”, “.”, representa o nível de significância ao nível de 0.1%, 1%, 5%, e 10%, respetivamente | | | | | |

Fonte: Elaboração Própria

O modelo é globalmente estatisticamente significativo ao nível de 1%. e todas as variáveis são estatisticamente significativas, pelo menos ao nível de 1%, à semelhança do modelo anterior, mantendo-se iguais os coeficientes das variáveis.

Em comparação com o primeiro modelo o R² não sofre grandes alterações, passando de 3.6% para 3.7%.

O coeficiente associado à variável ELVDÍVIDA é negativo como previsto e permite-nos concluir que, ao contrário da amostra geral, o grupo de empresas com elevados níveis de dívida ao longo de três períodos consecutivos, apresentam um menor envolvimento em prática de GR, ao nível de significância de 0.1%. Esta evidência permite suportar a H2, mostrando que níveis mais elevados de dívida tende a diminuir o comportamento oportunista por parte dos gestores, pois a probabilidade de incumprimento de obrigações de dívida futuras é elevada, aumentando a supervisão dos credores externos. A necessidade de cumprir com as obrigações de pagamento de juros e dívida, reduzem a flexibilidade dos gestores. Este resultado é consistente com os estudos de Agnagnostopoulou e Tsekrekos, (2017), Jensen, (1986) e Zamri et al. (2014).

As variáveis ROA, JUROS e CRESC apresentam novamente coeficientes positivos, como esperado, à exceção da variável CRES que apresenta sinal contrário ao esperado. Relativamente à variável DIM, apresenta novamente um coeficiente negativo como esperado.

Adicionalmente é analisado um grupo de empresas com aumentos de dívida, através da variável AMTDÍVIDA, utilizando como grupo de controlo empresas com elevados níveis de dívida.

Para o efeito foi criada uma subamostra a partir da amostra total onde se inclui apenas empresas com aumentos de dívida e empresas com elevados níveis de dívida. A tabela 7 mostra os resultados das regressões através do modelo de efeitos fixos.

Tabela 7: H3- Efeito de aumento dos níveis de dívida na GR – Subamostra

| Variáveis | Sinal Esperado | Coefficiente | Desvio Padrão | Nível de significância |
|--|-----------------------|---------------------|----------------------|-------------------------------|
| DÍVIDA | + | 0.04 | 0.01 | *** |
| AMTDÍVIDAINC | + | 0.02 | 0.007 | *** |
| ROA | + | -0.03 | 0.028 | |
| DIM | - | -0.03 | 0.003 | *** |
| JUROS | + | 0.007 | 0.09 | |
| CRESC | - | 0.08 | 0.008 | *** |
| Nº Obs. | | 32788 | | |
| R² | | 0.06 | | |
| F-statistic = 43.244; p-value: < 2.22^{e-16} | | | | |
| Hausman test = 67.23; p-value = 1.51^{e-12} | | | | |
| “****”, “***”, “**”, “.”, representa o nível de significância ao nível de 0.1%, 1%, 5%, e 10%, respetivamente | | | | |

Fonte: Elaboração Própria

Os modelos são ambos estatisticamente significativos ao nível de 0.1%. Note-se que, as variáveis mantiveram-se estatisticamente significativas, à exceção do ROA e JUROS.

Em primeiro lugar verifica-se um aumento do poder explicativo comparativamente com a amostra total, passando de 3.6% e 3.7% para 6%. Este aumento do poder explicativo pode ser atribuído à exclusão de empresas onde a dívida é substancialmente baixa, não tendo qualquer efeito na adoção de práticas GR,

Os resultados mostram que a variável AMTDÍVIDA é estatisticamente significativa ao nível de 0.1% e com sinal positivo como esperado. Contrariamente às conclusões de Jelinek, (2007), os resultados permitem aceitar H3, de que as empresas com aumentos de dívida ao longo de um período de 3 anos, tendem a ter um maior nível de accruals discricionários comparativamente com empresas com elevados níveis de dívida ou necessidades de dívida ao longo de um período de 3 anos.

