

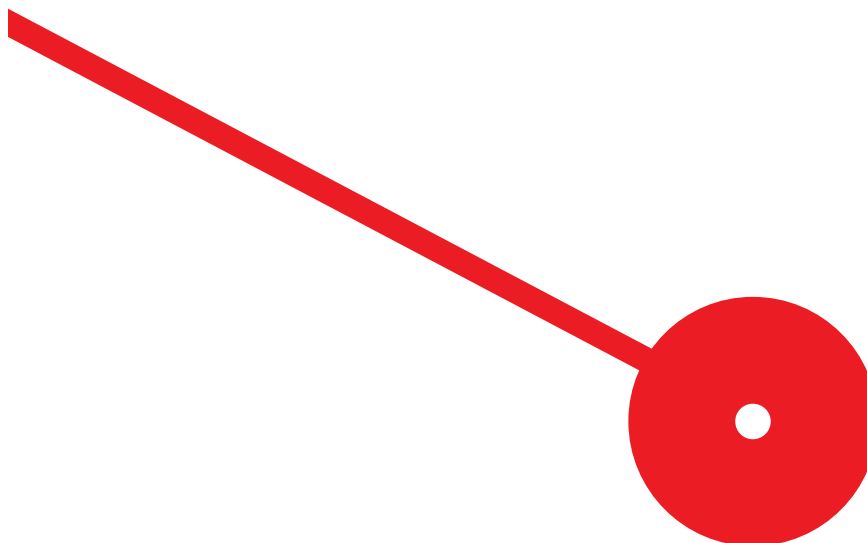


Impacto da Gestão dos Resultados no Investimento: Pequenas e Médias Empresas Portuguesas

Beatriz Pinto e Castro

Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri

07/2023

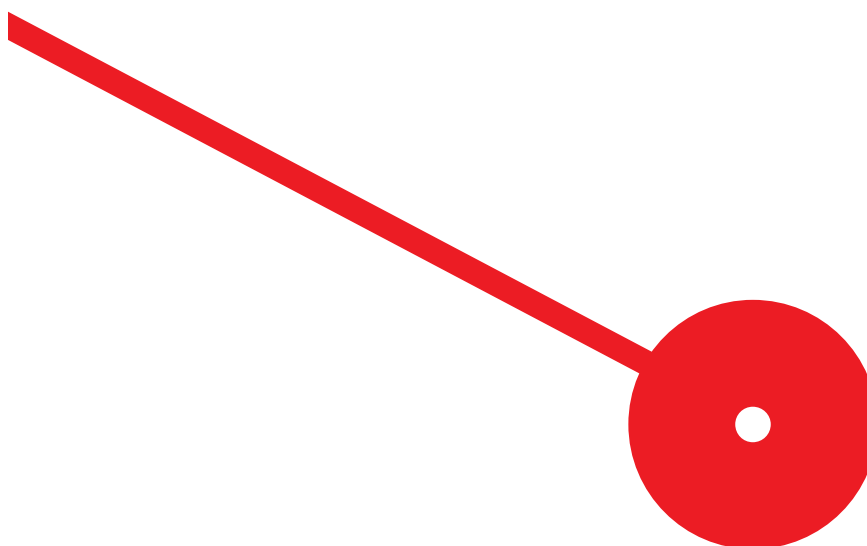




Impacto da Gestão dos Resultados no Investimento: Pequenas e Médias Empresas Portuguesas

Beatriz Pinto e Castro

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.



Dedicatória

Dedicado aos meus pais, irmã, avós e namorado.

Agradecimentos

A conclusão desta dissertação é o culminar de uma fase exigente, mas também, gratificante. Ao longo deste caminho, enfrentei diversos desafios, que me exigiram uma forte capacidade de superação. Não obstante, esta conquista não teria sido possível sem o apoio e contribuição de várias pessoas, com quem partilhei este processo de investigação, e a quem não posso deixar de agradecer.

À minha orientadora do Instituto Superior de Administração e Contabilidade do Porto, Doutora Professora Cláudia Maria Ferreira Pereira, pela sua disponibilidade e sugestões ao longo da realização da tese, que permitiram enriquecer o seu conteúdo.

Ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, a todos os professores que marcaram o meu percurso académico.

Aos meus pais e avós, por todo o apoio dado para que tudo decorresse da melhor forma ao longo da minha vida, sem o qual, certamente, não teria conseguido os objetivos que alcancei.

À minha irmã, pela sua capacidade de me fazer sorrir, ajudando-me a ultrapassar as dificuldades que este percurso trouxe.

Ao meu namorado, com quem partilhei os bons momentos, as ideias, as preocupações, e as dúvidas que foram surgindo ao longo deste percurso.

Aos meus amigos e colegas de trabalho, que sempre me apoiaram e permitiram que conseguisse conciliar tudo aquilo que me tinha proposto.

A todos o meu obrigado!

Resumo:

A presente dissertação tem o objetivo de analisar o impacto que a gestão dos resultados tem no nível/eficiência do investimento. A gestão de resultados é um assunto amplo e muito debatido na contabilidade. Muitos problemas financeiros foram causados por manipulações e fraudes financeiras nos últimos anos, a nível internacional e nacional. É por isso crucial investigar este assunto para evitar problemas semelhantes no futuro.

Com este estudo, espera-se incentivar a divulgação de informações financeiras mais transparentes. Espera-se, ainda que, este estudo seja útil a todos os utilizadores das demonstrações financeiras, bem como aos investidores e gestores. A sobrevivência e crescimento das empresas depende das decisões de investimento e financiamento, sendo importante estudar a relação entre a gestão dos resultados e o investimento.

O presente estudo empírico consiste numa análise quantitativa, com dados de pequenas e médias empresas de Portugal, com referência ao período compreendido entre 2016-2021. O modelo utilizado para medir o nível de gestão de resultados, foi o modelo de regressão de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005).

O impacto da gestão dos resultados no nível do investimento foi analisado através de um modelo multivariado com base no artigo de Ma e Jeong (2022). Para além disso, foi analisado se as empresas que subinvestem e sobreinvestem têm tendência para realizar práticas de gestão de resultados, foi desenvolvido um modelo com base no artigo de Biddle et al., (2009).

O presente estudo evidencia que empresas que realizam menos práticas de gestão dos resultados, apresentam maior tendência para investir. Adicionalmente, os resultados mostram que as empresas com uma maior gestão dos resultados apresentam um investimento ineficiente. A partir dos resultados foi possível concluir a premissa anterior para sobreinvestimento, mas não para o subinvestimento.

Palavras chave: *Gestão dos Resultados, Regime do Acréscimo, Sobreinvestimento, Subinvestimento.*

Abstract:

This dissertation aims to analyze the impact that earnings management has on the level/efficiency of investment. Earnings management is a broad and much debated subject in accounting. Much financial trouble has been caused by financial manipulation and fraud in recent years, internationally and nationally. Therefore, it is crucial to investigate this subject to avoid similar problems in the future.

This study encourages more transparent financial reporting and that it will be useful to all users of financial statements, such as investors and managers. The survival and growth of companies depends on investment and financing decisions, and so it is important to study the relationship between earnings management and investment.

This empirical study consists of a quantitative analysis, with data from small and medium-sized companies in Portugal, over the period between 2016-2021. The model used to estimate the level of earnings management was the regression model of Jones (1991) modified by Dechow, Sloan, and Sweeney (1995) and Kothari, Leone and Wasley (2005).

The impact of earnings management on the level of investment was analyzed using a multivariate model based on the article by Ma and Jeong (2022). In addition, to analyze whether firms that underinvest and overinvest have a tendency to perform earnings management practices, a model was developed based on the article by Biddle et al., (2009).

This study shows that firms that engage in fewer earnings management practices have a greater tendency to invest. The empirical evidence suggests that firms with a higher earnings management have more inefficient investment. From the results it was possible to conclude the previous premise for overinvestment, but not for underinvestment.

Key words: *Earnings Management, Accruals, Overinvestment, Underinvestment.*

Índice geral

Capítulo I – Introdução.....	1
1.1 Contextualização e Motivações	1
1.2 Objetivos, Metodologia e Resultados.....	2
1.3 Estrutura da Dissertação.....	3
Capítulo II – Revisão de Literatura e desenvolvimento de hipóteses	4
2.1. Gestão dos Resultados.....	4
2.1.1 Gestão dos Resultados Legal	8
2.2 Teorias da Contabilidade.....	10
2.3 Estratégias de Gestão dos Resultados	12
2.3.1 Reconhecimento incorreto de receitas	13
2.3.2 The Big Bath.....	14
2.3.3 Alisamento dos resultados	15
2.3.4 Cookie Jar Reserves	15
2.3.5 Depreciação e amortização	16
2.4 Motivações para a gestão dos resultados.....	17
2.5 Métodos empíricos para a deteção de gestão dos resultados	19
2.5.1 Análise de rácios e tendências	20
2.5.2 Métodos Baseados em Análise de Distribuição	21
2.5.3 Métodos baseados em casos de incumprimento de princípios contabilísticos	22
2.5.4 Métodos baseados em <i>accruals</i>	23
2.6 Eficiência do Investimento.....	27
2.7 O Governo das Sociedades em Portugal e a confiança dos investidores	29
2.8 Formulação das Hipóteses: O Investimento e a Gestão dos Resultados	31
Capítulo III – Metodologia e estudo empírico	35
3.1. Seleção de Dados e Amostra.....	35

3.2. Modelo Empírico e variáveis	36
Capítulo IV – Apresentação e discussão dos resultados	43
4.1. Estatísticas Descritivas	43
4.2. Resultados Empíricos	53
Capítulo V– Conclusões	63
5.1 Principais Conclusões	63
5.2 Limitações do Estudo	64
5.3 Perspetivas para trabalhos futuros	65
Referências bibliográficas	66
Apêndices.....	77
Apêndice I - CAEs selecionados para a amostra	77

Índice de Figuras

Figura 1- A distinção entre a fraude e a gestão de resultados	10
Figura 2 -Diagrama ilustrativo dos conceitos.....	24

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Categorias da Gestão dos resultados.	12
Tabela 2 - Modelos Baseados em accruals.....	25
Tabela 3 -Processo de seleção da amostra.....	36
Tabela 4 -Estatísticas Descritivas Accruals Discricionários	44
Tabela 5 -Estatísticas Descritivas Variáveis da Regressão do Nível do Investimento... 45	
Tabela 6 - Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (1ºVersão).....	46
Tabela 7 - Estatísticas Descritivas das Variáveis da amostra do Investimento Eficiente46	
Tabela 8 -Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Subinvestimento (1ºVersão).....	47
Tabela 9- Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (2º Versão)	48
Tabela 10 -Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Subinvestimento (2º Versão)	48
Tabela 11 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Nível do Investimento.. 49	
Tabela 12 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento(1ºVersão).....	50
Tabela 13 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Investimento eficiente (1ºVersão).....	50
Tabela 14 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Subinvestimento(1ºVersão)	51
Tabela 15 – Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (2ºVersão).....	51
Tabela 16 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Subinvestimento (2º Versão)	52
Tabela 17- Resultados da Regressão do Nível do Investimento	54
Tabela 18 -Resultados da Regressão do Sobreinvestimento	55
Tabela 19 – Resultados da Regressão do Subinvestimento.....	58
Tabela 20 -Resultados da Regressão do SobreInvestimento (Valores Absolutos).....	60
Tabela 21 -Resultados do Modelo do SubInvestimento (Valores Absolutos).....	60

Indicie de Equações

Equação 1 - Regressão fluxos de caixa (Função de investimento).....	28
Equação 2 - Regressão fluxos de caixa alargado (Função de investimento).....	28
Equação 3 - Regressão de Jones (1991) modificada por (Dechow, Sloan, e Sweeney 1995)	37
Equação 4 - Formula Cálculo TCA	38
Equação 5 - Regressão do Nível do Investimento	38
Equação 6 - Regressão entre investimento e variação da receita de vendas	40
Equação 7 - Regressão Sobreinvestimento.....	41
Equação 8 - Regressão Subinvestimento.....	41
Equação 9 - Regressão Investimento Eficiente	41

Lista de abreviaturas

BES - Banco Espírito Santo

Big4 - Quatro maiores empresas especializadas em auditoria e consultoria do mundo.

BPN - Banco Português de Negócios

CAE - Código de Atividade Económica

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

DA - Accruals Discrecionário

EBIT- Lucros antes de Juros e Impostos

EM - Estados- Membros

EUA - Estados Unidos da América

FASB -Financial Accounting Standards Board

FIFO - First In, First Out

FSF - Financial Statement Fraud

GAAP - Generally Accepted Accounting Principles

I&D - Investigação e Desenvolvimento

IASB - International Accounting Standards Board

IFAC - International Federation of Accountants

IFRS - International Financial Reporting Standards

IPCG - Instituto Português de Corporate Governance

ISA - International Standard on Auditing

LIFO - Last in, first out

NDA - Accruals Não Discrecionários

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PME - Pequenas e Médias Empresas

ROA - Retorno sobre os ativos

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SEC - Securities and Exchange Commission

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

TCA - Accruals Totais

VAL - Valor atual líquido

1.1 Contextualização e Motivações

A informação contabilística é uma ferramenta essencial na comunicação da situação financeira/económica atual e esperada das empresas. As demonstrações financeiras são a principal fonte de informação para os vários *stakeholders* que precisam desta informação para tomarem decisões importantes, sendo essencial que a informação divulgada seja transparente e que traduza uma imagem real da empresa em causa.

Ao longo do tempo, ocorreram casos de empresas envolvidas em escândalos financeiros com impacto a nível mundial, como Enron, WorldCom, Parmalat, TYCO e Lehman Brothers, e com impacto a nível nacional, como o Banco Português de Negócios (BPN) e Banco Espírito Santo (BES). Estes escândalos geraram uma maior desconfiança na qualidade da informação financeira prestada. Em consequência disto, a gestão dos resultados é um tema que tem despertado o interesse da comunidade académica, apresentando uma relevância crescente desde meados da década de 80.

Torna-se essencial apurar se as informações contabilísticas das empresas traduzem a realidade destas, bem como compreender os motivos que levam as empresas a realizar a gestão dos seus resultados e de que forma o fazem, numa tentativa de criar mecanismos para diminuir estas práticas. Têm sido investigados os conceitos de governo societário que promovem a eficácia de mecanismos de controlo interno de maneira a prevenir a ocorrência de fraude. No entanto, as práticas de gestão dos resultados e a fraude não são fáceis de identificar e mesmo com uma boa auditoria é impossível eliminar o risco.

As demonstrações financeiras devem ser fiáveis para reduzir a incerteza, diminuindo o custo de capital, e, por conseguinte, evitar o decréscimo do valor da empresa. As informações contabilísticas detêm um papel fundamental no controlo de mercado, contribuindo para a redução do problema de agência.

Os investidores são um dos *stakeholders* cujas decisões de investimento dependem da qualidade das informações financeiras. O investimento é um fator muito importante para a sustentabilidade e crescimento das empresas, pelo que atrair investidores e/ou obter financiamento por parte da banca é crucial.

Vários, ativos obtidos a partir de atividades de investimento, fornecem uma base material para as atividades de produção e gestão de uma empresa, afetando o valor intrínseco da mesma. A eficiência do investimento de uma empresa afeta diretamente a sobrevivência e o desenvolvimento desta e em termos macroeconómicos a afetação de recursos na sociedade. No entanto, a ineficiência do investimento é atualmente observada na maioria das empresas, e os aspetos específicos são o sobreinvestimento e o subinvestimento. Por conseguinte, é necessário encontrar uma forma de aumentar a eficiência do investimento das empresas pelo que vários estudos estão a ser realizados nesse sentido (Ma e Jeong,2022).

Os estudos de Bushman e Smith (2001), Healy e Palepu (2001) e Lambert et al. (2007) referem que o aumento de qualidade nos relatórios financeiros leva a implicações económicas relevantes nas empresas, como a eficiência dos investimentos realizados. Isto traduz-se numa redução da assimetria da informação entre gestores e fornecedores de capital, reduzindo o custo de captação de recursos (Biddle et al., 2009).

As decisões de investimento de uma empresa são melhoradas pela comunicação atempada das informações financeiras. Essa melhoria nas informações financeiras pode permitir solucionar os problemas de sobreinvestimento e subinvestimento (Biddle e Hilary, 2006; Hope e Thomas, 2008).

1.2 Objetivos, Metodologia e Resultados

O objetivo do presente trabalho é analisar o impacto da gestão dos resultados no nível de investimento, ou seja, se as empresas que realizam menos/mais práticas de gestão de resultados têm montantes de investimento superiores/inferiores. Após apurar que a gestão dos resultados tem um impacto positivo no nível de investimento, decidiu-se explorar, de uma forma mais aprofundada esta relação, pelo que se procedeu à análise da relação da gestão dos resultados com a eficiência do investimento, ou seja, verificar se as práticas de gestão de resultados se traduzem numa tendência de aumento/diminuição do sobreinvestimento e do subinvestimento.

A amostra utilizada neste estudo é constituída pelas pequenas e médias empresas portuguesas (PMEs), pois são as empresas mais representativas do tecido empresarial português, entre o período de 2016 a 2021, esta amostra é constituída por 27 Códigos de Atividade Económica (CAEs) que contém 3.073 empresas.

Para apurar o nível de gestão de resultados foi utilizado o modelo econométrico de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005).

O impacto da gestão dos resultados no nível de investimento foi analisada através de um modelo multivariado com base no artigo de Ma e Jeong (2022). Por último, para analisar a relação entre a gestão dos resultados e a eficiência do investimento, foram utilizados os modelos multivariados desenvolvidos com base no estudo de Biddle et al. (2009) e com o contributo de Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso (2019).

1.3 Estrutura da Dissertação

O presente trabalho é dividido em cinco capítulos, incluindo o presente, cujo propósito é apresentar uma introdução ao tema em estudo, a sua motivação, os seus objetivos, a metodologia de investigação e, ainda, a estrutura da dissertação.

No segundo capítulo é efetuada a revisão da literatura, onde se aborda os principais temas relacionados com o estudo empírico em causa, nomeadamente, a gestão dos resultados, as estratégias, motivações e métodos empíricos utilizados para realizar esta prática e ainda a eficiência do investimento e a sua relação com a gestão dos resultados. Por último, neste capítulo são desenvolvidas as hipóteses de investigação.

No terceiro capítulo, descreve-se o processo de recolha de dados, a seleção da mostra e a apresentação dos modelos empíricos utilizados.

No quarto capítulo é realizada uma análise das estatísticas descritivas e dos resultados das regressões, que permitem dar resposta às hipóteses de investigação, pelo que são também apresentadas as respostas a estas.

No quinto e último capítulo, evidencia-se as conclusões do trabalho, as suas limitações e as perspetivas para os trabalhos futuros.

CAPÍTULO II – REVISÃO DE LITERATURA E DESENVOLVIMENTO DE HIPÓTESES

2.1. Gestão dos Resultados

A gestão dos resultados é um dos tópicos mais significativos no ramo da contabilidade (Vladu e Cuzdriorean, 2014). A abordagem deste tema pelos diversos autores não permitiu chegar a uma conclusão única relativamente ao que é a qualidade dos resultados uma vez que esta mostra-se contingente sobre o contexto de decisão (Dechow et al., 2010). A evidência empírica relativa à gestão dos resultados é sugestiva, mas não conclusiva (Katherine Schipper, 1989).

A gestão dos resultados é um tema oportuno e relevante, dado que a ocorrência de vários escândalos contabilísticos tornou-se uma questão internacional central nas discussões relativas à credibilidade dos mercados financeiros. (Cerqueira e Pereira, 2019; Dechow et al., 2010).