Estas últimas necessitam de financiamento contínuo para manter os seus ativos operacionais, aumentando a supervisão das entidades credoras. Estes têm interesse no desempenho da empresa, nomeadamente na capacidade de manter e cumprir com as suas obrigações. Este resultado corrobora os do estudo de Lazzem e Jilani (2018) e Zagers-Mamedova (2009), que demonstraram que nas empresas com aumentos de dívida o nível de accruals discricionários é superior em relação às empresas com elevados níveis de dívida. Lazzem, e Jilani (2018) afirmam que, nas empresas com aumentos de dívida os gestores envolvem-se em práticas de GR persuadir as entidades que concedem crédito sobre a qualidade de gestão. Esta prática é motivada pelo interesse particular destas entidades na continuidade da empresa e no seu desempenho, que evidencia a capacidade de cumprir com as suas obrigações.

Além disso, o aumento do nível de dívida provoca uma alteração da estrutura de capital de uma empresa, estando perto em algumas situações do ponto de falência aumentado o nível dos AD para mitigar os efeitos negativos decorrentes da dos possíveis custos de falência.

Novamente os coeficientes associados às variáveis JUROS e CRESC são positivos, tal como nos modelos anteriores, no entanto a variável CRESC, perde a significância estatística neste grupo de empresas. Este resultado mostra que nas empresas da subamostra, a variável crescimento não é determinante na adoção de práticas de GR.

No que toca à variável ROA apresentam um coeficiente negativo, contrariamente ao esperado, no entanto não apresenta significância estatística, indicando que neste grupo de empresas o ROA não tem um impacto significativo na GR. Apesar disso, o coeficiente negativo para esta variável pode indicar que neste grupo de empresas, as empresas menos

rentáveis, têm mais motivos para gerir os seus resultados (Ashari et al., 1994; Mamatzakis et al., 2022)

Por fim, verifica-se que a variável associada à dimensão apresenta mais uma vez um coeficiente negativo, como esperado.

Para concluir, é analisado o impacto da dívida, atendendo ao nível de exigência através da classificação em curto e longo prazo. Dívida de curto prazo corresponde ao item de financiamentos obtidos correntes e longo prazo corresponde ao item de financiamentos obtidos não correntes.

A tabela 8 mostra a relação entre a GR e a dívida de curto e longo prazo.

Tabela 8: H4 – Efeito da dívida de curto e longo prazo na GR – Amostra total

| Variáveis | Sinal Esperado | Coefficiente | Desvio Padrão | Nível de significância |
|---|-----------------------|---------------------|----------------------|-------------------------------|
| DÍVIDACP | + | 0.08 | 0.006 | *** |
| DÍVIDALP | + | 0.03 | 0.004 | *** |
| ROA | + | 0.03 | 0.009 | ** |
| DIM | - | -0.02 | 0.001 | *** |
| JUROS | + | 0.11 | 0.01 | *** |
| CRESC | - | 0.06 | 0.003 | *** |
| Nº Obs. | | 32788 | | |
| R² | | 0.037427 | | |
| F-statistic = 172.803; p-value: < 2.22^{e-16} | | | | |
| Hausman test = 184,29; p-value < 2.2^{e-16} | | | | |
| “***”, “**”, “*”, “.”, representa o nível de significância ao nível de 0.1%, 1%, 5%, e 10%, respetivamente | | | | |

Fonte: Elaboração Própria

Os coeficientes associados tanto à dívida de curto prazo como de médio longo prazo são estatisticamente significativos a um nível de 0,1%. Para além disso, os resultados indicam que, aumentos na dívida de curto prazo estão positivamente associados à GR. Por outro lado, embora a dívida de longo prazo afete positivamente a GR, esse efeito é menor em comparação com a dívida de curto prazo. Este resultado permite suportar a H4.

Este resultado está em linha com os estudos de Fields et al. (2018) e Gupta et al. (2008) que reforçam o maior impacto da dívida de curto prazo nos rácios de liquidez da empresa em comparação com a dívida de longo prazo. Segundo Johnson (2003) a dívida de curto prazo aumenta o risco de liquidez pelo facto de serem necessários meios financeiros mais cedo para liquidar esta dívida. Diamond, (2004) afirma que a dívida de curto prazo aumenta a supervisão dos credores. Em contrapartida, os gestores podem ter interesses em atrasar o reconhecimento das más notícias, ajustando os accruals de forma a influenciar os resultados de curto prazo.

Neste modelo, as variáveis de controlo mantêm-se estatisticamente significativas, e os coeficientes não se alteram relativamente aos modelos iniciais da amostra total.

CAPÍTULO V – CONCLUSÕES

Neste estudo, é analisado o impacto da dívida na gestão dos resultados nas PME's portuguesas enquadrando-se no âmbito da Teoria Positiva da Contabilidade. Os resultados são consistentes e fornecem conclusões relevantes para a compreensão do comportamento financeiro destas empresas.

As evidências empíricas mostram que as PME's portuguesas tendem a recorrer a práticas de GR como estratégia para garantir financiamento favorável e evitar violações de contratos de dívida. Esses resultados estão em linha com estudos anteriores (Kalbuana et al., 2021; Khanh & Anh Phung, 2019; Lazzem & Jilani, 2018) que destacaram a importância dessa relação.

Adicionalmente, o estudo incidiu num conjunto de empresas com elevados níveis de dívida. Os resultados mostram que empresas com maiores níveis de endividamento tendem a praticar menos atividades de GR devido, nomeadamente, a enfrentarem maior supervisão de credores externos devido ao risco de incumprimento das obrigações futuras de dívida. Deste modo, estas empresas possuem menos flexibilidade para adotar práticas de gestão dos resultados. Estes resultados são consistentes com os estudos de (Anagnostopoulou & Tsekrekos, 2017; Jensen, 1986; Zamri et al., 2014) que enfatizaram o papel do monitoramento rigoroso nas empresas com elevado rácio de dívida.

Um desenvolvimento adicional deste estudo consistiu em analisar a subamostra de empresas com crescimento anual de dívida e um grupo de controlo de empresas com elevados níveis de dívida. Os resultados obtidos permitem concluir que o aumento de dívida tende a aumentar as práticas de GR devido à pressão para manter os resultados financeiros, nomeadamente o resultado líquido, e as métricas de endividamento, como a relação de dívida/capital próprio. O aumento de dívida pode aumentar os custos financeiros e a exposição ao risco, aumentando a necessidade dos gestores adotarem práticas de GR para atingir as metas financeiras desejadas.

Relativamente ao efeito da dívida, o estudo centrou-se também no efeito da exigibilidade da dívida através da utilização da dívida de curto prazo, onde os resultados obtidos sugerem que a dívida de curto prazo tende a produzir um efeito maior na GR comparativamente com a dívida de longo prazo, confirmando os estudos de Diamond (2004), Fields et al. (2018) e Gupta et al. (2008).

Quanto à influência das variáveis de controlo, nomeadamente, a rendibilidade do ativo, a dimensão e as despesas com juros neste contexto confirmam a literatura anterior. Quanto maior for a rentabilidade do ativo e as despesas com juros, maior os incentivos para a GR, refletindo o interesse dos gestores em manter uma imagem financeira sólida e atender às obrigações contratuais de dívida, assim como mitigar os efeitos negativo dos juros no resultado líquido. No mesmo sentido, verifica-se que empresas em crescimento tendem a adotar práticas de GR, pois têm mais oportunidades e flexibilidade para o fazer (AlNajjar & Riahi-Belkaoui, 2001).