Na literatura contabilística não há uma denominação consensual sobre a gestão de resultados, existem várias expressões que descrevem a prática da gestão de resultados, tais como “earnings management”, “accounts manipulation”, “earnings manipulation”, “creative accounting”, “financial numbers game”, entre outras (Marques, 2009). Ao longo do presente texto, inclui-se todas as formas de manipulação, à exceção da manipulação fraudulenta, sob uma única designação: Gestão dos Resultados.

Na década 70 e início da década de 80, um grande número de estudos investigaram os fatores determinantes da escolha contabilística, sendo a alteração dos resultados para benefício dos gestores uma questão central de investigação (Beneish, 2001).

Segundo o estudo de Vladu e Cuzdriorean (2014), entre 2003 e 2013, os tópicos mais estudados no âmbito da deteção da gestão dos resultados foram; *Managerial discretion*, com 18 estudos publicados, *Benchmarking and threshold*, com 15 estudos publicados, e a influência da auditoria, com 8 estudos publicados. A revista com um maior número de publicações de assuntos nesta área foi a “The Accounting Review”, com 25 artigos publicados numa amostra de 77 artigos. Durante o período de 2003-2013, a categoria metodológica dominante foi a matemática e análise estatística (90,95%).

A estimativa da magnitude da gestão de resultados a partir dos *accruals* discricionários é o principal assunto estudado, mas autores como Dechow, et al. (1995) afirmaram que esses modelos têm uma medição substancial de erro; estes autores concluíram que uma versão modificada do modelo desenvolvido por Jones (1991) dá origem a testes mais poderosos de gestão de resultados.

Os *accruals* ocorrem quando existe um desfasamento entre o momento do fluxo de caixa e o momento do reconhecimento do resultado (Ronen e Yaari, 2008).

As definições de manipulação de resultados não são unânimes entre os autores, tornando o estudo desse fenómeno bastante complexo. Enquanto alguns veem a manipulação como uma forma de fraude, para outros autores a manipulação apenas deve ser aquela que acontece dentro dos limites dos princípios contabilísticos. Apesar dessas divergências, uma característica comum em todas as definições é que a manipulação ocorre para se alcançar um determinado objetivo (Vila, 2012). De seguida, apresenta-se algumas definições de gestão de resultados:

- De acordo com Schipper (1989), a gestão dos resultados é uma intervenção propositada no processo dos relatórios financeiros externos com a intenção de obter algum ganho privado. Esta definição está limitada porque apenas inclui os relatórios externos.
- O fenómeno da manipulação dos resultados é influenciado pelas decisões tomadas pelo gestor da empresa, existindo um *tradeoff* entre divulgar informações para diminuir o custo de capital, ou para minimizar o montante de impostos a pagar (Chaney & Lewis, 1995).
- A manipulação dos resultados é como uma área cinzenta onde a contabilidade é pervertida, os gestores cortam nos “cantos”, e os resultados traduzem os desejos dos gestores, em vez do desempenho financeiro da empresa (Levitt, 1998).
- A gestão dos resultados pode ser definida como “Earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers”(Healy e Wahlen, 1999, p.6).
- De acordo com McKee (2005), a manipulação dos resultados refere-se às escolhas de gestão que são razoáveis e legais, com o objetivo de fornecer relatórios financeiros estáveis e previsíveis. A manipulação dos resultados não deve ser

confundida com atividades ilegais para manipular as demonstrações financeiras e relatar resultados que não traduzem a realidade económica.

Relativamente à definição apresentada por Healy e Wahlen (1999), o uso de julgamento por parte da gestão em relatórios financeiros tem benefícios e custos. Estes benefícios incluem potenciais melhorias, como comunicação mais credível aos intervenientes externos. De acordo com Stein (1989), os *Stakeholders* toleraram um certo nível de gestão dos resultados, podendo assim os gestores usar o julgamento contabilístico para fazer relatórios financeiros mais informativos para os utilizadores. Os custos são a potencial má afetação de recursos derivados da gestão dos resultados (Healy e Wahlen, 1999).

De acordo com Gunny (2005), existem três categorias de gestão dos resultados: a contabilidade fraudulenta, a contabilidade do regime do acréscimo e a gestão dos resultados real.

A contabilidade fraudulenta envolve escolhas que violam a lei, a contabilidade de regime do acréscimo tenta “mascarar” a verdadeira performance económica. A gestão dos resultados reais ocorre quando os gestores executam ações que se desviam das melhores práticas para aumentar os resultados divulgados. A contabilidade fraudulenta e o regime do acréscimo não são alcançados através da alteração de atividades económicas da empresa, mas sim através da escolha de métodos contabilísticos, utilizados para representar as atividades da empresa. A gestão dos resultados real é alcançada através da alteração de operações de atividades subjacentes à empresa, como por exemplo, reduzir os preços no fim do ano, com o objetivo de acelerar as vendas que seriam realizadas no ano fiscal seguinte, atrasar investimentos desejáveis e vender ativos fixos, para, desta forma, aumentar os resultados do período corrente (Gunny, 2005).

A literatura classifica, também, a gestão dos resultados em duas categorias, a manipulação do regime de acréscimo e a manipulação da atividade real (Schipper, 1989). Os efeitos destas duas categorias são muito diferentes. Segundo Zang (2012), a manipulação do regime do acréscimo normalmente é efetuada perto da data do fecho dos relatórios, quando os gestores sabem se irão precisar de fazer a gestão dos resultados, sendo esta estratégia facilmente detetada por partes externas, como os auditores. Por outro lado, as manipulações de atividades reais são mais difíceis de detetar, uma vez que as partes externas à empresa, como os auditores, não estão em posição de julgar as decisões económicas efetuadas pelas empresas. A manipulação da atividade real pode ser mais

dispendiosa, já que envolve a implementação de transações que podem não ser ótimas para a empresa numa perspetiva económica.

Ao contrário da gestão dos resultados via *accruals*, a manipulação da atividade real consiste em alterar de forma propositada as operações da empresa para influenciar os números contabilísticos divulgados. Na medida em que tais intervenções possam divergir da otimização, expondo a empresa a possíveis custos económicos reais (Vorst, 2016).

Os gestores sentem-se mais confiantes em utilizar a manipulação de atividades do que a manipulação do regime do acréscimo. Esta é mais usada nas empresas como último recurso, dado que a manipulação de atividades reduz o risco da monitorização externa (mais difícil de detetar) e evita situações onde já não é mais possível o uso do regime do acréscimo (Graham et al., 2005).

As informações fornecidas relativas às características do desempenho financeiro de uma empresa são relevantes para a tomada de uma decisão específica, desde que exista qualidade nos resultados, sendo esta uma função do desempenho fundamental da empresa (Dechow et al., 2010).

De acordo com Schilit (2010), o mercado empresarial é caracterizado por ser altamente dinâmico e em constante mudança, o que pode criar pressão sobre as empresas para manipularem seus resultados. É importante ter em atenção comportamentos nas empresas como: mudanças frequentes no quadro de pessoal-chave, alterações nos princípios contabilísticos utilizados, nas estimativas realizadas ou nas representações financeiras apresentadas. Além disso, empresas que são excessivamente aquisitivas ou que requerem frequentes injeções de capital próprio ou de dívida também devem ser observadas com atenção, pois podem estar a realizar a gestão dos seus resultados, para atender às expectativas do mercado ou dos seus investidores.

Se existirem áreas em que a gestão dos resultados é comum e tem um efeito significativo sobre os resultados e sobre a afetação de recursos, pode ser relevante considerar redefinir normas contabilísticas. Se a gestão dos resultados existir mas não for comum e tiver apenas um efeito modesto na alocação de recursos, há menos necessidade de as normas contabilísticas serem revistas (Healy e Wahlen, 1999).

2.1.1 Gestão dos Resultados Legal

É importante distinguir entre *Financial Statement Fraud* (FSF) e Gestão dos resultados, uma vez que a FSF é perpetrada através de uma violação dos *Generally Accepted Accounting Principles* (GAAP) e a Gestão dos resultados também pode prejudicar os investidores, mesmo recorrendo apenas a meios legais (M. Dechow e Skinner, 2000).

A fraude de acordo com Pimenta e Afonso (2012) e Ramos Montesdeoca et al. (2019) é um fenómeno que não impacta apenas a própria organização mas também todo o ambiente na qual esta se encontra inserida, podendo, em alguns casos, ter repercussões ao nível internacional. Sendo este um fenómeno de elevada complexidade havendo importância em combater e prevenir a fraude económica e financeira.

A International Federation of Accountants (IFAC) especifica a norma que regula a FSF. A International Standard on Auditing (ISA) 240 – Fraud and Error, é a norma que define fraude como um ato intencional dos administrativos empregados ou terceiros, resultando em falsas declarações contabilísticas. Assim, a fraude pode envolver: apropriação indevida de bens; manipulação, falsificação ou alteração de registos ou documentos; omissão dos efeitos das transações nos registos ou documentos impróprios. Por conseguinte, a fraude, por si só, é um termo genérico que engloba várias formas de adulteração na informação contabilística divulgada.

É notório o crescente enfoque na regulamentação e na tentativa de prever possíveis fraudes, o que não significa que as consequências dos casos descobertos tenham sido menos devastadoras. A maioria dos casos são descobertos anos após a sua ocorrência e, em certos casos, quando a empresa já se encontra em insolvência. O papel dos reguladores é, portanto, cada vez mais importante nos mercados financeiros. Neste sentido, é necessário ter mecanismos e procedimentos que visem reduzir a ocorrência ou minimizar efeitos de práticas fraudulentas. As variáveis mais significativas que explicam o fenómeno da fraude das demonstrações financeiras na Europa são as medidas de alavancagem financeira, desempenho e risco financeiro (Campos, 2018).

Em janeiro de 2005, os Estados- Membros (EM) da União Europeia, incluindo Portugal, passaram por uma mudança significativa na forma como suas demonstrações financeiras eram elaboradas. Essa mudança foi impulsionada pelo objetivo de harmonizar as práticas contabilísticas entre os diferentes EM, com o intuito de tornar a informação financeira mais comparável. A harmonização contabilística é um processo que procura reduzir as

diferenças nas práticas contabilísticas utilizadas nos vários países (Tay e Parker, 1990) e (Ball, 2006).

A União Europeia e o International Accounting Standards Board (IASB) lideraram o processo de harmonização contabilística a partir da atualização e publicação das International Financial Reporting Standards (IFRS). Os dois principais propósitos das IFRS segundo De George et al.(2016) são melhorar a comparabilidade das demonstrações financeiras entre os países e melhorar a qualidade dos relatórios financeiros.

De acordo com John et al. (2015), apesar das muitas vantagens que as IFRS têm em termos de uma maior atenuação do risco de ocorrência de fraudes nas demonstrações financeiras, os primeiros anos de aplicação são um desafio para os auditores, uma vez que estão a lidar com métodos com diferenças significativas. Consequentemente, espera-se que as IFRS promovam uma maior comparabilidade, transparência e sinalização de *outliers*. As IFRS proporcionam espaço para os gestores gerirem os seus resultados legalmente, devido à flexibilidade das IFRS, pelo que a aplicação das IFRS não garante que os resultados comunicados não sejam geridos (Toumeh e Yahya, 2019).

A Figura 1 apresenta diversas escolhas ao nível da Contabilidade e dos Fluxos de Caixa, classificando-as como contabilidade conservadora, resultados neutros, contabilidade agressiva ou contabilidade fraudulenta. Apenas são consideradas como contabilidade fraudulenta as decisões que violam as GAAP.

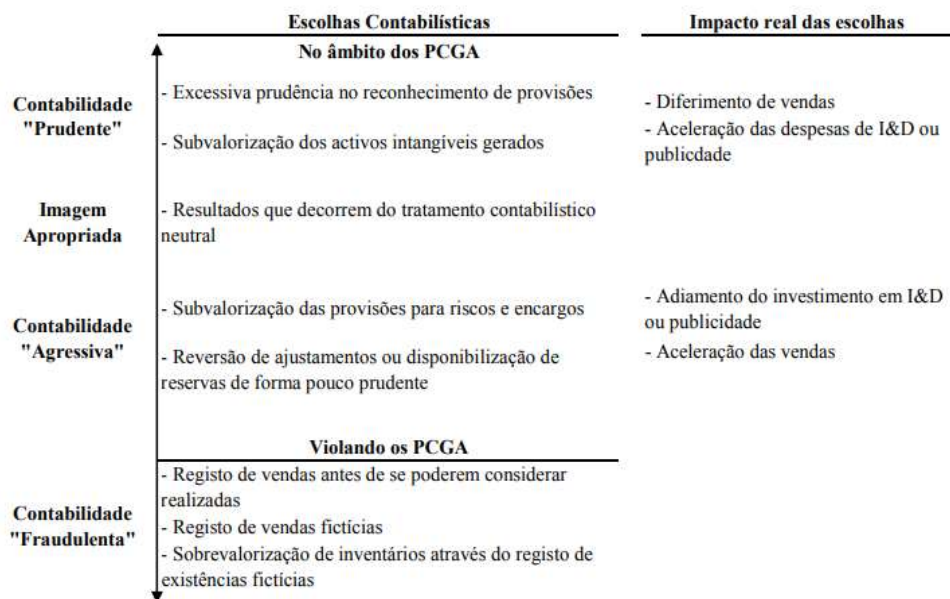


Figura 1- A distinção entre a fraude e a gestão de resultados

Fonte: Adaptação de Dechow e Skinner (2000)

2.2 Teorias da Contabilidade

A problemática da gestão dos resultados pode ser analisada dentro de quadros teóricos tais como a teoria da Agência e a teoria dos *Stakeholders*. A teoria dos *Stakeholders* tem tendência a ser mais extensa do que a teoria da Agência, observando os fluxos de caixa de uma empresa como uma parte dividida entre as partes interessadas, como dividendos para os acionistas, impostos para o governo, bónus para os gestores e gratificações para os colaboradores (Cerqueira e Pereira, 2019; Oliveira et al., 2019).

A teoria dos *Stakeholders* tem diversas interpretações, provocando alguma repulsa ou elogios de uma grande variedade de estudiosos. Trata-se de uma teoria de gestão e ética organizacional, que é diferente relativamente a outras, dado que aborda a moral e os valores explicitamente como uma característica central da gestão das organizações. Os fins da empresa e os meios para atingir estes fins são examinados de forma crítica no teor das partes interessadas (Phillips et al., 2005).

Segundo Jiraporn et al. (2008), a teoria da Agência pode ser utilizada para fazer a distinção entre a gestão dos resultados benéfica e oportunista; de acordo com o estudo empírico realizado pelo autor, em média, a gestão dos resultados não é oportunista

podendo ser benéfica para a empresa. O conceito de agência salienta as complexidades que podem surgir devido à relação entre o agente e o principal. Sugere-se que a separação entre propriedade e o controlo levem a uma divergência entre os interesses do proprietário e do gestor (Jensen et al., 1976).

A teoria da Agência apoia os seus fundamentos no conflito de interesses entre partes interessadas e investidores, na medida em que os gestores procedem para explorar os seus interesses pessoais. Esta teoria considera que as partes interessadas atuam de forma racional, de maneira a maximizar a sua utilidade pessoal (Senan, 2019).

As evidências empíricas emergentes do estudo realizado por Jiraporn et al. (2008) mostram que há uma relação inversa entre gestão dos resultados e os custos de agência. Assim, estes autores referem que os gestores manipulam mais os resultados nas empresas onde os custos de agência são mais baixos. A ausência de relação entre a gestão dos resultados e a gravidade dos custos da agência constitui uma prova de que as empresas não utilizam a gestão dos resultados de maneira oportuna.

Acresce a teoria Positiva da Contabilidade que surgiu com o objetivo de explicar e prever as práticas contabilísticas, ao invés de prescrevê-las. Os primeiros estudos em contabilidade positiva foram realizados por Ball, Brown e Beaver (1968), tendo estes introduzido a utilização de estudos empíricos na literatura.

De acordo com Watts e Zimmerman (1978), a abordagem positiva é apropriada para o estudo da contabilidade, uma vez que o seu objetivo é prever e explicar as práticas contabilísticas. Até então, a maioria das pesquisas concentrava-se apenas na abordagem normativa.

A abordagem positiva na contabilidade surgiu como uma resposta à necessidade de mudança no objetivo do estudo da contabilidade. A estrutura social, económica e institucional são fatores que influenciam a geração de informações e práticas contabilísticas e foram considerados como objetos de estudo pela teoria Positiva da Contabilidade (Lopes e Iudícibus, 2012).

Na teoria Positiva da Contabilidade, a premissa básica é a presença de conflitos de interesse nas empresas, em que uma prática contabilística é selecionada em detrimento de outra devido aos interesses pessoais dos indivíduos envolvidos. Jensen e Meckling, (1976) e Bushman e Smith (2001) indicam que a divulgação dos relatórios financeiros é

influenciada pelos responsáveis por elaborar as demonstrações contábilísticas e, segundo Healy e Palepu (2000), os gestores, por vezes, têm o poder de decidir o que divulgar.

De acordo com Watts e Zimmerman (1978, 1979, 1986), vários fatores influenciam as práticas contábilísticas, como a regulação, os custos de produção de informações, os planos de remuneração, o grau de endividamento e os custos políticos relacionados com o tamanho das empresas. Em 1986, os autores desenvolveram as hipóteses da teoria positiva, nomeadamente a hipótese dos planos de incentivo, a hipótese do grau de endividamento e a hipótese dos custos políticos, que são consideradas os pilares da teoria positiva da contabilidade. Essas hipóteses indicam que os gestores são influenciados por incentivos ao tomar decisões contábilísticas, o que pode afetar a qualidade da informação contábilística (Queiroz e Almeida, 2017).

2.3 Estratégias de Gestão dos Resultados

É possível utilizar diversas técnicas de gestão de resultados devido às diversas escolhas contábilísticas permitidas nas IFRS, pelo que os gestores podem fazer os seus julgamentos relativamente às IFRS, desta forma, estas normas não evitam a gestão dos resultados (De George et al., 2016). As técnicas em questão têm como propósito aumentar os ganhos declarados nas demonstrações financeiras (Ronen e Yaari, 2008).

Num estudo desenvolvido por Mulford e Comiskey (2002), foi elaborado um questionário no qual solicitaram que os indivíduos indicassem as práticas de gestão dos resultados que poderiam ser detetadas em empresas, pode-se observar os resultados na Tabela 1.

Categorias	Contagem	Percentagem
Momento do reconhecimento das despesas operacionais	71	31.3%
Big Bath e Cookie Jar Reserves	39	17.2%
Reconhecimento das receitas	42	18.5%
Ações Reais	31	13.6%
Contabilização do inventário	19	8.4%
Mudanças em políticas e práticas contábilísticas	8	3.5%
Outras Técnicas	17	7.5%
Totais	227	100%

Tabela 1 - Categorias da Gestão dos resultados.

Fonte: Adaptação de Mulford e Comiskey (2002)

O estudo mencionado não se concentra apenas em práticas que poderiam ser consideradas como fraudulentas, mas também em ações reais utilizadas com o objetivo de gerir os resultados. As decisões de gestão que envolvem a condução efetiva dos negócios são frequentemente utilizadas para gerir os resultados, como por exemplo, a venda de ativos para gerar ganhos e compensar perdas operacionais (Mulford e Comiskey, 2002). De acordo com este estudo, 31.3% das práticas de gestão dos resultados estão relacionadas com o momento do reconhecimento das despesas operacionais, sendo esta a prática com percentagem superior.

A baixa representação das declarações incorretas no inventário na gestão dos resultados, apenas 8,4%, pode ser resultado do crescimento de empresas em que os inventários não têm um impacto significativo. Embora as mudanças nas políticas e práticas contabilísticas sejam frequentemente mencionadas como uma técnica de gestão dos resultados, estas representam apenas 3,5% do total da gestão dos resultados observada (Mulford e Comiskey, 2002).