Por outro lado, as empresas de maior dimensão tendem a envolver-se menos em práticas de gestão dos resultados, o que está em consonância com a teoria dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1978).

Em suma, este estudo oferece evidência empírica para as empresas que são mais comuns no tecido empresarial português, contribuindo para a compreensão da relação entre a dívida e a gestão dos resultados nas PME's portuguesas.

Deste modo, os resultados evidenciados mostram que estas empresas quando ficam mais endividadas tendem a fazer GR, em particular quando a dívida aumenta fase ao período anterior e se apresenta elevada exigibilidade. Pelo contrário, as empresas com elevados níveis de endividamento tendem a reduzir estas práticas. Assim, estas evidências podem ser úteis para diversos agentes económicos como sejam os credores, investidores, gestores, reguladores e académicos.

Para pesquisas futuras existem diversas oportunidades para aprofundarem este tema. Alguns exemplos incluem uma análise aplicada ao setor público, analisando a dívida como motivação para a GR. Além disso, uma comparação internacional pode ser explorada para perceber como a dívida afeta a GR em empresas com diferentes normas contabilísticas em tais como, empresas que adotam as normas internacionais de relato financeiro (IFRS), e diferentes sistemas legais. Também pode ser estudado como os fatores macroeconómicos e as condições do mercado financeiro, afetam esta relação.

Por fim, referir que durante o presente estudo foram encontradas algumas limitações. Em primeiro lugar o número de artigos científicos referentes ao tema da presente dissertação é reduzido, principalmente em Portugal. Além disso, a maioria dos estudos são desenvolvidos no sistema contabilístico de common law, dificultando a perceção e interpretação das determinantes da GR. Relativamente ao estudo empírico, apenas foi utilizado o modelo de

Kothari et al. (2005) para cálculo da variável independente AD como apenas foi utilizada a abordagem dos AD como *proxie* para a GR. Deste modo estudos futuros devem incluir modelos adicionais e diferentes *proxies* para confirmar os resultados obtidos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AlNajjar, F., & Riahi-Belkaoui, A. (2001). Growth opportunities and earnings management. *Managerial Finance*, 27(12), 72–81. <https://doi.org/10.1108/03074350110767457>
- Alves, J. M. A. (2011). Ensaio sobre Relações entre Manipulação dos Resultados Contabilísticos e o Financiamento das Empresas. <https://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/62293>
- Anagnostopoulou, S. C., & Tsekrekos, A. E. (2017). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management. *Accounting and Business Research*, 47(2), 191–236. <https://doi.org/10.1080/00014788.2016.1204217>
- Ashari, N., Koh, H. C., Tan, S. L., & Wong, W. H. (1994). Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore. *Accounting and Business Research*, 24(96), 291–301. <https://doi.org/10.1080/00014788.1994.9729488>
- Ater, B., & Hansen, T. B. (2020). Earnings management prior to private debt issuance. *Accounting Research Journal*, 33(2), 269–285. <https://doi.org/10.1108/ARJ-11-2018-0204>
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 1–51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4)
- Bar-Yosef, S., D'Augusta, C., & Prencipe, A. (2019). Accounting Research on Private Firms: State of the Art and Future Directions. *The International Journal of Accounting*, 54(02), 1950007. <https://doi.org/10.1142/S1094406019500070>
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3–17. <https://doi.org/10.1108/03074350110767411>
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016.
- Cerqueira, A., & Pereira, C. (2015). Accounting Accruals and Information Asymmetry in Europe. *Prague Economic Papers*, 24(6), 638–661. <https://doi.org/10.18267/j.pep.528>
- Cerqueira, A., & Pereira, C. (2017). Accruals quality, managers' incentives and stock market reaction: Evidence from Europe. *Applied Economics*, 49(16), 1606–1626. <https://doi.org/10.1080/00036846.2016.1221047>