Segue-se uma exposição das principais técnicas de gestão dos resultados abordadas na literatura por diversos autores.

2.3.1 Reconhecimento incorreto de receitas

Uma das formas mais comuns de gestão dos resultados é o reconhecimento antecipado de receitas ou a criação de resultados fictícios.

O reconhecimento apropriado de receitas tem sido objeto de muitas controvérsias e desacordos na profissão do contabilista, com muitos pontos polémicos sobre o que pode ser considerado um reconhecimento razoável e apropriado (Hurt et al., 2000).

Seguindo o princípio contabilístico do conservadorismo, o reconhecimento de receitas é feito apenas quando existe uma troca, ou seja, no momento da entrega do produto ou na execução do serviço, sendo o processo de receitas completo quando o dinheiro é recebido (Hurt et al., 2000).

Segundo a norma contabilística IFRS-15, uma receita é reconhecida quando uma empresa cumpre uma obrigação, sendo que a transferência do controlo é a principal característica para o reconhecimento da receita. O controlo é transferido quando há a capacidade de direcionar o uso do ativo e obter a maioria dos benefícios deste (IFRS 15 Receitas de contratos com clientes, 2022).

De acordo com Schilit (2010), algumas empresas reconhecem receitas mais cedo e antes de completarem alguma obrigação presente no contrato, como por exemplo, reconhecerem vendas futuras no último dia do período corrente para aumentar os seus resultados. Para realizar a gestão dos resultados, as empresas registam receitas que não ocorreram, assim, aumentam a receita a partir de atividades únicas ou insustentáveis e transferem despesas correntes para um período posterior (Schilit, 2010).

Hurt et al. (2000) referiram que mais de metade das fraudes dos relatórios financeiros estão relacionadas com a sobreavaliação das receitas, como resultado, Wasiuzzaman et al. (2015) mencionaram que essa técnica de gestão dos resultados diminui a qualidade dos relatórios financeiros, enganando assim os investidores relativamente à verdadeira performance da empresa. Para garantir que este método não é fraudulento, tem de estar de acordo com as normas da IFRS 15.

2.3.2 The Big Bath

A estratégia de *Big Bath* é definida como uma amortização do ativo e do acréscimo do passivo, de modo a tornar o balanço conservador e diminuir as despesas que servirão de arrasto para os ganhos futuros (Mulford e Comiskey, 2002).

Esta estratégia faz com que os resultados da empresa do próprio período pareçam piores para desta forma, conseguir “limpar” a posição financeira posterior, para que, no futuro, a empresa apresente melhores resultados. O *Big Bath* não é um indicador de fracasso empresarial, mas, pelo contrário, manifesta-se como uma ação positiva para alavancar os ganhos futuros, livrando-se de projetos não lucrativos ou ativos inúteis (Kent et al., 2008).

De acordo com Omar et al. (2014), esta técnica é utilizada quando uma empresa teve alguns encargos e perdas por causa de operações de reestruturação, levando à reestruturação da dívida em dificuldades, imparidades de ativos e redução de valor e à descontinuidade de um segmento ou de uma subsidiária, pelo que querem livrar-se de tudo de uma só vez no período atual. Esta técnica é baseada na crença de que, se a gestão precisar de comunicar más notícias relacionadas com perdas, é melhor fazê-lo de uma só vez.

A vontade das empresas é exagerar estes encargos pois, os investidores vão olhar para além da perda única e focar-se apenas nos ganhos futuros (Mulford e Comiskey, 2002).

Identificar se esta técnica é considerada fraude ou uma técnica de gestão dos resultados, está relacionado com o grau de conservadorismo. Apenas se a gestão tiver como propósito

eliminar o Valor atual Líquido (VAL) negativo ou os ativos inativos em exagero é que pode conduzir à elaboração de relatórios financeiros não fiáveis (Toumeh e Yahya, 2019).

2.3.3 Alisamento dos resultados

O alisamento dos resultados envolve equilibrar a magnitude das flutuações periódicas do rendimento líquido, para transmitir uma imagem financeira saudável da empresa (Hepworth, 1953). O alisamento dos resultados leva ao crescimento dos resultados de uma maneira consistente, sendo possível concretizá-lo através da contabilidade pelo regime do acréscimo. Indivíduos que usam informações financeiras, como os investidores, possuem preocupações com a flutuação dos níveis de resultados, porque estes indicam o grau de persistência dos resultados da empresa e, por vezes, podem prever se existe o risco de falência desta (Safdar e Yan, 2016).

De acordo com Dye (1988), os acionistas atuais podem exigir um nivelamento dos resultados para, desta forma, influenciar as percepções dos potenciais acionistas sobre o valor da empresa.

O alisamento está dividido em real e artificial: o artificial não afeta os fluxos de caixa, mas inclui decisões por parte da gestão que estão disponíveis nas IFRS; o real está relacionado com atividades que impactam os fluxos de caixa, como a alteração do momento do investimento ou o aumento das vendas a partir de um desconto de forma aleatória (Lassaad, 2013). O alisamento não é considerado fraude se estiver de acordo com as normas IFRS (Toumeh e Yahya, 2019).

2.3.4 Cookie Jar Reserves

A técnica do *Cookie Jar Reserves* é baseada em estimativas de eventos futuros, sendo uma forma de suavização de rendimentos. Nesta estratégia, os gestores gerem os resultados através de uma acumulação agressiva de despesas no ano em que a empresa tem bons resultados, pois os resultados para o ano seguinte são incertos. Os gestores reduzem as despesas do ano futuro invertendo porções para influenciar os ganhos do ano seguinte à custa do ano corrente (Chhabra, 2016).

Por outro lado, os autores Caylor e Chambers (2015) referiram que a questão das receitas diferidas pode ser considerada como outra maneira de utilizar a técnica de *Cookie Jar Reserves*. De uma forma conservadora a gestão pode constituir reservas, adiando as suas receitas num bom ano, e posteriormente utilizá-las num mau ano para aumentar os seus

ganhos. Pelo que, no artigo dos autores Caylor e Chambers (2015), é reforçada a ideia de que os auditores precisam de ser céticos quanto às escolhas contabilísticas excessivamente conservadoras, como o são quanto a escolhas contabilísticas agressivas.

Os auditores devem ser especialmente céticos se uma empresa utiliza um tratamento excessivamente conservador quando esta excede em muito os objetivos previamente estabelecidos para os seus ganhos, incluindo as previsões de ganhos elaboradas pelos analistas. Isto pode traduzir-se num movimento estratégico da gerência para armazenar os ganhos para os utilizar em anos futuros, quando a empresa está mais próxima de atingir os seus objetivos a nível dos ganhos. Ao prestar atenção a tratamentos excecionalmente conservadores, os auditores podem reduzir a utilização de *Cookie Jar Reserves* (Caylor e Chambers, 2015).

Normalmente, os gestores fazem provisões que são permitidas ao abrigo das IFRS, nomeadamente a IAS 36 (Provisões, Passivos Contingentes e Ativos Contingentes).

2.3.5 Depreciação e amortização

A IAS 16 (Ativos Fixos Tangíveis) exige que os ativos não correntes sejam depreciados ao longo da sua vida útil. De acordo com Omar et al. (2014), Franceschetti (2018) e Kighir et al. (2013), os ativos exigem julgamento discricionário por parte da gerência para a escolha do seu método de depreciação.

As alterações na vida útil dos ativos não correntes influenciam os ganhos reportados na declaração de rendimentos que pode ser considerada como forma de gestão dos resultados (Bishop e Eccher, 2000).

No entanto, de acordo com a IAS 16, o valor residual e a vida útil de um ativo devem ser revistos pelo menos anualmente. No caso de as expectativas diferirem das estimativas anteriores, as alterações são contabilizadas como alterações nas estimativas. O método de depreciação deve refletir o padrão em que os benefícios económicos dos ativos são consumidos pela empresa (Toumeh e Yahya, 2019).

Esta técnica proporciona um amplo espaço de julgamento discricionário que pode ser explorado para gerir os ganhos declarados de uma forma legal (Toumeh e Yahya, 2019).

2.4 Motivações para a gestão dos resultados

Para analisar o tema da gestão dos resultados é essencial compreender as motivações que levam as empresas a realizá-la. Os investigadores têm manifestado cada vez maior interesse em estudar as motivações que conduzem as empresas a gerir os seus resultados. Os gestores têm diferentes incentivos para manipular os resultados (Aljifri, 2007), sendo os principais motivos de acordo com Oliveira et al. (2019) os seguintes:

- Expor imediatamente benefícios da contabilidade financeira, apesar de os benefícios do imposto sobre o rendimento só aconteceriam no futuro.
- Incentivos para os gestores se empenharem no aumento dos rendimentos da empresa, por causa das ligações entre os rendimentos declarados e a sua reputação.
- Para fins de contratação, acordos de dívida e contratos de compensação pois são usualmente baseados em resultados contabilísticos.
- Para tomar decisões de investimento. Os resultados são a base para prever os fluxos de caixa futuros e para a avaliação do risco.
- Para maximizar a utilidade da gestão ou que esta seja economicamente eficiente para a empresa.

Segundo Healy e Wahlen (1999), a gestão dos resultados ocorre por várias razões, tais como: aumentar a compensação da gestão, persuadir as perceções do mercado bolsista, reduzir a probabilidade de infração dos acordos de empréstimo e evitar a intervenção regulamentar.

Aljifri (2007) realiza uma análise sobre todas as situações que possam conduzir os gestores a manipular os resultados, tendo agrupado as diferentes motivações em cinco categorias, (1) motivações para suavizar os resultados, (2) motivações para reduzir as despesas fiscais, (3) motivações do ponto de vista contratual, (4) motivações para reduzir os custos políticos e (5) as motivações provenientes das mudanças de gestão.

Relativamente às motivações para suavizar os resultados (1), Gordon (1964) estabelece a hipótese de suavização dos rendimentos e considera-a como um bom instrumento para estimar os fluxos de rendimentos futuros através do aumento da utilidade da informação contabilística. O seu estudo é considerado como o primeiro passo para a investigação sobre o alisamento dos resultados, concentrando-se nas motivações reais que conduzem

os gestores a selecionar ações de suavização. DeFond e Park (1997) fornecem provas de que a segurança do emprego cria razões para os gestores suavizarem os ganhos.

Nas motivações para reduzir as despesas fiscais (2), uma das motivações com maior influência para os gestores manipularem os rendimentos é a tributação dos mesmos. De acordo com Aljifri (2007) os gestores escolhem métodos contabilísticos que diminuem o valor atual esperado dos pagamentos de impostos, nomeadamente o método de cálculo de custos de inventário, com especial destaque para o *First In, First Out* (FIFO) e o *Last in, first out* (LIFO).

De acordo com os resultados de Dopuch e Pincus (1988), as empresas que utilizam o LIFO têm uma elevada poupança fiscal em comparação com as empresas que optam pelo FIFO. Consistente com esta motivação, Pereira et al. (2023), através da utilização das diferenças entre os resultados contabilísticos e fiscais, mostram que as pequenas e médias empresas portuguesas tendem a realizar gestão dos resultados para reduzir o montante de imposto sobre o rendimento a pagar pela empresa.

Ao nível das motivações do ponto de vista contratual (3), uma grande parte dos estudos considera as escolhas do método contabilístico como uma função dos custos contratuais e políticos. Estes estudos pesquisam os fatores que determinam as escolhas do método contabilístico, concentrando-se nos incentivos derivados de créditos explícitos, como planos de bónus (Aljifri, 2007).

Outra motivação contratual para a gestão dos resultados é evitar a infração do pacto nos contratos de dívida. Este tipo de gestão dos resultados auxiliaria os gestores a transferir riqueza dos titulares de dívidas para os acionistas através, por exemplo, da contração de empréstimos adicionais e do pagamento de dividendos excessivos. Cerqueira e Pereira (2017) argumentam que os gestores podem ter como incentivo a obtenção de benefícios contratuais para a empresa.

As empresas muito endividadas evitam o uso de normas contabilísticas que aumentam os rendimentos porque tais normas podem impor a renegociação dos seus contratos de crédito. Os acionistas podem dar alguma discricção aos gestores para assegurar que, se a empresa estiver perto de violar os pactos de dívida, estes possam garantir que tal não aconteça (Aljifri, 2007).

Relativamente às motivações para reduzir os custos políticos (4), estes são uma preocupação para as grandes empresas uma vez que podem levar os gestores a gerir os

resultados. Watts e Zimmerman (1978) trazem a hipótese de que as grandes empresas tendem a adotar escolhas de métodos contabilísticos que reduzem os seus lucros divulgados, uma vez que se estes forem mais baixos resultam em benefícios na perspetiva de considerações políticas e regulamentares. Portanto, quanto maior for a empresa, maior será a probabilidade de os seus gestores adotarem escolhas de procedimentos contabilísticos que diminuam os resultados atuais.

Por último as motivações provenientes das mudanças de gestão (5), nomeadamente planos de compensação e contratos de pacto de dívida. Relativamente aos planos de compensação, os números contabilísticos são bastante utilizados nos contratos, como o contrato de compensação entre um mandante e um agente que pode ser redigido de modo a depender, em parte, dos números dos rendimentos (Aljifri, 2007).

Segundo Dye (1988), a utilização de números contabilísticos em contratos de compensação é uma motivação para os gestores manipularem estes números. O modelo de Healy (1985) fornece provas de que os planos de bónus de gestão ligados a números contabilísticos ofereceriam aos gestores uma motivação para manipular os resultados a partir dos acréscimos para conseguir maximizar os seus prémios de bónus.

Um estudo efetuado por Graham et al.(2005) consistiu em entrevistar mais de 400 executivos para determinar os fatores que influenciam os lucros reportados e as decisões de divulgação. Neste foi constatado que os gestores prefeririam tomar medidas económicas que poderiam ter consequências negativas a longo prazo, do que fazer escolhas contabilísticas dentro do GAAP para gerir os resultados. Os gestores trabalham, também, para manter a previsibilidade dos resultados e das divulgações financeiras e tentam evitar estabelecer precedentes de divulgação que serão difíceis de manter.

2.5 Métodos empíricos para a deteção de gestão dos resultados

Na literatura existem várias abordagens para detetar a gestão dos resultados, como métodos baseados em *accruals*, análise de rácios e tendências, alterações nos critérios contabilísticos e com base na distribuição de frequências dos resultados a partir da deteção de pontos de descontinuidade nesta distribuição, sendo Burgstahler e Dichev (1997) os principais autores a propor esta última forma de deteção de resultados.

2.5.1 Análise de rácios e tendências

Um método empírico tradicional para detetar a gestão dos resultados consiste na utilização de rácios e tendências. É expectável, numa situação normal, que a relação entre determinadas rubricas das demonstrações financeiras observe um carácter de regularidade ao longo de diferentes períodos do relato ou, caso a mesma regularidade seja interrompida, esta esteja relacionada com motivos economicamente justificáveis. Na ausência desses motivos, a divergência nos padrões de estabilidade deve ser considerada uma indicação de potencial manipulação (Cunha, 2013).

Penman (2012) sugeriu diferentes testes de diagnóstico para detetar práticas de gestão dos resultados, designados por diagnósticos de qualidade, sendo baseados na deteção da manipulação de gastos fundamentais, na manipulação das vendas e na manipulação de itens incomuns. Os diagnósticos de qualidade são apenas bandeiras vermelhas, levantam questões sobre a qualidade contabilística, mas não resolvem a questão. Em muitos casos, as bandeiras vermelhas podem ser explicadas por fatores operacionais legítimos.

Os diagnósticos são constituídos por rácios contabilísticos. Como todos os rácios das demonstrações financeiras, devem ser avaliados relativamente aos das empresas de comparação (em secção transversal) e relativamente ao passado (em séries cronológicas). Na manipulação das vendas, os rácios apresentados por Penman (2012) são a evolução das vendas face a contas a receber, a créditos de garantias, a acréscimos de vendas e recebimentos, assim como rácios de dívidas incobráveis e de despesas de garantia.

Na manipulação de gastos fundamentais os indicadores são: a normalização do volume de negócios e do resultado operacional e a sua comparação com os montantes não normalizados; a análise cuidada de rácios e tendências de gastos de amortização e depreciação face ao total de ativos e despesas de investimento; a análise dos *accruals* face ao resultado operacional, ao total de ativo e ao crescimento das vendas; a análise da evolução de taxas efetivas de imposto e impostos diferidos; a análise crítica de todos os valores registados baseados em estimativas, como elementos baseados na deteção de manipulação de vendas, ainda uma análise crítica das despesas que são sensíveis às estimativas como as pensões e outras despesas relacionadas com os funcionários e por ultimo uma investigação cuidada em mudanças na rotatividade do ativo, nomeadamente os declínios (Penman, 2012).

Na detecção de itens não recorrentes, Penman (2012) sugere ter atenção a gastos de reestruturação e o reconhecimento de aquisições e fusões, assim como das perdas ou ganhos associados.

O método de análise de rácios e tendências, apesar da sua enorme aplicabilidade prática e de permitir uma detecção eficaz em empresas individuais, não é muito comum na literatura académica empírica, devido à sua complexa aplicação em amostras de maior dimensão e à dificuldade de identificação de variáveis utilizadas como manipuladores de resultados. Existe, ainda, a dificuldade de identificar claramente uma variação num rácio ou tendência como indício de gestão dos resultados, pois a mesma variação pode ter como base uma razão económica plausível (Cunha, 2013).

2.5.2 Métodos Baseados em Análise de Distribuição

O objetivo deste tipo de métodos é demonstrar a existência de “irregularidades” na distribuição dos resultados em torno de determinado limiar (*thresholds*). Se for verificada uma descontinuidade na distribuição dos resultados, pode afirmar-se que existe espaço para que as empresas pratiquem a gestão de resultados (Lopes, 2018).

Hayn (1995) criou o conceito de distribuição conjunta e transversal dos resultados declarados, sendo esta uma abordagem para avaliar se existe alguma prova da prática de gestão dos resultados. Os autores Burgstahler e Dichev (1997) ampliaram esta abordagem e desenvolveram um teste estatístico para avaliar qualquer descontinuidade na distribuição.

Burgstahler e Dichev (1997) e Degeorge et al. (1999) estudaram as descontinuidades na distribuição dos resultados relatados com cerca de três limiares: reportar resultados para exceder os limites positivos, para manter uma performance constante e para atingir as expectativas do mercado e dos analistas. Os autores efetuaram previsões sobre o comportamento dos resultados em intervalos estreitos em torno dos três limiares. As provas apresentaram-se consistentes com as descontinuidades previstas: tende a existir menos (mais) observações do que o esperado para os montantes de resultados imediatamente abaixo (acima) dos rendimentos zero e dos limiares de rendimentos dos últimos anos. Ao analisar a distribuição dos resultados é possível identificar quais são as empresas que provavelmente gerem os seus resultados, mas esta metodologia não reflete sobre a forma e a extensão da gestão dos resultados.

De acordo com Holland (2004), esta técnica representou uma importante contribuição para a literatura. A escolha da largura do intervalo é crítica na distribuição dos resultados

declarados, deve ser incluída uma variedade de larguras de intervalo de forma a ilustrar a robustez de descobertas. Embora quando o pico da distribuição cai adjacente a um limiar, a abordagem da distribuição dos resultados declarados não fornece resultados estatisticamente fiáveis. Além disso, a abordagem do pressuposto de simetria de maneira a avaliar a prevalência da gestão dos resultados só pode ser fundamentada em casos onde se conhece uma distribuição simétrica para os dados em questão. Na ausência destes fatores, estes resultados não podem estimar de forma fiável a extensão da gestão dos resultados (Holland, 2004).

As grandes vantagens da utilização do método baseado na análise da distribuição dos resultados são: não haver a necessidade de uma medida direta de gestão dos resultados e a captura de forma imediata de todas as formas de gestão de resultados. Para além disto, adiciona-se a capacidade de estimar a frequência com que as empresas realizam a gestão dos resultados.

As desvantagens da utilização deste método são: o pressuposto de que as discontinuidades são unicamente explicadas pela existência de práticas de gestão dos resultados, a não identificação dos métodos utilizados para gestão dos resultados e a dificuldade de identificar práticas de gestão dos resultados que tenham como objetivo atingir metas específicas, números alvo ou *benchmarks* (Cunha, 2013).

2.5.3 Métodos baseados em casos de incumprimento de princípios contabilísticos

A seguinte técnica tem como base casos de gestão de resultados identificados pelas autoridades responsáveis, no caso dos Estados Unidos da América (EUA), o Securities and Exchange Commission (SEC) e o Financial Reporting Review Panel, tendo como premissa a existência de incumprimento de um princípio contabilístico.

Os estudos de Dechow et al. (1996), Beasley (1996) e Beneish (1999) são relevantes no âmbito desta técnica. O estudo de Beasley (1996) examinou a relação entre a composição do conselho de administração e a gestão dos resultados através de uma amostra de 150 empresas, sendo 75 empresas não fraudulentas e 75 fraudulentas. As pesquisas efetuadas conduziram à conclusão de que a proporção de membros externos no Conselho de Administração é inferior nas empresas que tiveram práticas de gestão dos resultados, ocorrendo assim fraude financeira, relativamente às empresas onde a fraude não ocorreu. O autor concluiu assim que quanto maior for a proporção de administradores não-executivos maior é a monitorização por parte da gestão.

Para os EUA e o Reino Unido foi desenvolvido um estudo por Peasnell et al. (2001), os autores basearam-se em casos reais de gestão dos resultados identificados pelas entidades reguladoras (SEC e o Financial Reporting Review Panel).

De acordo com Cunha (2013), a objetividade na identificação de situações de gestão dos resultados e, conseqüentemente, um maior poder preditivo dos testes efetuados, assim como uma indicação clara de como a gestão dos resultados foi praticada, são as vantagens principais da utilização desta metodologia.

A desvantagem são que os resultados obtidos apresentam uma difícil generalização para uma população de empresas, devido ao carácter particular dos casos estudados e ao tamanho reduzido das amostras, que tornam a sua capacidade preditiva reduzida (Cunha, 2013).

2.5.4 Métodos baseados em *accruals*

A estimativa da magnitude da gestão dos resultados a partir dos *accruals* discricionários é um tema frequentemente estudado na literatura (Dechow et al.,1995). Esta foca-se na investigação da componente dos *accruals*, uma vez que é onde existe maior probabilidade de gestão dos resultados (Marques, 2009). Existem também alguns estudos que abordam a gestão dos resultados através da análise dos fluxos de caixa (Roychowdhury, 2006).

Segundo o Statement of Financial Accounting, os *accruals* podem ser descritos como sendo: “*An attempt to record the financial effects on an entity of transactions and other events and circumstances that have cash consequences for the entity in periods in which those transactions, events, and consequences occur rather than only in the period in which cash is received or paid by the entity.*” (FASB-SFAC No.6, 1985, 139).¹

Os *accruals* surgem quando existe um desfasamento entre o momento do reconhecimento do resultado e o momento do fluxo de caixa (Ronen e Yaari, 2008).

Os modelos existentes podem ser modelos simples, nos quais os *accruals* discricionários são medidos como correspondendo ao número total de *accruals* e modelos mais complexos que tentam separar os *accruals* discricionários e os *accruals* não discricionários (Cerqueira e Pereira, 2019; Dechow et al.,1995; Jones, 1991).

Os *accruals* discricionários não são explicados pela atividade económica da empresa e têm como objetivo gerir os resultados, enquanto os *accruals* não discricionários são

¹ Statement of Financial Accounting é um documento formal emitido pelo Financial Accounting Standards Board (FASB), onde estão detalhadas notas de orientação para políticas contabilísticas escolhidas por este órgão.

inerentes às atividades da empresa (Cerqueira e Pereira, 2017; Dechow et al., 1995; Jones, 1991; Paulo, 2007).

O resultado do período é constituído por partes que se materializaram em fluxos de caixa e por outras partes que ainda não configuram recebimentos nem pagamentos, tal como ilustrado na Figura 2. As decisões contabilísticas efetuadas pela gerência impactam uma ou ambas as componentes do resultado. Sendo que a componente dos fluxos de caixa apresenta menor capacidade de manipulação, porque implicaria a conivência de terceiros (Moreira, 2008).

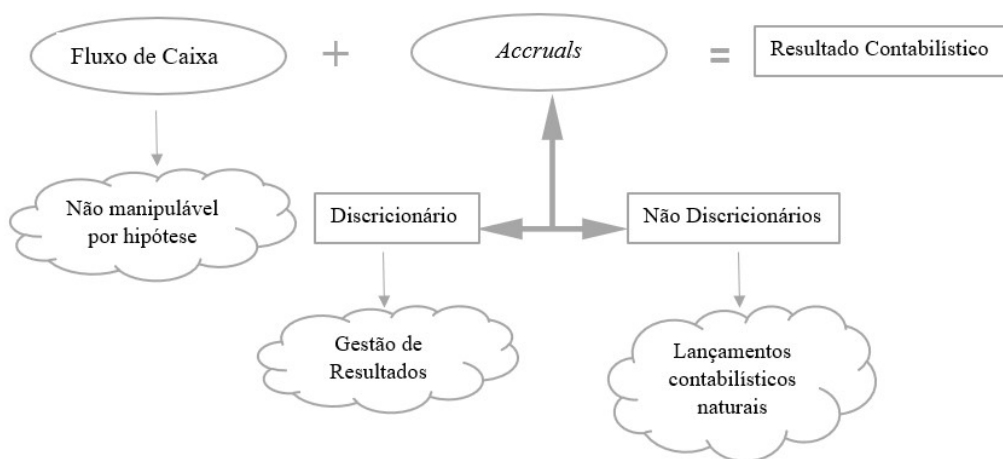


Figura 2 -Diagrama ilustrativo dos conceitos.

Fonte: Adaptado de Martinez (2008).

De acordo com Moreira (2008), os utilizadores das informações financeiras têm mais dificuldade em detetar a gestão dos resultados efetuada a partir dos *accruals*.

Existem diversos estudos que detetam a gestão dos resultados através de *accruals* tais como os estudos de Beaver e Engel (1996), que utilizam as provisões para crédito malparado na banca americana, e o trabalho de McNichols e Wilson (1988) que usa imparidades nas contas de clientes em empresas com um elevado volume de contas a receber.

Na literatura, são, habitualmente, abordados dois tipos de métodos para a deteção da gestão dos resultados a partir de *accruals*: modelos baseados nos *accruals* agregados e modelos baseados em *accruals* específicos (M. F. McNichols, 2000).

Na Tabela 2 referem-se os autores que desenvolveram os principais modelos em cada um dos grupos:

Modelos baseados nos accruals agregados	Modelos baseados em accruals específicos
Healy (1985)	McNichols e Wilson (1988)
DeAngelo (1986)	Petroni (1992)
Jones (1991)	Beaver e Engel (1996)
Dechow et al. (1995)	Beneish (1997)
Kang e Sivaramakrishnam (1995)	Beaver e McNichols (1998)

Tabela 2 - Modelos Baseados em *accruals*.

Fonte: Adaptado de McNichols (2000)

A principal característica dos modelos de *accruals* agregados é a utilização de um procedimento estatístico para decompor os *accruals* totais nas suas componentes não discricionária e discricionária (Marques, 2009).

Relativamente aos modelos de *accruals* específicos, a análise destes pode ser feita a partir das provisões para cobranças duvidosas (Beaver e McNichols, 1998), impostos diferidos (Phillips et al., 2003) ou *accruals* próprios de sectores específicos (Beaver & McNichols, 1998) entre outras formas.

McNichols (2000) apresentou várias vantagens e desvantagens da análise de *accruals* específicos relativamente aos modelos de *accruals* agregados, sendo as vantagens:

- A análise dos *accruals* específicos pode ser utilizada em indústrias cujas contas que fazem parte dos *accruals* são relevantes devido à natureza específica do negócio.
- É mais fácil identificar de que forma alguns fatores influenciam uma determinada conta na ausência de discricionariedade.

As desvantagens indicadas por McNichols (2000) foram:

- A análise pode focar-se numa determinada conta, enquanto a gestão manipula por meio de outras componentes, isto reduz a significância do teste.
- Se o fim do estudo for a identificação da magnitude da gestão dos resultados, optando-se por utilizar a abordagem dos *accruals* específicos, tem de se aplicar um modelo para cada *accrual* específico utilizado pela gerência para realizar a gestão de resultados; tornando a análise mais complexa.
- Esta abordagem exige mais conhecimento relativo às empresas em estudo, assim como a recolha de dados mais detalhados relativamente à abordagem dos *accruals* agregados.

- As amostras tendem a ser mais reduzidas, pois o número de empresas para as quais um *accrual* específico é manipulado será mais pequeno do que o número de empresas que manipulam *accruals* agregados.

Apesar das desvantagens enumeradas, os autores McNichols e Wilson (1988) desenharam um modelo onde mostram como é possível contornar os principais obstáculos das abordagens baseadas em *accruals* específicos. Nesse modelo consideraram a rubrica “provisões para créditos de cobrança duvidosa” uma proxy dos *accruals* discricionários. Na escolha da amostra, os autores incluíram indústrias com altos rácios de dívidas a receber relativamente ao total do ativo, selecionando assim uma grande amostra constituída por empresas de publicidade, serviços e grossistas.

Os primeiros modelos de *accruals* agregados foram desenvolvidos por Healy (1985) e DeAngelo (1986) que usaram o nível e as variações dos *accruals* totais, como proxy dos *accruals* discricionários. Posteriormente, Jones (1991) introduziu uma regressão linear em que estimava as componentes dos *accruals* não discricionárias. O modelo desenvolvido por Jones (1991), assim como a versão modificada do mesmo modelo proposta por Dechow et al. (1995), têm sido os modelos mais abordados na literatura.

Apesar de existirem vários tipos de modelos que foram desenvolvidos, o modelo de Jones (1991), ou modificações do mesmo, é considerado o modelo central na investigação empírica da gestão dos resultados baseada em *accruals* (Jara e López, 2011).

Jones (1991) propõe um modelo que analisa os *accruals* totais, que podem ser explicados através de duas vertentes económicas distintas. Esta autora utiliza como variáveis independentes a variação das vendas e dos ativos fixos tangíveis, constituindo os resíduos os *accruals* não discricionários (Y., Chen e Huang, 2010).

O estudo de Dechow et al. (1995) propõe uma versão modificada do modelo de Jones (1991), baseado em *accruals* para detetar a gestão dos resultados. O principal ponto fraco do modelo apresentado por Jones (1991) é a incapacidade para captar o impacto da manipulação nas vendas, por este assumir que estas estão associadas a *accruals* não discricionários. Dechow et al. (1995) propõem uma versão modificada do modelo de Jones como uma forma de solucionar o ponto fraco, propondo uma correção dos proveitos pelas contas de recebimentos do mesmo período.

O modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005) consiste na inclusão da variável explicativa de retorno sobre os ativos (ROA) na regressão da estimativa dos resíduos. Os autores chegaram à conclusão que uma medida de desempenho é útil para mitigar erros do tipo I,

ou seja, rejeitar a hipótese nula quando ela é verdadeira, nos casos em que a variável de interesse dos investigadores está correlacionada com desempenho.

2.6 Eficiência do Investimento

De acordo com a teoria neoclássica, as empresas investem até que o benefício marginal se iguale ao custo adicional, com o objetivo de maximizar o lucro (Yoshikawa, 1980).

Em mercados financeiros perfeitos, é considerado que todos os projetos cujo VAL é positivo devem ser financiados e realizados (Cutillas Gomariz e Sánchez Ballesta, 2014). No entanto, existem estudos que contestam essa suposição, como o de Hubbard (1997) afirmando que imperfeições de mercado, assimetrias de informação e custos de agência podem levar as empresas a aceitar projetos de VAL negativo (sobreinvestimento) e a rejeitar projetos de VAL positivo (subinvestimento) (Cutillas Gomariz e Sánchez Ballesta, 2014).

A eficiência do investimento de uma empresa afeta diretamente a sobrevivência e o desenvolvimento da mesma. O sobreinvestimento pode levar ao desperdício de recursos e fatores de produção. O subinvestimento faz com que as empresas percam alguns investimentos de qualidade, dificultando, assim, o crescimento e o desenvolvimento, prejudicando os interesses dos investidores (Ma e Jeong, 2022).

Biddle et al. (2009) identificam duas imperfeições que podem afastar o nível ótimo de investimento: o risco moral e a seleção adversa. Ambas as imperfeições estão relacionadas com a assimetria de informação entre gestores e credores/investidores, o que pode afetar a eficiência do capital.

Foram desenvolvidas por diversos autores várias formas de medir o investimento ineficiente. A ineficiência do investimento é definida como a diferença entre o investimento efetivo e o investimento teórico, este último corresponde à previsão de uma função de investimento empírica. Uma vez estimada a função de investimento, os resíduos representam o sobreinvestimentos e subinvestimentos (Shen et al., 2015).

Jensen (1986) previu uma relação positiva entre investimentos e fluxos de caixa disponíveis pois os gestores tendem a investir oportunamente estes. Shin e Kim (2002) descobriram que o investimento de capital é significativamente maior para as empresas com maiores disponibilidades de caixa, mas menos sensíveis às oportunidades de

investimento, em comparação com as empresas com menores disponibilidades. O modelo de fluxos de caixa é especificado da seguinte forma de acordo com Cleary et al., (2007), Fazzari et al. (1988) e Vogt (1994):

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (1)$$

Equação 1 - Regressão fluxos de caixa (Função de investimento)

Fonte: Cleary et al., (2007), Fazzari et al. (1988) e Vogt (1994) Retirado de: Shen et al. (2015).

Pelo que “INV” corresponde à despesa de investimento dividida pelo total de ativos; “Q” é o Q de Tobin, este é uma medida das oportunidades de crescimento que corresponde ao valor de mercado dos ativos dividido pelo valor contábilístico, e “CF” é medido pelo fluxo de caixa líquido das operações.

O modelo de fluxo de caixa alargado é outra função de investimento, esta foi proposta por Richardson (2006):

$$\begin{aligned} INV_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} \\ & + \beta_6 Return_{i,t-1} + \beta_7 INV_{i,t-1} + \sum \beta_j Industry_j \\ & + \sum \theta_k Year_k + \mu_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Equação 2 - Regressão fluxos de caixa alargado (Função de investimento)

Fonte: Richardson (2006) Retirado de: Shen et al. (2015).

Pelo que “Lev” é o endividamento medido pelo total da dívida no início do ano dividido pelo total do ativo durante o mesmo período; “Age” é o número de anos de cotação; “Size” é a dimensão da empresa medida pelo logaritmo natural do total do ativo, “Return” é o retorno anual das ações no ano anterior e Indústria e Ano são variáveis dummy.

Os autores Biddle et al. (2009) desenvolveram um modelo de investimento em função das oportunidades de crescimento (medido pelo crescimento das vendas) e utilizaram os resíduos como um indicador específico da empresa para os desvios em relação ao investimento esperado.

Shen et al. (2015) medem ainda a ineficiência do investimento a partir da subtração dos investimentos das indústrias aos investimentos das empresas, nomeando a variável de “INV-adj”. A média e a mediana de “INV-adj” representam a ineficiência do investimento. O “INV-adj” positivo corresponde ao sobreinvestimento.

2.7 O Governo das Sociedades em Portugal e a confiança dos investidores

O tema do governo das sociedades tem-se tornado cada vez mais importante. A palavra "confiança" é essencial quando se trata deste tema. Os escândalos financeiros que ocorreram recentemente mostraram as fraquezas dos mecanismos de governança corporativa que estavam em vigor e que são vulneráveis e pouco eficazes (Azevedo, 2013).

É essencial criar mecanismos robustos e eficazes de governança corporativa para assegurar a transparência e a integridade nas práticas de gestão das empresas. Isto é preciso para restabelecer a confiança dos investidores e do público em geral no mercado empresarial e financeiro. Na génese do governo das sociedades encontra-se a questão da separação da propriedade e do controlo das empresas (Azevedo, 2013).

Iniciou-se, no final da década de 90, o enquadramento histórico Português relativo ao Governo das Sociedades, com a adoção da primeira versão das Recomendações de Governo das Sociedades, esta foi emitida pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) e abrange as sociedades emissoras de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, localizadas ou a funcionar em Portugal (Baptista, 2022).

Entretanto, diversas versões de regulamentos foram emitidas, revistas e substituídas por outras, tendo sempre em conta a evolução, flexibilidade, contextualização e tamanho das sociedades e mercados (Baptista, 2022).

É de salientar o Regulamento CMVM nº 7/2001, que menciona a obrigação das sociedades emissoras de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de um relatório sobre a prática e estrutura do governo societário. Sendo que, nesse relatório as sociedades são obrigadas a comunicar todas as informações relativamente ao cumprimento das Recomendações ou do código da CMVM (CMVM, 2007).

Em 2004 surgiu o Instituto Português de Corporate Governance (IPCG), que elaborou o Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. Este livro foi desenvolvido devido à alta significância que o tema foi adquirindo em Portugal e porque era necessário auxiliar melhor as empresas portuguesas a atualizar e desenvolver os seus sistemas de governo de sociedades (Azevedo, 2013).

Numa periodicidade anual, a CMVM divulga o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, que tem a finalidade de verificar o grau de cumprimento das Recomendações da CMVM por parte das sociedades com ações cotadas na Euronext Lisbon.

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) desenvolveu vários princípios sobre o governo das sociedades que “destinam-se a ajudar os governos de EM e países terceiros nos seus esforços para avaliar e melhorar o enquadramento legislativo, institucional e regulamentar do governo das sociedades nos respetivos países e a proporcionar linhas de orientação e sugestões para as bolsas de valores, investidores, empresas e outras partes que desempenhem um papel no processo de desenvolvimento de um bom governo das sociedades.” (OCDE, 2004, p.11).

O governo das sociedades constitui uma parte essencial no crescimento económico e na melhoria da eficiência, assim como no fortalecimento da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre os seus acionistas, o seu órgão de administração, a gestão da empresa e outros *stakeholders* (OCDE, 2004).

O grau de cumprimento dos princípios do governo das sociedades pelas entidades é um aspeto com elevada importância para as decisões de investimento, especialmente as de caráter internacional. Isto deve-se ao facto dos fluxos internacionais de capital proporcionarem às empresas financiamento de um grupo mais alargado de investidores (OCDE, 2004).

O cumprimento de boas práticas de governo das sociedades proporciona um aumento da confiança dos investidores nacionais, reduzindo, desta forma, o custo do capital, reforçando o bom funcionamento dos mercados financeiros e criando fontes de financiamento mais estáveis.(OCDE, 2004) (Cadbury Report, 1992) As empresas obtêm também melhores resultados financeiros e uma reputação positiva, o que atrai investidores e contribui para o crescimento a longo prazo (IPCG, 2012).

O tema do governo das sociedades em Portugal acompanhou a evolução que se deu nos EUA e na Europa. É essencial para as empresas portuguesas, especialmente as de maior dimensão, acompanharem-no para não se encontrarem em desvantagem relativamente a empresas internacionais (Azevedo, 2013).

2.8 Formulação das Hipóteses: O Investimento e a Gestão dos Resultados

As demonstrações financeiras constituem a principal fonte de informação para os investidores e gestores, sendo estas preparadas com base em regulamentação contabilística flexível. Segundo a teoria Positiva da Contabilidade, as escolhas contabilísticas não são neutras, por isso é importante analisar a qualidade da informação financeira (Queiroz e Almeida, 2017).