- Cerqueira, A.; Pereira, C. Earnings Management and Stock Market Reaction. *In International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*; IGI Global: Hershey, PA, USA, 2019. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-7817-8.ch002>
- Cerqueira, A. & Pereira, C.(2020).The Effect of Economic Conditions on Accounting Conservatism under IFRS in Europe. *Review of Economic Perspectives*,20(2) 137-169. <https://doi.org/10.2478/revecp-2020-0007>
- Cunha, M. R. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revista da Ordem dos Revisores Oficiais de Contas*, N° 63, pp. 15-23
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC*. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1–36. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- Dechow, Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Diamond, D. W. (2004). Presidential Address, Committing to Commit: Short-term Debt When Enforcement Is Costly. *The Journal of Finance*, 59(4), 1447–1479. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00669.x>
- Fearnley, N., & Gray, S. (2015). National institutional factors and IFRS Implementation in Europe: The case of investment property companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 271–288. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-05-2014-0038>
- Fields, L. P. P., Gupta, M., & Wilkins, M. S. (2012). Refinancing Pressure and Earnings Management: Evidence from Changes in Short-Term Debt and Discretionary Accruals. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2069076>
- Fung, S. Y. K., & Goodwin, J. (2013b). Short-term debt maturity, monitoring and accruals-based earnings management. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 9(1), 67–82. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.01.002>
- Garrod, N., Ratej, P. S., & Valentincic, A. (2007). *Political Cost (Dis)Incentives for Earnings Management in Private Firms* (SSRN Scholarly Paper 969678). <https://doi.org/10.2139/ssrn.969678>

- Ghazali, A. W., Shafie, N. A., & Sanusi, Z. M. (2015). Earnings Management: An Analysis of Opportunistic Behaviour, Monitoring Mechanism and Financial Distress. *Procedia Economics and Finance*, 28, 190–201. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01100-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01100-4)
- Givoly, D., Hayn, C. K., & Katz, S. P. (2010). Does Public Ownership of Equity Improve Earnings Quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195–225. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.1.195>
- Gonçalves, T. C., & Coelho, G. (2019). *Earnings Management during Mergers and Acquisitions – European Evidence*. 102, 22.
- Gu, Z., Lee, C. J., & Rosett, J. G. (2005). What Determines the Variability of Accounting Accruals? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 57, 313–334. <https://doi.org/https://doi.org/https://doi.org/10.1007/s11156-005-6869-1>
- Guidry, F., J. Leone, A., & Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26(1–3), 113–142. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00037-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00037-8)
- Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks*. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 855–888. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01029.x>
- Gupta, M., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2008). Legal Inforcement, Short Maturity Debt, and the Incentive to Manage Earnings. *Journal of Law and Economics*, 51(4), 619–639.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1998). *A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting* (SSRN Scholarly Paper 156445). <https://doi.org/10.2139/ssrn.156445>
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105–134. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00041>
- Inayah, R. A., Amiruddin, A., & Pontoh, G. T. (2021). Analysis the Effect of Financial Distress, Leverage and Free CashFlow on Earnings Management. *GATR Accounting and Finance Review*, 6(3), 111–119. [https://doi.org/10.35609/afr.2021.6.3\(1\)](https://doi.org/10.35609/afr.2021.6.3(1))
- Jelinek, K. (2007). The effect of leverage increases on earnings management. *Journal of Business and Economic Studies*, 13, 24–46.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76(2), 323–329.
- Jeon, H. J., & Oh, H. M. (2020). Debt Origin and Investment Efficiency from Korea. *International Journal of Financial Studies*, 8(3), Art. 3. <https://doi.org/10.3390/ijfs8030047>
- Kalbuana, N., Prasetyo, B., Asih, P., Arnas, Y., Simbolon, S. L., Abdusshomad, A., Kurnianto, B., Rudy, Kardi, Saputro, R., Yohana, Sari, M. P., Z, R. A. P., ra, Pramitasari, D. A., Rusdiyanto, Gazali, Joh, I. A., Putri, A., ... Mahdi, F. M. (2021). Earnings Management is Affected by Firm Size, Leverage and ROA: Evidence from Indonesia. *Academy of Strategic Management Journal*, 20(2S), 1–12.
- Khanh, M. T. H., & Anh Phung, T. (2019). The effect of financial leverage on real and accrual-based earnings management in Vietnamese firms. *Economics & Sociology*, 12(4), 299–312. <https://doi.org/10.14254/2071-789X.2019/12-4/18>
- Khuong, N. V., Rahman, A. A. A., Meero, A., Anh, L. H. T., Liem, N. T., Thuy, C. T. M., & Ly, H. T. N. (2022). The Impact of Corporate Social Responsibility Disclosure and Accounting Comparability on Earnings Persistence. *Sustainability*, 14, 2752. <https://doi.org/10.3390/su14052752>
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.11.002>
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C., & Georgopoulos, A. (2005). Firm acquisitions and earnings management: Evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 20(7), 663–678. <https://doi.org/10.1108/02686900510611212>
- Larcker, D. F., & Richardson, S. A. (2004). Fees Paid to Audit Firms, Accrual Choices, and Corporate Governance. *Journal of Accounting Research*, 42(3), 625–658. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.t01-1-00143.x>
- Lazzem, S., & Jilani, F. (2018). The impact of leverage on accrual-based earnings management: The case of listed French firms. *Research in International Business and Finance*, 44, 350–358. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.103>