A qualidade das informações financeiras divulgadas pela empresa é fundamental para garantir uma boa governança corporativa, pois ajuda a diminuir a diferença de informações entre os membros internos da empresa e os investidores externos. Isso, por sua vez, reduz potenciais conflitos de interesse que podem surgir quando há assimetria de informações. A transparência implica a divulgação completa e precisa das informações financeiras e dos negócios da empresa, permitindo que os investidores externos possam tomar decisões informadas e confiar na empresa como um todo (Correia et al., 2011).

O trabalho de Skaife et al. (2004) sugeriu a transparência como um indicador da qualidade das informações contabilísticas e referiu que uma superior transparência é indicativa de uma menor assimetria de informação entre os investidores e a empresa. Os autores calcularam a transparência a partir da regressão do retorno de mercado das ações sobre o lucro da empresa, cuja alta correlação aponta uma maior transparência. Os resultados do estudo concluíram que a transparência está inversamente relacionada com o custo de capital.

Segundo Dechow et al. (1996), assim que uma empresa é identificada pela SEC como tendo efetuado irregularidades, o preço das suas ações tem tendência a cair significativamente no dia do anúncio da manipulação, em média 9%. Esta queda ocorre devido aos investidores perceberem que a credibilidade das divulgações financeiras da empresa e a reputação da gestão foram comprometidas, o que leva a uma redução da confiança na empresa e diminuição das estimativas de valor. Consequentemente, o custo de capital da empresa tende a aumentar, pois os investidores exigem um prémio de risco superior para investir numa empresa com menor reputação e credibilidade.

Quando uma empresa é apanhada a realizar práticas enganosas, o mercado financeiro pune-a severamente. A descoberta de que a empresa manipulou os seus resultados financeiros traduz para os investidores que o seu desempenho económico é pior do que se acreditava anteriormente. Isto é complicado de conciliar com a visão convencional de

que os mercados são eficientes e que os investidores interpretam todas as informações disponíveis de maneira racional (Dechow e Skinner, 2000).

A gestão dos resultados tem impacto nas decisões levadas a cabo pelos gestores, diretores, investidores e reguladores. As decisões de investimento dependem das expectativas dos benefícios que o investimento vai trazer, que, por sua vez, dependem das expectativas da procura de produtos ou serviços e do crescimento futuro. As expectativas de crescimento futuro são calculadas a partir de informações contabilísticas que incluem ganhos e receitas. A gestão de resultados esconde o desempenho real das empresas, possibilitando, assim, a ocorrência de sobreavaliações de ganhos e receitas, alterando as expectativas de crescimento por parte daqueles que não têm conhecimento de que as informações não são verdadeiras (McNichols e Stubben, 2008).

Num estudo baseado nas PME portuguesas, Pereira et al. (2023) encontraram evidência empírica que as empresas com maiores níveis de investimentos tendem a apresentar uma prática contabilística mais conservadora com o objetivo de obter a confiança dos investidores. Assim, de acordo com estes autores, um relato financeiro conservador promove investimentos mais eficientes através da limitação da atividade oportunista dos gestores.

Pelo que é esperado que quanto maior o montante de investimento nas empresas maior será a qualidade da informação, ou seja, a gestão dos resultados é menor e conseqüentemente inferior a quantidade de *accruals* discricionários.

Com base nesta revisão de literatura é formulada a primeira hipótese de investigação:

- H1: A menor gestão dos resultados tem impacto positivo no investimento.

Para além deste efeito positivo do investimento na qualidade da informação financeira, vários autores aprofundaram o estudo desta relação. Assim, Verdi (2006) concluiu que a qualidade dos relatórios contabilísticos está negativamente associada com o sobreinvestimento e com o subinvestimento.

A mesma ideia é defendida num artigo elaborado por Bar-Gill e Bebchuk (2002) que prevê que os investimentos ineficientes têm uma maior probabilidade de serem captados por empresas que declararam incorretamente os seus resultados.

Existem diversos estudos que abordam a relação entre as decisões de investimento e a qualidade da informação contabilística, tais como os de Biddle e Hilary (2006) Verdi

(2006) e R. M. Bushman et al., (2011). Segundo Biddle, Hilary e Verdi (2006), as informações contabilísticas de superior qualidade reduzem a assimetria de informação entre gestores e fornecedores externos de capital, levando a investimentos mais eficientes. Os resultados do estudo de McNichols e Stubben (2008) sugerem que a gestão dos resultados pode levar a um custo direto para os investidores, sob a forma de investimentos ineficientes.

Bushman et al. (2011) referiram que o reconhecimento contabilístico oportuno de perdas económicas torna os gestores menos inclinados a envolverem-se em projetos de investimento com VAL negativo. O reconhecimento oportuno de perdas económicas limita o sobreinvestimento pelos gestores perante oportunidades de investimento em declínio. O estudo de McNichols e Stubben (2008) avalia se a gestão de resultados tem impacto nas decisões de investimento. Estes concluem que, independentemente do motivo do sobreinvestimento, a elaboração de relatórios sem recurso à gestão dos resultados, poderia impedir o sobreinvestimento. Os autores McNichols e Stubben (2008) esperam que se as empresas sobreinvestem durante o período de manipulação por causa da distorção da informação contabilística, estas deixem de investir em excesso assim que as informações comunicadas passem a ser verdadeiras. Assim que os mercados de capitais e o conselho de administração tiverem conhecimento da verdadeira situação financeira da empresa, é espectável que não permitam que o sobreinvestimento continue. Os resultados obtidos pelos autores sugerem que a gestão dos resultados pode levar a investimentos ineficientes traduzindo-se assim num custo direto para os investidores.

De acordo com McNichols e Stubben (2008), a explicação para a relação entre a gestão dos resultados e o investimento é que os gestores com projetos de investimento rentáveis que enfrentam restrições de financiamento, podem realizar práticas de gestão dos resultados com a finalidade de obter financiamento externo menos dispendioso, pelo que, depois, utilizam este financiamento para investir. Assim sendo seria de esperar que se verificasse sobreinvestimento apenas para as empresas que recorreram a financiamento externo. É possível que o sobreinvestimento conduza à manipulação dos resultados. Ou seja, as empresas que investem em excesso são mais suscetíveis de subsequentemente gerir os seus resultados para encobrir retornos mais baixos McNichols e Stubben (2008).

De acordo com Biddle et al. (2009), uma possível explicação para a relação negativa entre a qualidade dos relatórios e o subinvestimento pode ser a capacidade da empresa em obter dívida e/ou capital próprio.

Estudos que utilizam o conservadorismo para analisar a gestão dos resultados, argumentam que o conservadorismo permite reduzir o sobreinvestimento, porque quando as empresas relatam todas as perdas, leva a que sejam mais seletivas nos investimentos aumentando a sua eficiência (Pereira et al., 2023). No mesmo sentido, Haixin e Kyunbeom (2022) referem que o conservadorismo pode reduzir ao sobreinvestimento ao controlar a atuação dos gestores e acionistas relativamente às atividades de investimento.

Deste modo, são formuladas as seguintes duas hipóteses:

- H2: A maior gestão dos resultados tem impacto positivo no Sobreinvestimento.
- H3: A maior gestão dos resultados tem impacto positivo no Subinvestimento.

CAPÍTULO III – METODOLOGIA E ESTUDO EMPÍRICO

Num processo de investigação, é importante explicar detalhadamente os princípios metodológicos e métodos utilizados, pelo que, neste capítulo, inclui-se a fundamentação no que diz respeito às opções metodológicas e ao processo heurístico seguido na elaboração da dissertação.

Neste estudo, é utilizada a metodologia da investigação empírica quantitativa. A transferibilidade é uma preocupação central do investigador, esta traduz a possibilidade dos resultados obtidos num dado contexto de pesquisa poderem ser aplicados nouro contexto (Miranda, Ricardo José Pinto, 2009). Através da análise quantitativa efetuada na dissertação, pretende-se averiguar a veracidade das várias teorias citadas ao longo da revisão de literatura aplicando-as ao contexto das PME's portuguesas.

O presente capítulo foca-se na metodologia e no estudo empírico, nomeadamente no processo de recolha de dados, na seleção da mostra e na apresentação do modelo empírico utilizado assim como as suas variáveis.

3.1. Seleção de Dados e Amostra

Para a realização da investigação empírica os dados utilizados foram retirados da base de dados Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI). Numa primeira abordagem, estes dados foram trabalhados no Excel, sendo posteriormente importados para o RStudio², onde foram realizados alguns tratamentos, como a eliminação de *outliers*.

Os dados foram recolhidos para um intervalo temporal de 6 anos, entre 2016 e 2021, pois em 2016 entrou em vigor o SNC (Sistema de Normalização Contabilística) através do Decreto-Lei n.º 98/2015, de 2 de junho, que transpõe a Diretiva n.º 2013/34/UE do conselho e do Parlamento Europeu, de 26 de junho de 2013, relativa às demonstrações financeiras consolidadas, às demonstrações financeiras anuais e aos relatórios conexos de algumas formas de empresas.

A amostra recolhida é constituída pelas empresas mais representativas do tecido empresarial português, ou seja, pequenas e médias empresas (PME's), cerca de 99,9% das empresas portuguesas no período entre 2016 e 2021 são PMEs (FFMS, 2023). Para

² O R Studio trata-se de um ambiente de desenvolvimento integrado de código aberto em R.

selecionar as PME's foram aplicados dois filtros no SABI, tendo em conta os critérios para uma empresa ser considerada uma PME presentes no Artigo N°2 da Recomendação da Comissão 2003-361-CE, (Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro), nomeadamente o valor balanço total variar entre 2 milhões de euros e 43 milhões de euros e o número de empregados variar entre 10 e 250 pessoas.

De acordo com Fama e French (1997), apenas são selecionados setores que tenham pelo menos 20 observações, mas para obter uma amostra com observações pouco dispersas foram selecionados CAEs constituídos entre 40 empresas e 300 empresas, sendo assim a amostra composta por 27 CAEs, tal como se observa no Apêndice I.

Foram excluídas as empresas cujos dados apresentados não detinham a informação necessária e as enquadradas nos setores financeiro e de seguros, visto seguirem normas bastante específicas.

Na Tabela 3 apresenta-se o processo de seleção da amostra efetuado a partir do SABI, para o período de 2016 a 2021.

Descrição	Resultados da etapa
Empresas portuguesas	806.842
Empresas no estado Ativas	406.088
CAEs selecionados	316.257
Contém o nome do Auditor	56.408
Número de Empregados entre 10 e 250	24.471
Total do ativo entre 2.000 € e 43.000€	15.538
Total final de empresas (Resultado da pesquisa)	3.073

Tabela 3 -Processo de seleção da amostra

Fonte: Elaboração Própria

3.2. Modelo Empírico e variáveis

O estudo empírico inicia-se com a apuração do montante de resultados que é gerido nas empresas da amostra. Utilizou-se os modelos baseados em *accruals* agregados devido a maiores possibilidades de inferência nos diversos ambientes económicos e nos fatores institucionais e organizacionais. O valor dos resultados que são geridos corresponde aos *accruals* discricionários (DA), que são obtidos através dos resíduos do modelo de

regressão de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005) representado na Equação 3.

$$TCA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{Ativo_{i,t-1}} \right) + \beta_2 (\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}) + \beta_3 Imob_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

Equação 3 - Regressão de Jones (1991) modificada por (Dechow, Sloan, e Sweeney 1995)

Fonte: Jones (1991) Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005) Retirado de: Cerqueira e Pereira (2017)

A Equação 3 é estimada para cada sector-ano com base na classificação do CAE, para todos os sectores com pelo menos 40 observações e num máximo de 300 observações num determinado ano.

A variável $TCA_{i,t}$ corresponde ao total de *accruals* da empresa *i* no ano *t*; $Ativo_{i,t-1}$ é o total de ativos da empresa *i* no ano *t-1*; $\Delta Vendas_{i,t}$ é a variação nas vendas da empresa *i* entre o ano *t* e o ano *t-1*, $\Delta Clientes_{i,t}$ é a variação dos créditos de clientes da empresa *i* entre o ano *t* e o ano *t-1*; $Imob_{i,t}$ é o ativo fixo tangível bruto da empresa *i* no ano *t*; o $ROA_{i,t-1}$ corresponde ao valor da rendibilidade do ativo da empresa *i* no ano *t-1* e $\mu_{i,t}$ é o termo de erro da empresa *i* no ano *t*, que corresponde aos *accruals* discricionários. O $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$ representam o impacto de cada uma das variáveis explicativas nos *accruals* não discricionários (NDA) e demonstram os coeficientes a estimar.

A diferença entre o valor estimado e o valor efetivo, ou seja, o erro $\mu_{i,t}$, representa a componente discricionária que, se significativamente diferente de zero, indica a existência da gestão dos resultados (Cunha, 2013). Estes resíduos representam a componente dos *Accruals* Totais que restam após o controlo do desempenho da empresa, da atividade económica da empresa e do investimento em instalações, bens e equipamentos (Cerqueira e Pereira, 2017).

Jones (1991) refere que o sinal do coeficiente associado à variação das vendas não é óbvio, pois podem acontecer diferentes situações, tais como o sinal do coeficiente ser significativamente positivo para as rubricas de inventários e clientes/contas a receber, o sinal do coeficiente ser significativamente negativo para a rubrica de fornecedores/contas a pagar e o sinal do coeficiente ser insignificante para os gastos de depreciação.

De acordo com Jones (1991), é esperado que a variável relativa ao ativo fixo tangível “Imob” apresente um coeficiente com sinal negativo, uma vez que o ativo fixo tangível está relacionado com os *accruals* de rendimento decrescente (gastos de depreciação).

Uma das principais alterações relativamente ao modelo de Jones (1991) é a subtração do valor da variação dos clientes ($\Delta Clientes_{i,t}$) à variação das vendas ($\Delta Vendas_{i,t}$), com o propósito de corrigir eventuais casos de manipulação da conta de vendas, eliminando um dos problemas presentes no modelo inicial de Jones (1991).

Uma vez que $TCA_{i,t} = NDA_{i,t} + DA_{i,t}$, torna-se necessário calcular os *accruals* totais, pois corresponde à variável dependente na Regressão de Jones (1991) modificada por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005).

Os *Accruals* totais (TCA) de acordo com Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) podem ser calculados a partir da fórmula da Equação 4:

$$TCA_{i,t} = \Delta AC_{i,t} - \Delta PC_{i,t} - \Delta DISP_{i,t} + \Delta FCP_{i,t} - \Delta DDA_{i,t} \quad (4)$$

Equação 4 - Formula Cálculo TCA

Fonte: Dechow, Sloan, e Sweeney (1995)

Pelo que a variável AC corresponde ao Ativo Corrente, PC ao passivo corrente, DISP à caixa e depósitos bancários, FCP ao financiamento de curto prazo e a variável DDA às despesas de depreciação e amortização.

A variável dependente TCA também pode ser calculada a partir da diferença entre o Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) e os fluxos de caixa operacional, mas como uma parte significativa das empresas contidas na base de dados SABI não tem a informação relativa aos fluxos de caixa, optou-se por calcular os TCA da forma indireta, referida anteriormente na Equação 4, obtendo-se assim uma amostra maior.

O objetivo da primeira hipótese do presente estudo é observar o impacto da gestão dos resultados no investimento, pelo que, para testar a hipótese de investigação, foi desenvolvido o seguinte modelo multivariado, representado na Equação 5 a partir do contributo de vários autores, nomeadamente Ma e Jeong (2022), Udoayang et al. (2020) Richardson (2006) e Skaife et al. (2004).

$$INV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIM_{i,t} + \beta_2 CRES_{i,t} + \beta_3 END_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 DAC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (5)$$

Equação 5 - Regressão do Nível do Investimento

Fonte. Elaboração Própria (Com contributo de vários autores)

Onde INV representa o valor da variação do investimento entre o ano t e t-1 sobre o total do ativo no ano t-1. Sendo o valor do investimento calculado através da soma dos ativos fixos tangíveis e intangíveis.

DIM é uma variável de controlo e corresponde à dimensão das empresas, sendo calculada através do logaritmo natural do ativo total do ano t. No estudo de Ma e Jeong (2022), esta variável apresenta um sinal positivo, pelo que um acréscimo de DIM corresponde a um acréscimo de INV, ou seja, as empresas que aumentam a sua dimensão têm tendência a aumentar os seus investimentos.

CRES é uma variável de controlo que corresponde ao crescimento percentual anual das vendas. É calculada a partir do rácio entre a variação das vendas do ano t e t-1 e o ativo do ano t-1. No estudo de Ma e Jeong (2022), esta variável apresenta um sinal positivo, pelo que um acréscimo de CRES corresponde a um acréscimo de INV, ou seja, as empresas que têm um crescimento nas suas vendas têm tendência a aumentar os seus investimentos.

END é uma variável de controlo que corresponde ao nível de endividamento da empresa. É calculada a partir do rácio entre a dívida financeira e o ativo total do ano t-1. Sendo a dívida financeira os financiamentos obtidos não correntes e correntes. No estudo de Ma e Jeong (2022), esta variável apresenta o sinal negativo, pois quanto mais elevado for o rácio, maior é o risco financeiro de uma empresa, o que restringe as despesas de investimento das empresas, pois os credores também têm mais regulamentos sobre o investimento nas empresas.

ROA representa o retorno sobre os ativos, sendo calculado entre o rácio entre o EBIT o ativo total, pelo que se espera que empresas com maior retorno sobre os ativos, tenham um investimento superior, sendo o sinal espectável para esta variável positivo. No artigo de Udoayang et al. (2020), as hipóteses testadas indicaram que os ativos fixos tangíveis tinham uma relação significativa com a rendibilidade dos ativos.

DAC corresponde ao valor dos *accruals* discricionários, calculados pelo modelo de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005). É esperado que para realizarem mais investimento, as empresas tenham de divulgar informação financeira mais transparente e fiável, havendo menos práticas de gestão dos resultados, pelo que Skaife et al. (2004) refere que uma maior qualidade da

informação está associada a menor custo do capital próprio. Sendo o sinal espectável desta variável negativo.

Relativamente à segunda e terceira hipóteses, os seus objetivos são analisar o impacto que a gestão de resultados tem no sobreinvestimento e no subinvestimento. De forma a obter estes valores e o valor do Investimento ótimo, utilizou-se a seguinte regressão:

$$Investimento_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Crescimento_Vendas_{i,t-1} + u_{i,t} \quad (6)$$

Equação 6 - Regressão entre investimento e variação da receita de vendas

Fonte: Biddle et al. (2009)

Onde o Investimento corresponde ao investimento total, calculado através do rácio entre a soma dos ativos fixos tangíveis e intangíveis e o total do ativo do ano t-1.

Crescimento_Vendas é o rácio entre a variação percentual das vendas do ano t-1 para t e o total do ativo do ano t-1.

A Equação 6 é estimada para cada setor-ano com base na classificação do CAE, para todos os setores com pelo menos 40 observações e num máximo de 300 observações num determinado ano.

No estudo de Biddle et al. (2009), foram classificadas as empresas com base na magnitude dos resíduos e usaram esses grupos como variáveis dependentes. As observações da empresa-ano no quartil inferior (ou seja, os resíduos mais negativos) são classificadas como subinvestimento. As observações no quartil superior (ou seja, os resíduos mais positivos) são classificadas como sobreinvestimento. As observações nos dois quartis médios são classificadas como o grupo de referência que corresponde à variável “InvEf”. Correspondendo esta à versão 1 do presente estudo.

No presente estudo, além de se fazer a classificação a partir dos quartis, também se efetuou a divisão dos resíduos entre subinvestimento e sobreinvestimento, através da mediana, de forma a ter uma amostra com mais observações, com o objetivo de se traduzir em resultados estatísticos mais significativos. Os valores acima da mediana dos resíduos da Equação 6 correspondem ao sobreinvestimento e os valores abaixo da mediana dos resíduos correspondem ao subinvestimento. Correspondendo esta à versão 2 do presente estudo.

O estudo de Cardoso (2019) calcula as variáveis DAC, SobreInv e Subnv a partir dos módulos dos resíduos das Equação 3 e Equação 6 respetivamente, ou seja, os valores absolutos, pelo que no estudo empírico testou-se esta alternativa em ambas as versões.

O SobreInv, SubInv e InvEf são as variáveis independentes das Equação 7, Equação 8 e Equação 9. Estas regressões têm como objetivo explicar as variáveis dependentes sobreinvestimento, subinvestimento e investimento eficiente. As variáveis independentes são; a Auditoria, o Prejuízo e o DAC.

$$SobreInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Auditoria_{i,t} + \beta_2 Prejuizo_{i,t} + \beta_4 DAC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (7)$$

Equação 7 - Regressão Sobreinvestimento

Fonte: Adaptado de Biddle et al. (2009)

$$SubInv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Auditoria_{i,t} + \beta_2 Prejuizo_{i,t} + \beta_4 DAC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (8)$$

Equação 8 - Regressão Subinvestimento

Fonte: Adaptado de Biddle et al. (2009)

$$InvEf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Auditoria_{i,t} + \beta_2 Prejuizo_{i,t} + \beta_4 DAC_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (9)$$

Equação 9 - Regressão Investimento Eficiente

Fonte: Adaptado de Biddle et al. (2009)

Onde Auditoria é uma variável dummy que têm o valor de 1 para as empresas auditadas pelas Big Four e 0 para as que não são auditadas pelas Big Four. O artigo de Sergio Linhares et al. (2018) refere que a relação desta variável com o Sobreinvestimento e Subinvestimento é distinta. A relação obtida foi estatisticamente relevante para o Sobreinvestimento e apresentou um sinal positivo, ou seja, caso a empresa seja auditada por uma das Big Four possui uma probabilidade superior de se desviar do nível esperado de investimento e investir em excesso em relação às empresas que não são auditadas pelas Big4. Esta conclusão pode ser explicada pela confiabilidade e pelo problema de agência, levando os gestores a investirem acima da necessidade atual. Relativamente à relação entre auditoria e subinvestimento, no artigo de Sergio Linhares et al. (2018), a variável auditoria não tem relevância estatística.

Prejuízo é uma variável dummy que possuiu o valor 1 para as empresas que têm o resultado líquido negativo e 0 para as que possuem um resultado líquido positivo. Os resultados do artigo de Sergio Linhares et al. (2018) demonstraram que a relação entre o Sobreinvestimento e o Prejuízo é negativa, ou seja, não existe a probabilidade de empresas que apresentam prejuízo investirem acima do nível considerado ótimo. Este artigo ainda demonstrou que a relação entre o Subinvestimento e o Prejuízo tem sinal positivo e tem relevância estatística. Os estudos de Biddle et al. (2009) e de Cardoso (2019) obtiveram as mesmas conclusões.

DAC são os *Accruals* Discricionários que correspondem aos resíduos da regressão do modelo de Jones (1991) modificado por Dechow, Sloan, e Sweeney (1995) e Kothari, Leone e Wasley (2005) e representam a gestão dos resultados. No estudo de Sergio Linhares et al. (2018) verifica-se uma relação positiva entre a gestão dos resultados, o sobreinvestimento e o subinvestimento. Os resultados obtidos no estudo de Biddle et al. (2009) e de Cardoso (2019) são os mesmos, ou seja, as empresas com qualidade superior nas informações contábilísticas têm menos probabilidade de se desviar do grau ótimo de investimento.

De acordo com Sergio Linhares et al. (2018) a probabilidade de subinvestimento é superior à probabilidade de sobreinvestimento nas empresas que utilizam práticas de gestão dos resultados. A probabilidade de uma empresa subinvestir é superior em quase cinco vezes nas empresas que realizam práticas de gestão de resultados quando comparadas com empresas que não fazem uso dessas práticas. A probabilidade de uma empresa sobreinvestir é superior em quase três vezes nas empresas que realizam praticas de gestão dos resultados relativamente a empresas que não fazem uso dessas práticas. A eficiência dos investimentos está, assim, relacionada com a maior qualidade dos relatórios financeiros, tal como defendido nos estudos Healy e Palepu, (2001) Bushman e Smith (2001) e Lambert et al. (2007).

CAPÍTULO IV – APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

O presente capítulo tem como principal propósito responder às questões de investigação mencionadas no Capítulo II.

Em primeiro lugar foi realizada uma caracterização da amostra, sendo analisadas as estatísticas descritivas das variáveis independentes e dependentes dos modelos expostos no Capítulo III. Pelo que também foram testados alguns pressupostos estatísticos.

Por último com o propósito de fornecer resposta às questões de investigação foram analisados os coeficientes das variáveis das diferentes regressões descritas no Capítulo III.

4.1. Estatísticas Descritivas

Para os resultados de um modelo serem válidos no que diz respeito às estimativas dos parâmetros do modelo, bem como dos seus índices de ajuste associados, estes não podem violar certos pressupostos. Os principais pressupostos são: a independência das observações, a normalidade multivariada, covariâncias amostrais não nulas, ausência de multicolinearidade e inexistência de *outliers* (Maroco, 2021).

Para verificar o pressuposto da normalidade, aplicou-se o teorema do limite central. Este descreve a distribuição da média de uma amostra aleatória de uma população com variância finita. Quando o tamanho da amostra é grande, a distribuição da média corresponde a uma distribuição aproximadamente normal, pelo que, de acordo com Stevenson (2001), uma amostra é considerada suficientemente grande se tiver 30 ou mais observações. Como, neste caso, estamos perante uma amostra grande com 18.438 observações, podemos assumir pelo teorema que não há violação da normalidade. Assume-se, assim, que esta é suficientemente grande para seguir uma distribuição normal.

Na Tabela 4 pode-se observar algumas estatísticas descritivas dos resíduos da Equação 3, que correspondem aos *accruals* discricionários por setores de atividade:

Setor (CAE)	Mediana	Mínimo	Máximo
1	-0.0061	-0.4313	0.5487
8	-0.0012	-0.5137	0.5481
10	-0.0063	-0.5689	1.0963
11	-0.0030	-0.5593	0.3897
13	-0.0096	-0.4674	0.7749

14	-0.0105	-0.6384	0.9871
15	-0.0073	-0.3716	1.1676
16	-0.0123	-0.5133	1.1998
17	0.0011	-0.8345	0.7602
18	-0.0024	-0.3299	0.6765
20	-0.0105	-0.5221	0.5591
22	0.00125	-0.7143	0.4969
23	-0.0078	-0.7835	1.5832
28	-0.0013	-0.6665	0.6063
29	0.0108	-0.8121	0.8651
31	-0.5084	-0.0015	0.4601
33	0.0031	-0.9146	0.4840
41	-0.0122	-0.6834	0.8560
42	-0.5682	-0.0018	0.7671
43	-0.0034	-0.5133	0.5861
45	-0.0075	-0.8795	1.3490
49	0.00112	-0.4149	1.3875
52	0.0030	-1.3124	0.8703
55	0.0011	-0.8872	0.8885
62	0.00261	-0.8592	0.9454
71	0.0028	-0.7796	0.9913
86	0.0140	-1.1627	0.9725

Tabela 4 -Estatísticas Descritivas *Accruals* Discricionários

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio.

Verifica-se que 37% dos setores da amostra tem a mediana dos AD com sinal positivo e 63% dos setores da amostra com sinal negativo. O valor máximo de AD positivos foi de 1,5832 no CAE 23 (setor de indústria Fabrico de outros produtos minerais não metálicos) e o valor máximo de AD negativos foi de -1,3124 no CAE 52 (setor de indústria armazenagem e atividades auxiliares dos transportes). O setor com o mínimo mais perto de zero foi o CAE 31 (Fabrico de mobiliário e de colchões) e com o máximo mais perto de zero foi o CAE 11 (Indústria das bebidas). O setor com a mediana mais próxima de zero foi o CAE 17 (Fabricação de pasta, de papel e cartão e seus artigos) com uma mediana de 0,0011, sendo pela mediana este o setor que realiza menos gestão dos resultados relativamente aos outros. O setor com a mediana mais afastada de zero foi o

CAE 42 (Engenharia civil) com uma mediana de -0,5682, sendo pela mediana este o setor que realiza mais gestão dos resultados relativamente aos outros.

Relativamente às regressões das Equação 5, Equação 7, Equação 8 e Equação 9, utilizadas para responder às hipóteses H1, H2 e H3, verificou-se a, partir de uma análise visual (observação dos diagramas de extremos e quartis), a existência de *outliers* nas variáveis das regressões, ou seja, foram encontrados valores extremos que estão muito distantes dos restantes valores na amostra. Para resolver este problema, foi realizada uma técnica de winsorização dos dados para as seguintes variáveis da Equação 5, CRES, END, DIM, DAC, INV e ROA e para as seguintes variáveis das Equação 7, Equação 8 e Equação 9: DAC, SobreInv, SubInv e InvEf. Pelo que as estatísticas descritivas destas variáveis estão apresentadas após a aplicação da técnica de winsorização.

A winsorização é uma técnica de pré-processamento de dados utilizada para lidar com *outliers*. Esta técnica envolve a substituição dos valores extremos por valores menos extremos, chamados de valores winsorizados. Na winsorização, os valores extremos mais baixos e mais altos da amostra foram substituídos pelos valores do percentil p mais baixo (percentil 0,01) e do percentil 1-p mais alto (percentil 0,99). De acordo com Leone et al. (2013) uma das soluções mais comuns para lidar com a presença de *outliers* é a winsorização, os estudos de Lenard e Yu, (2012) e Chung et al. (2005) utilizaram esta técnica.

A Tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis da regressão descrita na Equação 5:

Total das empresas da amostra						
Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
DIM	18.438	8986813	6366345	7163233	34699529	2214733
CRES	18.438	0.0635	0.0439	0.2576	1.1365	-0.6362
END	18.438	0.2358	0.2117	0.1958	0.7756	0.0000
DAC	18.438	-0.000	-0.0037	0.1137	0.3878	-0.3467
ROA	18.438	0.0374	0.0262	0.0654	0.2731	-0.1656
INV	18.438	0.0154	-0.0015	0.0735	0.4008	-0.1187

Tabela 5 -Estatísticas Descritivas Variáveis da Regressão do Nível do Investimento

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio.

*Os valores das variáveis, END, DAC, CRES e INV estão apresentados em percentagem do valor do ativo no período anterior.

A mediana da variável DIM é de 6.366.345€ (na regressão é utilizado o logaritmo desta variável), a mediana da variável CRES é de 0.0439% do ativo do ano anterior, a mediana da variável END é de 0.2117% do ativo do ano anterior, a mediana da variável DAC é de -0.0037% do ativo do ano anterior. A mediana da variável ROA é de 0.0262%. A variável dependente INV tem a mediana de 0.0015% do ativo do ano anterior.

Relativamente às variáveis calculadas em percentagem do valor do ativo no período anterior a variável CRES é a que o desvio padrão está mais afastado da média traduzindo-se assim numa maior dispersão.

De seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis das regressões descritas nas Equação 7, Equação 8 e Equação 9, quando os valores do Sobreinvestimento do Subinvestimento e do Investimento Eficiente são obtidos através dos três quartis dos resíduos da Equação 6:

Total das empresas que sobreinvestem

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Auditoria	4610	0.0737	0.000	0.26139	1.00000	0.0000
DAC	4610	0.0016	0.0017	0.10979	0.3650	-0.3722
Prejuízo	4610	0.1883	0.000	0.39098	1.0000	0.000
SobreInv	4610	0.2778	0.2432	0.1334	0.7911	0.1280

Tabela 6 - Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (1ª Versão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio.

Total das empresas cujo investimento é eficiente

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Auditoria	9218	0.0716	0.0000	0.2578	1.0000	0.0000
DAC	9218	-0.0022	-0.0078	0.1114	0.3823	-0.32475
Prejuízo	9218	0.1316	0.0000	0.3380	1.0000	0.0000
InvEf	9218	-0.0229	-0.02884	0.1114	0.12213	-0.14230

Tabela 7 - Estatísticas Descritivas das Variáveis da amostra do Investimento Eficiente

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio.

Total das empresas que subinvestem

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Auditoria	4610	0.1176	0.0000	0.3221	1.0000	0.0000
DAC	4610	0.0018	-0.0024	0.1246	0.4179	-0.4293
Prejuízo	4610	0.1299	0.0000	0.3362	1.0000	0.0000
SubInv	4610	-0.2348	-0.2068	0.0875	-0.1456	-0.5713

Tabela 8 -Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Subinvestimento (1ªVersão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

O número de observações da amostra do Investimento Eficiente corresponde aproximadamente ao dobro da amostra do sobreinvestimento e do subinvestimento, isto deve-se ao facto de o investimento eficiente corresponder aos resíduos do segundo e do terceiro quartil e o subinvestimento e sobreinvestimento apenas corresponder aos resíduos de um quartil das extremidades, ou seja, o primeiro e o quarto, respetivamente.

A média do número de empresas auditadas por uma Big4 é superior na amostra das empresas que subinvestem relativamente às que sobreinvestem e às que têm um investimento eficiente. Relativamente à variável “DAC”, esta apresenta médias positivas nas amostras de empresas que sobreinvestem e subinvestem e negativa nas que apresentam um investimento eficiente, o que demonstra que quando os investimentos são eficientes existe menos gestão dos resultados relativamente a quando são ineficientes. A média do Prejuízo apresenta o valor superior na amostra das empresas que sobreinvestem e inferior nas que subinvestem. Relativamente às variáveis dependentes o subinvestimento “SubInv” varia entre -0.5713 e -0.1456, o Investimento Eficiente “InvEf” entre -0.1423 e 0.1221 e o sobreinvestimento “SobreInv” entre 0.1280 e 0.7911.

Na amostra das empresas que sobreinvestem e nas do investimento eficiente a variável “Prejuízo” é a que o desvio padrão está mais afastado da média traduzindo-se assim numa maior dispersão. Na amostra das empresas que subinvestem a variável “SubInv” é a que o desvio padrão está mais afastado da média traduzindo-se assim numa maior dispersão.

De seguida, apresentam-se as estatísticas descritivas das variáveis das regressões descritas nas Equação 7 e Equação 8, quando os valores do sobreinvestimento “SobreInv

“e do subinvestimento “SubInv” são obtidos através da mediana dos resíduos da Equação 6

Total das empresas que Sobreinvestem

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Auditoria	9219	0.0704	0.0000	0.2558	1.0000	0.0000
DAC	9219	-0.0006	-0.0029	0.1073	0.3629	-0.3329
Prejuízo	9219	0.1653	0.0000	0.3714	1.0000	0.0000
SobreInv	9219	0.15980	0.12640	0.15076	0.6734	-0.0261

Tabela 9- Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (2º Versão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Total das empresas que subinvestem

Variáveis	Observações	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
Auditoria	9219	0.0968	0.00000	0.2957	1.0000	0.0000
DAC	9219	0.0003	-0.0047	0.1195	0.3966	-0.3634
Prejuízo	9219	0.1254	0.0000	0.3311	1.0000	0.0000
SubInv	9219	-0.1616	-0.1443	0.0970	-0.0318	-0.5283

Tabela 10 -Estatísticas Descritivas das Variáveis da Regressão do Subinvestimento (2º Versão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Relativamente à variável Auditoria existem mais empresas que são auditadas pelas BigFour na amostra das empresas que subinvestem do que na amostra das empresas que sobreinvestem. A média da variável DAC nas empresas que sobreinvestem é negativa, mas na amostra de empresas que subinvestem é positiva. Relativamente à variável “Prejuízo” esta apresenta uma média similar em ambas as amostras, sendo ligeiramente superior na amostra das empresas que sobreinvestem. A variável dependente no sobreinvestimento corresponde ao “SobreInv” e esta varia entre -0,0261 e 0,6734 e no subinvestimento corresponde ao “SubInv” e varia entre -0.5283 e -0,0318.

Na amostra das empresas que sobreinvestem a variável “Prejuízo” é a que o desvio padrão está mais afastado da média traduzindo-se assim numa maior dispersão. Na amostra das empresas que subinvestem a variável “SubInv” é a que o desvio padrão está mais afastado da média traduzindo-se assim numa maior dispersão.

Seguidamente, serão analisadas algumas características estatísticas relevantes, nomeadamente a multicolinearidade entre as variáveis, sendo apresentados os coeficientes de correlação de Pearson. Como os modelos utilizados são estimados pelo método de mínimos quadrados ordinário, este exige a observância de ausência de multicolinearidade entre as variáveis, isto é, a inexistência de correlação entre as variáveis do modelo de análise. A ocorrência de multicolinearidade entre as variáveis impossibilita a correta leitura das estimativas dos coeficientes de regressão. Os valores de correlação de Pearson medem o grau de relação linear entre cada par de variáveis. Os valores de correlação podem cair entre -1 e +1. Se as duas variáveis tendem a aumentar e diminuir juntas, o valor de correlação é positivo. Se uma variável aumenta enquanto a outra variável diminui, o valor de correlação é negativo.

Os modelos utilizados para responder às hipóteses de investigação foram modificados, uma vez que algumas variáveis incluídas inicialmente nos modelos foram excluídas destes, porque apresentavam problemas de multicolinearidade. Nomeadamente o “DISP”, que correspondia ao rácio entre os valores de caixa e depósitos bancários no ano t-1 e o valor total de ativos no ano t-1 na regressão apresentada na Equação 5 e o logaritmo do ativo nas regressões das Equação 7, Equação 8 e Equação 9.

Na Tabela 11 pode observar-se a correlação de Pearson abaixo da diagonal principal, relativa à regressão apresentada na Equação 5:

	DIM	CRES	END	DAC	ROA	INV
DIM	1.000	0.034(***)	0.057(***)	0.035(***)	0.026(***)	0.039(***)
CRES	0.034(***)	1.000	0.038(***)	0.066(***)	0.237(***)	0.097(***)
END	0.057(***)	0.038(***)	1.000	0.041(***)	-0.286(***)	0.007(.)
DAC	0.035(***)	0.066(***)	0.041(***)	1.000	0.091(***)	-0.058(***)
ROA	0.026(***)	0.237(***)	-0.286(***)	0.091(***)	1.000	0.072(***)
INV	0.039(***)	0.097(***)	0.007(.)	-0.058(***)	0.072(***)	1.000

Tabela 11 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Nível do Investimento

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

Da análise da Tabela 11 observa-se que a correlação entre as variáveis independentes é significativa ao nível de 1% e 5%. A multicolinearidade é uma situação em que duas ou

mais variáveis independentes num modelo de regressão encontram-se altamente correlacionadas. Quando o teste de Pearson tem resultados em que o p-value é superior a 0.60 pode indicar a existência de multicolinearidade. Como se pode observar na tabela, todos os coeficientes de correlação situam-se abaixo dos 0.3, sendo possível afirmar que não existe problemas de multicolinearidade.

Nas Tabela 12, Tabela 13 e Tabela 14 podem observar-se as correlações de Pearson abaixo da diagonal principal, relativa à regressão apresentada nas Equação 7, Equação 8 e Equação 9, quando o sobreinvestimento “SobreInv”, subinvestimento “SunInv” e investimento eficiente “InvEf” é obtido através dos três quartis dos resíduos da Equação 6.