- Mamatzakis, E., Pegkas, P., & Staikouras, C. (2022). The impact of debt, taxation and financial crisis on earnings management: The case of Greece. *Managerial Finance, ahead-of-print*(ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/MF-01-2022-0052>
- Mendes, C., & Lima Rodrigues, L. (2007). Determinantes da manipulação contabilística. *Tékhnē - Revista de Estudos Politécnicos*.
- Moreira, J. (2006). Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms. CETE discussion papers 0610. Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Mukhametzyanov, R., & Nugae, F. S. (2016). Financial statements as an information base for the analysis and management decisions. *Academy of Strategic Management Journal, 17*.
- Nobes, C., & Parker, R. (2010). *Comparative International Accounting*. (Pearson, Ed.) (11th ed.). London.
- Nobes, C. (1998). Towards a General Model of the Reasons for International Differences in Financial Reporting. *Abacus, 34*(2), 162–187. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00028>
- Pereira, A., Pereira, C., Gomes, L., & Lima, A. (2023a). Do Taxes Still Affect Earning Persistence? *Administrative Sciences, 13*: 48. <https://doi.org/10.3390/admsci13020048>.
- Pereira, C., Monteiro, A., Silva, D., & Lima, A. (2023b). Do the Levels of Environmental Sustainability Disclosure and Indebtness Affect the Quality of Earnings? *Sustainability, 15*(4), Art. 4. <https://doi.org/10.3390/su15042871>
- Johnson, S.A. (2003). "Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage," *Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, vol. 16(1), pages 209-236.
- Schipper, K. (1989). Earnings Management. *Accounting Horizons, 3*(4), 91–102.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics, 17*(3), 281–308. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2)
- Trung, T. Q., Liem, N. T., & Thuy, C. T. M. (2020). The impact of short-term debt on accruals-based earnings management – evidence from Vietnam. *Cogent Economics & Finance, 8*(1), 1767851. <https://doi.org/10.1080/23322039.2020.1767851>

- Vakilifard, H., & Mortazavi, M. S. (2016). The Impact of Financial Leverage on Accrual-Based and Real Earnings Management. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, 6(2), 53–60.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112–134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Zagers-Mamedova, I. (2009). *The effect of leverage increases on real earnings management*. <https://repub.eur.nl/pub/15572/>
- Zamri, N., Rahman, R. A., & Isa, N. S. M. (2014). The Impact of Leverage on Real Earnings Management. *Procedia Economics and Finance*, 7. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00222-0](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00222-0)