	Auditoria	DAC	Prejuízo	SobreInv
Auditoria	1.0000			
DAC	-0.013226()	1.0000		
Prejuízo	0.116724(**)	-0.04170(**)	1.000000	
SobreInv	0.088903(**)	0.0042284()	0.046578(**)	1.0000

Tabela 12 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento(1ºVersão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

	Auditoria	DAC	Prejuízo	InvEf
Auditoria	1.0000			
DAC	-0.0324(**)	1.0000		
Prejuízo	0.0922(**)	-0.1093(**)	1.000000	
InvEf	-0.0192()	-0.0108()	0.0409(**)	1.0000

Tabela 13 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Investimento eficiente (1ºVersão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

	Auditoria	DAC	Prejuízo	SubInv
Auditoria	1.0000			
DAC	-0.0351(*)	1.0000		
Prejuízo	0.0692(**)	-0.0825(**)	1.000	
SubInv	0.0120()	-0.0259()	-0.0690(**)	1.0000

Tabela 14 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Subinvestimento(1ºVersão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

Da análise das Tabela 12 Tabela 13 e Tabela 14 observa-se que a correlação entre as variáveis independentes é significativa ao nível de a 1% e 5%. Com exceção das variáveis DAC e Auditoria na amostra do sobreinvestimento, uma vez que o p-value é superior a 0.60 podendo causar problemas de multicolinearidade.

Nas Tabela 15 e Tabela 16, podem-se observar as correlações de Pearson abaixo da diagonal principal, relativa à regressão apresentada na Equação 7 e Equação 8, quando o sobreinvestimento e subinvestimento é obtido através da mediana dos resíduos da Equação 6.

	Auditoria	DAC	Prejuízo	SobreInv
Auditoria	1.0000			
DAC	-0.0328(**)	1.0000		
Prejuízo	0.1138(**)	-0.0748(**)	1.0000	
SobreInv	0.0477(**)	0.02346(*)	0.0720(**)	1.0000

Tabela 15 – Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Sobreinvestimento (2ºVersão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

	Auditoria	DAC	Prejuízo	SubInv
Auditoria	1.0000			
DAC	-0.0222(*)	1.0000		
Prejuízo	0.0731(**)	-0.0934(**)	1.0000	
SubInv	-0.0486(**)	-0.0281(**)	-0.0344(**)	1.0000

Tabela 16 -Correlação de Pearson Variáveis da Regressão do Subinvestimento (2º Versão)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

Da análise das Tabela 15 e Tabela 16 observa-se que a correlação entre as variáveis independentes é significativa ao nível de 1% e 5%.

Para selecionar qual dos modelos de regressão a utilizar para as diversas regressões, entre eles os modelos de efeitos fixos (Within,), o modelo de efeitos aleatórios (Random) e o modelo Pooled (Pooling), foram efetuados vários testes estatísticos.

No Modelo Pooled (Pooling), o mesmo conjunto de coeficientes é usado para todas as unidades. Esta abordagem é útil quando a relação entre as variáveis independentes e dependentes é constante para todas as unidades. No Modelo de efeitos fixos (Within), os coeficientes da regressão são estimados para cada unidade individualmente. Esta abordagem é útil quando a relação entre as variáveis independentes e dependentes varia entre as unidades. O Modelo de efeitos aleatórios (Random) permite que a relação entre as variáveis independentes e dependentes varie entre as unidades e dentro de cada unidade ao longo do tempo. Este modelo inclui tanto os efeitos fixos quanto os efeitos aleatórios e é uma abordagem intermediária entre o Pooling e o Within.

Os testes utilizados para escolher os modelos a utilizar foram:

- Modelo Efeitos Fixos x Modelo de Efeitos Aleatórios: O teste de Hausman. Se p-value for superior a 0,05 o modelo de Efeitos Aleatórios é considerado melhor ao modelo de Efeitos Fixos.
- Modelo Efeitos Fixos x Modelo de Pooled: O teste F. Se o valor p-value for inferior a 0,05, o modelo de Efeitos Fixos é melhor do que o modelo Pooled.
- Modelo Pooled x Modelo de Efeitos Aleatórios: O teste de Breusch-Pagan. Se o p-valor for inferior a 0,05 o modelo de Efeitos Aleatórios é superior ao modelo Pooled.

Para a seleção dos modelos, para além dos resultados dos testes também, se teve em conta o tipo de variáveis incluídas no modelo, ou seja, se estas são constantes ao longo do tempo, a sua significância estatística e o valor do R^2 . Deste modo, os modelos selecionados para as regressões utilizadas no presente estudo foram o Modelo Pooled e o Modelo de efeitos aleatórios.

Foi realizado o teste Breusch-Pagan, para testar a heterocedasticidade. Se o teste estatístico tiver um valor p inferior a um limiar adequado (por exemplo, $p < 0,05$), a hipótese nula de homocedasticidade é rejeitada e assume-se a heterocedasticidade. No caso das regressões no presente estudo, os resultados dos testes estatísticos tiveram um valor de p inferior a 0,05, logo, a hipótese nula de homocedasticidade é rejeitada e assume-se a heterocedasticidade. Quando os erros de um modelo são homocedásticos, as estimativas dos parâmetros do modelo são eficientes e confiáveis. Por outro lado, a heterocedasticidade ocorre quando a variância dos erros não é constante e varia para diferentes valores dos preditores. A heterocedasticidade pode resultar em estimativas viesadas e ineficientes dos parâmetros do modelo podendo levar a conclusões erradas sobre a significância estatística das variáveis independentes. Para corrigir a heterocedasticidade foi realizada a inferência robusta, tendo sido obtida a matriz dos coeficientes das regressões corrigidas de heterocedasticidade. Ao realizar a inferência robusta, os estimadores dos parâmetros mantêm-se, apenas alteram-se as expressões dos erros-padrão.

4.2. Resultados Empíricos

A regressão utilizada para responder à hipótese de investigação número 1 foi a descrita na Equação 5. Esta é obtida pelo método Pooled OLS, sendo apresentada a matriz dos coeficientes corrigida de heterocedasticidade, através da aplicação da inferência robusta. Os resultados desta regressão, nomeadamente os coeficientes, os valores da estatística T, R^2 e o F Teste, encontram-se na Tabela 17.

	Coefficientes	Estatística T	Sinal esperado
Intercept	-0.081(***)	-6.2301	
Log (DIM)	0.0057(***)	6.8610	+
CRES	0.0239(***)	9.7119	+
END	0.0080(*)	2.2050	-/+
ROA	0.0707(***)	6.6647	+
DAC	-0.047(***)	-7.0394	-
Nº Observações	18.438		
R Square	0.0204		
R Square ajustado	0.0201		
F Teste	51.8487 (***)		

Tabela 17- Resultados da Regressão do Nível do Investimento

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

O valor da estatística F é de 51.8487 a que corresponde um valor-p de 2.2e-16. Uma vez que o valor-p é inferior a 0.001, rejeita-se H0 e conclui-se que pelo menos uma das variáveis explicativas é estatisticamente significativa ao nível de 0,1%. O R^2 é de 2,04%, podendo afirmar-se que as variáveis juntas explicam 2,04% da variação do Investimento da amostra de empresas em causa.

De seguida, são apresentadas as interpretações das estimativas de cada coeficiente utilizado no modelo com o pressuposto que se mantém tudo constante (*Ceteris Paribus*):

- A variável DIM apresenta um valor de β_1 estimado de 0.0057 pelo que a um acréscimo relativos de 100% na Dimensão, corresponde um acréscimo de 0.0057 unidades do montante de investimento. O sinal da variável é positivo estando de acordo com o estudo de Ma e Jeong, (2022), pelo que empresas que aumentam a sua dimensão têm tendência a aumentar os seus investimentos.
- A variável CRES apresenta um valor de β_2 estimado de 0.0239, pelo que o acréscimo de uma unidade em CRES, corresponde um acréscimo de 0.0239 unidades de Investimento. O sinal obtido neste coeficiente foi positivo, contribuindo um aumento das vendas para um aumento do montante investido pelas empresas, pelo que está de acordo com os resultados obtidos no artigo de Ma e Jeong (2022).
- A variável END apresenta um valor de β_3 estimado de 0.0080, pelo que o acréscimo de uma unidade em END, corresponde um acréscimo de 0.0080 unidades de Investimento. De acordo com Ma e Jeong (2022), o sinal desta variável seria negativo. No presente estudo, o sinal foi positivo podendo ser explicado pelo facto de as empresas que adquirem mais financiamento, podem ter mais capital disponível para investir.
- A variável ROA apresenta um valor de β_4 estimado de 0.0707, pelo que o acréscimo de uma unidade em ROA, corresponde um acréscimo de 0.0707 unidades de Investimento. O sinal desta variável é positivo pelo que empresas com um retorno sobre os ativos superior realizam mais investimentos.

- A variável de foco deste estudo para responder à hipótese de investigação H1 é o DAC. Esta variável apresenta um valor de β_5 estimado de -0.047, pelo que o acréscimo de uma unidade em DAC, corresponde um decréscimo de 0.047 unidades de Investimento. Esta variável tem sinal negativo, ou seja, empresas que realizam mais práticas de gestão dos resultados, apresentam menor tendência para investir.

As regressões utilizadas para responder às hipóteses de investigação números 2 e 3, a partir da versão número 1 (valores das variáveis independentes obtidos a partir dos quartis dos resíduos da Equação 6) e a partir da versão número 2 (valores das variáveis independentes obtidos a partir da mediana dos resíduos da Equação 6), foram descritas nas Equação 7, Equação 8 e Equação 9.

A segunda versão foi desenvolvida com o propósito de aumentar o número de amostras esperando-se traduzir num aumento da capacidade explicativa dos modelos, o que não se verificou.

As regressões foram obtidas pelo método Pooled OLS, sendo apresentada a matriz dos coeficientes corrigida de heterocedasticidade, através da aplicação da inferência robusta.

Os resultados da estimação da regressão para o sobreinvestimento, nomeadamente os coeficientes, os valores da estatística T, R^2 e o teste F, encontram-se na Tabela 18.

	1º Versão		2º Versão		Sinal Esperado
	Coefficientes	Estatística T	Coefficientes	Estatística T	
Intercept	0.2722(***)	76.8960	0.1534(***)	47.7443	
Auditoria	0.0432(**)	2.7363	0.0240 (.)	1.7327	+
Prejuízo	0.0126(.)	1.8038	0.0282(***)	4.3079	-
DAC	0.0083	0.3395	0.0421 (*)	2.3369	+
Nº Observações	4.610		9.219		
R Square	0.0092		0.0076		
R Square ajustado	0.0086		0.0073		
F Teste	3.6168 (*)		8.4151 (**)		

Tabela 18 - Resultados da Regressão do Sobreinvestimento

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

Na primeira versão, o valor da estatística F é de 3.6168 a que corresponde um valor-p de 0.01. Uma vez que o valor-p é inferior a 0.05, rejeita-se H_0 e conclui-se que pelo menos uma das variáveis explicativas é estatisticamente significativa ao nível de 5%. Na segunda versão, o valor da estatística F é de 8.41513 a que corresponde um valor-p de 0.00001477. Uma vez que o valor-p é inferior a 0.001, rejeita-se H_0 e conclui-se que pelo menos uma das variáveis explicativas é estatisticamente significativa ao nível de 0.1%.

O R^2 é de 0,9%, na primeira versão, podendo afirmar-se que as variáveis juntas explicam 0,9% da variação da realização de Sobreinvestimento para a amostra de empresas em causa, pelo que outros estudos que têm como objetivo explicar o Sobreinvestimento também possuem um R^2 baixo, como o estudo de Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso (2019) com um R^2 de 5%. O R^2 é de 0,76%, na segunda versão, podendo afirmar-se que as variáveis juntas explicam 0,76% da variação da realização de Sobreinvestimento para a amostra de empresas em causa.

De seguida, são apresentadas as interpretações das estimativas de cada coeficiente:

- Na primeira versão, a variável Auditoria apresenta um valor de β_1 estimado de 0.0432246, pelo que quando uma empresa pertence às Big4 está associado a um acréscimo de 0.0432246 unidades de Sobreinvestimento, relativamente a empresas que não pertencem às Big4.

Na segunda versão, a variável Auditoria apresenta um valor de β_1 estimado de 0.0240569, pelo que quando uma empresa pertence às Big4 está associado a um acréscimo de 0.0240569 unidades de Sobreinvestimento, relativamente a empresas que não pertencem às Big4.

Foram obtidos os mesmos resultados que no artigo de Sergio Linhares et al. (2018), ou seja, caso a empresa seja auditada por uma das Big4 têm uma tendência em desviar-se do nível esperado de investimento e investir em excesso em relação às empresas que não são auditadas pelas Big4, podendo isto ser explicado pelo problema de agência e pela confiabilidade.

- Na primeira versão, a variável Prejuízo apresenta um valor de β_2 estimado de 0.0126208, pelo que, quando uma empresa tem prejuízo, está associado a um

acrécimo de 0.0126208 unidades de Sobreinvestimento, relativamente a empresas que possuem resultado líquido positivo.

Na segunda versão, a variável Prejuízo apresenta um valor de β_2 estimado de 0.0282825, pelo que quando uma empresa tem prejuízo, está associado a um acréscimo de 0.0282825 unidades de Sobreinvestimento, relativamente a empresas que possuem resultado líquido positivo.

Não foram obtidos os mesmos resultados apresentados na literatura, nomeadamente nos artigos de Biddle et al. (2009), Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso (2019), uma vez que é espectável que o sinal desta variável seja negativo, não existindo tendência de empresas que apresentam prejuízo investirem acima do nível considerado ótimo.

- Na primeira versão, a variável DAC apresenta um valor de β_3 estimado de 0.0083736, pelo que o acréscimo de uma unidade em DAC corresponde um acréscimo de 0.0083736 unidades de Sobreinvestimento, o resultado que foi obtido está de acordo com a literatura, nomeadamente com estudos de Biddle et al. (2009), Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso (2019), mas não tem relevância estatística.

Na segunda versão, a variável DAC apresenta um valor de β_3 estimado de 0.0421557, pelo que o acréscimo de uma unidade em DAC corresponde um acréscimo de 0.0421557 unidades de Sobreinvestimento. O resultado obtido está de acordo com a literatura, uma vez que, segundo Sergio Linhares et al. (2018), a probabilidade de uma empresa sobreinvestir é superior em quase três vezes nas empresas que realizam práticas de gestão de resultados relativamente a empresas que não fazem uso dessas práticas.

Os resultados da estimação da regressão para o subreinvestimento estão apresentados na Tabela 19.

	1º Versão		2º Versão		Sinal Esperado
	Coefficiente	Estatística T	Coefficiente	Estatística T	
Intercept	-0.2328(***)	-81.3002	-0.1589 (***)	-70.5276	
Auditoria	0.0043	0.5248	-0.0153 (*)	-2.1932	-
Prejuízo	-0.0189 (**)	-2.9959	-0.0099 (*)	-2.0328	+
DAC	-0.0220 (*)	-2.0698	-0.0262(**)	-3.1418	+
Nº Observações	4.610		9.219		
R Square	0.0060		0.0043		
R Square ajustado	0.0053		0.0040		
F Teste	3.7148 (*)		6.74264 (**)		

Tabela 19 – Resultados da Regressão do Subinvestimento

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

Na primeira versão, o valor da estatística F é de 3.71486, a que corresponde um valor-p de 0.01. Uma vez que o valor-p é inferior a 0.05, rejeita-se H0 e conclui-se que pelo menos uma das variáveis explicativas é estatisticamente significativa ao nível de 5%. Na segunda versão, o valor da estatística F é de 6.74264, a que corresponde um valor-p de 1.477e-05. Uma vez que o valor-p é inferior a 0.001, rejeita-se H0 e conclui-se que pelo menos uma das variáveis explicativas é estatisticamente significativa ao nível de 0.1%.

O R^2 é de 0,6% na primeira versão, podendo afirmar-se que as variáveis juntas explicam 0,6% da variação da realização de subinvestimento para a amostra de empresas em causa, pelo que outros estudos que têm como objetivo explicar o subinvestimento, também possuem um R^2 baixo, como o estudo de Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso (2019) com um R^2 de 4% e 5%, respetivamente. O R^2 é de 0,4% na segunda versão, podendo afirmar-se que as variáveis juntas explicam 0,4% da variação da realização de subinvestimento para a amostra de empresas em causa.

De seguida, são apresentadas as interpretações das estimativas de cada coeficiente:

- Na versão 1, a variável Auditoria apresenta um valor de β_1 estimado de 0.0043410, mas esta não tem relevância estatística. No estudo de Sergio Linhares et al. (2018), a variável Auditoria na regressão cuja variável independente é o subinvestimento, também não teve relevância estatística.

Na versão 2, a variável Auditoria apresenta um valor de β_1 estimado de -0.015370, pelo que quando uma empresa pertence às Big4, está associado a um decréscimo de 0.015370 unidades de subinvestimento, relativamente a empresas que não pertencem ao às Big4. Foram obtidos os mesmos resultados que no estudo de Sergio Linhares et al. (2018), pois as empresas que são auditadas por uma Big4 não têm tendência para Subinvestir.

- Na versão 1, a variável Prejuízo apresenta um valor de β_2 estimado de -0.0189509, pelo que quando uma empresa tem prejuízo, está associado a um decréscimo de 0.0189509 unidades de subinvestimento, relativamente a empresas possuem um resultado líquido positivo.

Na versão 2, a variável Prejuízo apresenta um valor de β_2 estimado de -0.0099761, pelo que quando uma empresa tem prejuízo, está associado a um decréscimo de 0.0099761 unidades de Subinvestimento, relativamente a empresas possuem um resultado líquido positivo.

Não foram obtidos os mesmos resultados que a literatura, nomeadamente nos artigos de Biddle et al. (2009), Sergio Linhares et al. (2018) e Cardoso,(2019), uma vez que as empresas que têm prejuízo têm tendência para Subinvestir, sendo o sinal espectável positivo.

- Na versão 1, a variável DAC apresenta um valor de β_3 estimado de -0.0220454, pelo que o acréscimo de uma unidade em DAC, corresponde um decréscimo de 0.0220454 unidades de subinvestimento.

Na versão 2, a variável DAC apresenta um valor de β_3 estimado de -0.0262579, pelo que o acréscimo de uma unidade em DAC, corresponde um decréscimo de 0.0262579 unidades de subinvestimento.

Os resultados obtidos não estão de acordo com a literatura, o sinal espectável desta variável seria positivo, uma vez que de acordo com Sergio Linhares et al.(2018), a probabilidade de uma empresa subinvestir é superior em quase cinco vezes nas empresas que realizam práticas de gestão de resultados relativamente a empresas que não fazem uso dessas práticas.

Relativamente aos modelos mencionados nas Equação 7 e Equação 8, que têm como objetivo explicar o sobreinvestimneto e o subinvestimento, na versão 2 todas as variáveis têm relevância estatística, na versão 1, a variável Auditoria no subinvestimento não tem relevância estatística e a variável DAC no sobreinvestimento não tem relevância

estatística. Em ambas as versões os resultados obtidos não foram todos coerentes com os da literatura. É espectável que os sinais dos coeficientes obtidos nas duas versões sejam os mesmos, pois parte da amostra é igual. Os sinais dos coeficientes obtidos nas duas versões foram os mesmos, com exceção da variável auditoria, mas esta num dos modelos não obteve relevância estatística.

Testes de robustez dos resultados

O estudo elaborado por Cardoso (2019) calcula as variáveis DAC, SobreInv e Subnv a partir dos módulos dos resíduos das Equação 3 e Equação 6 respetivamente. Foi testada esta alternativa, uma vez os resultados apresentados anteriormente para calcular estas variáveis utilizam os valores com os respetivos sinais ao invés dos valores absolutos. É possível observar estes resultados nas

Tabela 20 e Tabela 21, nomeadamente os valores dos coeficientes, o valor da estatística T entre parênteses, o valor do Teste F e do R^2 .

	SobreInv				Sinal Esperado
	1º Versão		2º Versão		
	Coefficiente	Estatística T	Coefficiente	Estatística T	
Intercept	0.2571(***)	62.9505	0.1497(***)	41.5054	
Auditoria	0.0389 (*)	2.4203	0.0212 (.)	1.5318	+
Prejuízo	0.0130 (.)	1.8663	0.0267(***)	4.1253	-
DAC	0.1960(***)	6.2798	0.0942(***)	3.6255	+
Teste F	18.6791(**)		12.9692(**)		
R Square	0.025494		0.0096		

Tabela 20 -Resultados da Regressão do SobreInvestimento (Valores Absolutos)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

	SubInv				Sinal Esperado
	Versão 1		Versão 2		
	Coefficiente	Estatística T	Coefficiente	Estatística T	
Intercept	0.2325 (***)	72.5154	0.1583 (***)	60.3883	
Auditoria	-0.0047 (.)	-0.5760	0.0150 (*)	2.1412	-
Prejuízo	0.0182 (**)	2.9119	0.0090 (.)	1.8458	+
DAC	0.0056 (.)	0.2657	0.0086 (.)	0.5376	+
Teste F	2.8614 (*)		3.3454 (*)		
R Square	0.0050		0.0033		

Tabela 21 -Resultados do Modelo do SubInvestimento (Valores Absolutos)

Fonte: Elaboração Própria. Cálculos efetuados no Programa R.Studio

Nota: *** nível de significância a 0,1%, ** nível de significância a 1%, * nível de significância a 5%. (.) nível de significância a 10%

No sobreinvestimento os coeficientes das variáveis possuem todos relevância estatística, com exceção da variável Auditoria na versão 2. Os sinais dos coeficientes são iguais aos dos resultados apresentados anteriormente nas Tabela 19 e Tabela 18.

No subinvestimento a variável Auditoria na Versão 1 e o DAC em ambas as versões não apresentam relevância estatística. A variável Prejuízo passa a ter o sinal esperado em ambas as versões, não existindo tendência das empresas que apresentam prejuízo investirem acima do nível considerado ótimo comparativamente às empresas que tem resultado líquido positivo. A variável Auditoria na versão 2 tem relevância estatística e passa a ter sinal positivo, pelo que as empresas que são auditadas por uma Big4 têm tendência para subinvestir, esta conclusão não está de acordo com a literatura, nomeadamente com o artigo de Sergio Linhares et al. (2018).

A variável DAC passa a ter sinal positivo, estando os resultados de acordo com a literatura, ou seja, subinvestir é superior nas empresas que realizam práticas de gestão dos resultados relativamente a empresas que não fazem uso dessas práticas, mas este coeficiente não tem relevância estatística não sendo viável retirar conclusões deste.

Após a apresentação e análise dos resultados das diversas regressões, com base nestes, apresenta-se uma reflexão sobre cada uma das hipóteses fomentadas nesta investigação:

Relativamente à primeira hipótese de investigação “**H1: A menor gestão dos resultados tem impacto positivo no investimento**”, a partir da Tabela 17 verifica-se que a variável “DAC” apresenta um coeficiente com sinal negativo, ou seja, empresas que realizam menos práticas de gestão de resultados, apresentam maior tendência para investir, pelo que a primeira hipótese de investigação se verifica.

A resposta à segunda hipótese de investigação “**H2: A maior gestão dos resultados tem impacto positivo no Sobreinvestimento**” pode-se verificar na Tabela 18 e na

Tabela 20, uma vez que o coeficiente da variável “DAC” apresenta um sinal positivo, pelo que a maior gestão dos resultados tem impacto positivo no Sobreinvestimento, logo, a segunda hipótese de investigação verifica-se.

A resposta à terceira hipótese de investigação “**H3: A maior gestão dos resultados tem impacto positivo no Subinvestimento**” pode ser verificada na Tabela 19 e Tabela 21. Na Tabela 19 uma vez que o coeficiente da variável “DAC” apresenta um sinal negativo, a maior gestão dos resultados não tem impacto positivo no subinvestimento, logo a terceira hipótese de investigação não se verifica. Na Tabela 21, a variável DAC não tem relevância estatística não sendo possível verificar com viabilidade a terceira hipótese de investigação.

5.1 Principais Conclusões

Neste estudo é analisado o efeito da gestão dos resultados no nível e na eficiência do investimento das pequenas e médias empresas portuguesas.

Relativamente à gestão dos resultados a partir da análise das empresas da amostra do estudo foi possível concluir que o setor que efetua menos práticas de gestão dos resultados de acordo com a mediana dos *accruals* é o setor da fabricação de pasta, de papel e cartão e os seus artigos e o setor que efetua mais práticas de gestão dos resultados é a Engenharia civil.

A partir da análise dos resultados das regressões, foi possível concluir que as empresas que realizam menos práticas de gestão de resultados, apresentam uma maior tendência para investir. Isto pode ser explicado pelo facto de empresas que praticam menos gestão dos resultados terem demonstrações financeiras mais fiáveis e credíveis, pelo que transmitem maior confiança aos investidores e à banca, sendo possível atrair mais financiamento, que pode ser posteriormente alocado a investimento em ativos fixos.

Após concluir que a gestão dos resultados tem um impacto negativo no nível de investimento, decidiu-se explorar, de uma forma mais aprofundada, esta relação, pelo que se procedeu à análise da relação da gestão dos resultados com a eficiência do investimento.

Relativamente à amostra das empresas que sobreinvestem foi possível concluir que a maior gestão dos resultados aumenta a tendência de sobreinvestimento, pelo que, se as demonstrações financeiras não traduzirem a imagem real da empresa, os gestores podem cair no erro de investir em demasia, nomeadamente em projetos com VAL negativo, podendo levar ao desperdício de recursos e fatores de produção afetando diretamente a sobrevivência e crescimento da empresa.

Relativamente ao subinvestimento a maior gestão dos resultados não aumenta a tendência para subinvestir. Este resultado não é o espectável, visto que a ineficiência dos investimentos, ou seja, o sobreinvestimento e o subinvestimento, de acordo com Verdi (2006) pode ser causada por demonstrações financeiras que não traduzem a realidade. O resultado obtido pode ser explicado porque mesmo com as demonstrações financeiras das

empresas a traduzir a realidade destas, os acionistas podem decidir não investir em projetos de investimento com VAL positivo caso o nível de endividamento seja elevado, pois implicaria que a maior parte dos benefícios resultantes do projeto fossem captados pelos credores (Grinblatt & Titman, 2002).

Este trabalho permitiu aprofundar o conhecimento e a discussão sobre a temática da importância da qualidade das demonstrações financeiras e o seu impacto no que diz respeito às tomadas de decisões de investimento, especificamente no contexto das PMEs portuguesas.

5.2 Limitações do Estudo

As principais limitações do presente estudo foram derivadas de problemas estatísticos. Os modelos utilizados para responder às hipóteses de investigação foram modificados, uma vez que algumas variáveis incluídas inicialmente nos modelos foram excluídas destes, porque apresentavam problemas de multicolineariedade. A exclusão destas variáveis levou a um decréscimo do poder explicativo das regressões, uma vez que os R^2 das regressões ficaram ainda mais baixos.

Uma limitação que foi parcialmente ultrapassada/atenuada foi a heterocedasticidade. Esta pode levar a conclusões erradas sobre a significância estatística das variáveis independentes. Para corrigir a heterocedasticidade foi realizada a inferência robusta, tendo sido obtida a matriz dos coeficientes das regressões corrigidas de heterocedasticidade. Embora a inferência robusta seja uma estratégia útil, ela não garante uma correção completa da heterocedasticidade em todos os casos. A eficácia da inferência robusta depende da natureza dos dados, do modelo estatístico utilizado e das técnicas específicas utilizadas.

A existência de *outliers* em várias variáveis foi outra limitação atenuada a partir da utilização da técnica de *winsorização*, esta consiste na substituição dos valores extremos por valores menos extremos, chamados de valores *winsorizados*.

Os dados disponibilizados pelo SABI constituem outra limitação, pois a maioria das empresas não têm os dados relativos aos fluxos de caixa, logo foi necessário calcular os *Accruals* Totais de uma forma indireta, ao invés da forma direta que corresponde à diferença entre o EBIT e os fluxos de caixa operacional.

5.3 Perspetivas para trabalhos futuros

Para futuras investigações no contexto português, seria interessante avaliar a relação da gestão dos resultados com o nível e eficiência do investimento em grandes empresas portuguesas. Embora a maior representação do tecido empresarial português sejam as PMEs, a nível de investimento as empresas que têm mais impacto são as grandes, visto que têm níveis de investimento superiores. Pode, inclusive, ser interessante fazer um estudo comparativo da relação do investimento e a gestão dos resultados entre as PMEs e as grandes empresas portuguesas.

De acordo com o Gabinete de Estratégias e Estudos (2022), em 2020 as empresas entre 10 e 249 trabalhadores foram responsáveis pela execução de 45% das despesas de investigação e desenvolvimento (I&D), as empresas com menos de 10 trabalhadores foram responsáveis pela execução de 5% das despesas de I&D e as empresas de maior dimensão, com mais de 250 trabalhadores, executaram 50% do total do setor. Embora as PMEs representem cerca de 99,9% do tecido empresarial português, visto que o investimento é em 50% efetuado por grandes empresas pode tornar-se relevante incluir estas num futuro estudo.

As empresas portuguesas cotadas na bolsa são apenas 54; num estudo futuro seria interessante acrescentar uma variável Dummy, que refletisse se as empresas são ou não cotadas na bolsa, com o objetivo de analisar o impacto deste fator no nível do investimento, no subinvestimento e no sobreinvestimento.

Por último, numa vertente internacional, realizar o presente estudo para vários países e apenas utilizar na amostra os setores de atividade que apresentam maior nível de investimento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aljifri, K. (2007). *Measurement and Motivations of Earnings Management: A Critical Perspective*. 22.
- Azevedo, N. M. P. de. (2013). *Sistemas de governação das sociedades e gestão de resultados: O caso português* [MasterThesis, Instituto Superior de Economia e Gestão]. <https://www.repository.utl.pt>
- Ball, R. (2006). International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and cons for investors. *Accounting and Business Research*, 36(sup1), 5–27. <https://doi.org/10.1080/00014788>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159–178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Baptista, I. (2022). *O Cumprimento das Recomendações da CMVM e da CNMV sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise Comparativa entre as Empresas Cotadas Portuguesas e Espanholas* [Universidade de Coimbra]. <https://estudogeral.uc.pt>
- Bar-Gill, O., & Bebchuk, L. A. (2002). Misreporting Corporate Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.354141>
- Beasley, M. S. (1996). *An Empirical Analysis of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud* (SSRN Scholarly Paper N.º 2647). <https://papers.ssrn.com/abstract=2647>
- Beaver, W. H., & Engel, E. E. (1996). Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1), 177–206. <https://doi.org/10.1016>
- Beaver, W. H., & McNichols, M. F. (1998). The Characteristics and Valuation of Loss Reserves of Property Casualty Insurers. *Review of Accounting Studies*, 3(1), 73–95. <https://doi.org/10.1023/A:1009676300318>
- Beneish, M. D. (1999). *Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate Gaap*. <https://papers.ssrn.com/abstract=177233>
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81(5). <https://doi.org/10.2308/accr.2006.8>
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 112–131. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco>.

- Bishop, M. L., & Eccher, E. A. (2000). *Do Markets Remember Accounting Changes? An Examination of Subsequent Years*. <https://doi.org/10.2139>
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)
- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 237–333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Bushman, R. M., Smith, A. J., & Zhang, F. (2011). Investment Cash Flow Sensitivities Really Reflect Related Investment Decisions. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.842085>
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial Accounting Research and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00027-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00027-1)
- Cadbury Report. (1992). *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee Professional Publishing Ltd, London.
- Campos, J. F. A. (2018). *FINANCIAL STATEMENT FRAUD IN EUROPE*. 68.
- Cardoso, J. (2019). *Earnings Quality and Investment Efficiency: European Evidence*. Universidade de Lisboa.
- Caylor, M. L., & Chambers, D. J. (2015). Reaching Into the Cookie Jar? Why Conservative Accounting Is Sometimes a Problem. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 26(5), 73–77. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22066>
- Cerqueira, A. M., & Pereira, C. F. (2019). Earnings Management and Stock Market Reaction Reaction. In International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management. Em *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management* (pp. 32–52). IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-7817-8.ch002>
- 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>
- Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 1(3–4), 319–345. [https://doi.org/10.1016/0929-1199\(94\)00008-1](https://doi.org/10.1016/0929-1199(94)00008-1)

- Chhabra, S. (2016). Earning management: A study. *Splint International Journal Of Professionals*. <https://www.indianjournals.com>
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J.-B. (2005). Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58(6), 766–776. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2003.12.002>
- Cleary, S., Povel, P., & Raith, M. (2007). The U-Shaped Investment Curve: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(1), 1–39.
- CMVM. (2007). *Código de Governo das Sociedades*. <https://www.cmvm.pt>
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45–63. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772011000100004>
- Cunha, M. R. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revisores e Auditores*.
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sánchez Ballesta, J. P. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking & Finance*, 40, 494–506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>
- De George, E. T., Li, X., & Shivakumar, L. (2016). A review of the IFRS adoption literature. *Review of Accounting Studies*, 21(3), 898–1004. <https://doi.org/10.1007/s11142-016-9363-1>
- DeAngelo, L. E. (1981). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183–199. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400–420.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *Accounting Horizons*, 17.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Dechow, P., Sloan, R., & Sweeney, A. (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>
- Dechow, Patricia M, Richard G. Sloan, & Amy P. Sweeney. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193–225.
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115–139.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00004-9)
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1–33. <https://doi.org/10.1086/209601>
- Dopuch, N., & Pincus, M. (1988). Evidence on the Choice of Inventory Accounting Methods: LIFO Versus FIFO. *Journal of Accounting Research*, 26(1), 28–59.
<https://doi.org/10.2307/2491112>
- Dye, R. A. (1988). Earnings Management in an Overlapping Generations Model. *Journal of Accounting Research*, 26(2), 195–235. <https://doi.org/10.2307/2491102>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1997). Industry costs of equity. *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153–193. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(96](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(96)
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141. <https://doi.org/10.2307/2534426>
- FFMS. (2023). *Pequenas e médias empresas em % do total de empresas: Total e por dimensão*. Pordata. <https://www.pordata.pt>
- Franceschetti, B. (2018). *Financial Crises and Earnings Management Behavior*.
- Gabinete de Estratégias e Estudos, D. (2022). *Painel das Atividades de Inovação e I&D nas Empresas*.
- Gordon, Myron J. (1964). Postulates, principles and research in accounting. *Accounting Review*, 39.2, 251–263.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Gunny, K. (2005). *What Are the Consequences of Real Earnings Management?* 47.
- Haixin, M., & Kyunbeom, J. (2022). The effects of accounting conservatism on investment decision: Evidence from listed companies in China. *Cogent Business & Management*, 9(1), 2093484. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2093484>

- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 125–153. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(95\)00397-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(95)00397-2)
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Healy, P. M. (1999). Review of the earnings management Literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Healy, P., & Palepu, K. (2000). Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405–440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Hepworth, S. R. (1953). Smoothing Periodic Income. *The Accounting Review*, 28(1), 32–39.
- Holland, D. (2004). Earnings Management: A Methodological Review of the Distribution of Reported Earnings Approach. *Department of Accounting and Finance Monash University, Clayton Campus*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.525242>
- Hope, O.-K., & Thomas, W. B. (2008). *Managerial Empire Building and Firm Disclosure* (SSRN Scholarly Paper N.º 997864). <https://doi.org/10.2139/ssrn.997864>
- Hubbard, R. G. (1997). Capital-market imperfections and investment. *National Bureau of Economic Research*. <https://www.nber.org>
- Hurt, D. N., Kreuze, J. G., & Langsam, S. A. (2000). Auditing to combat revenue recognition fraud. *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 11(4), 51–59. [https://doi.org/10.1002/1097-0053\(200005/06\)11:4](https://doi.org/10.1002/1097-0053(200005/06)11:4)
- IFRS - IFRS 15 Receitas de contratos com clientes*. (2022). <https://www.ifrs.org>
- IPCG. (2012). *Código de Governo das Sociedades*. <https://cam.cgov.pt>
- Jara, M., & López, F. J. (2011). Earnings Management and Contests for Control: An Analysis of European Family Firms. *Journal of Centrum Cathedra: The Business and Economics Research Journal*, 4(1), 100–120. <https://doi.org/10.7835/jcc-berj-2011-0053>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *Social Science Research Network*. <https://papers.ssrn.com>
- 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)

- Jiraporn, P., Miller, G. A., Yoon, S. S., & Kim, Y. S. (2008). Is earnings management opportunistic or beneficial? An agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 17(3), 622–634. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2006.10.005>
- John, N., Obiorah, J., & Ekesiobi, C. (2015). Assessing the Risk of Fraud in Published IFRS and Nigerian GAAP Financial Reports: A Comparative Application of the Beneish Models. *IUP Journal of Accounting Research & Audit Practices*, 14, 21–42.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Katherine Schipper. (1989). Cometary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, Vol. 3, Issue 4, p91-102.
- Kent, P., Monem, R., & Cuffe, G. (2008). Droughts and big baths of Australian agricultural firms. *Pacific Accounting Review*, 20(3), 215–233. <https://doi.org/10.1108/01140580810920218>
- Kighir, A., Omar, N., & Mohamed, N. (2013). Opportunities, motivations and approaches of earnings management: A structured theoretical review of the corporate virus. *International Journal of Auditing Technology*, 1(3/4), 312. <https://doi.org/10.1504/IJAUDIT.2013.057730>
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. (2007). Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital. *Journal of Accounting Research*, 385–420.
- Lassaad, B. M. (2013). Communication about Environmental Information: What Drives the Effect on Income Smoothing as Proxy of Earnings Quality? *Journal of Accounting & Marketing*, 2(1). <https://doi.org/10.4172/2168-9601.1000102>
- Lenard, M. J., & Yu, B. (2012). Do Earnings Management and Audit Quality Influence Over-Investment by Chinese Companies? *International Journal of Economics and Finance*, 4(2), p21. <https://doi.org/10.5539/ijef.v4n2p21>
- Leone, A. J., Minutti-Meza, M., & Wasley, C. (2013). *Influential Observations and Inference in Accounting Research*. <https://business.uoregon.edu>
- Levitt, A. (1998). *The numbers game*. The CPA Journal. <https://www.proquest.com>
- Lopes, A. (2018). *Identificação da Manipulação de Resultados* [Católica Porto Business School]. <https://repositorio.ucp.pt>
- Lopes, A. B., & Iudícibus, S. de. (2012). *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Atlas. <https://repositorio.usp.br/item/002677156>

- Ma, H., & Jeong, K. (2022). The effects of accounting conservatism on investment decision: Evidence from listed companies in China. *Cogent Business & Management*, 9(1), Artigo 1. <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2093484>
- Maroco, J. (2021). *Análise de Equações Estruturais de João Marôco—Livro*. ReportNumber. <https://www.wook.pt/livro/analise-de-equacoes-estruturais-joao-maroco/24699200>
- Marques, M. (2009). A Problemática do Earnings Management e suas Implicações. *Jornal de Contabilidade - Apotec*, n.º 391. <https://www.academia.edu>
- McKee, T. E. (2005). *Earnings Management: An Executive Perspective* (1st edition). Cengage Learning.
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4), 313–345. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(00\)00018-1](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(00)00018-1)
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does Earnings Management Affect Firms' Investment Decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571–1603. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.6.1571>
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1–31. <https://doi.org/10.2307/2491176>
- Messod D. Beneish. (2001). Earnings Management: A Perspective. *Managerial Finance*, 27, 3–17.
- Michael C. Jensen, William H. Meckling, & University of Rochester. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, V. 3(No. 4), 305–360.
- Miranda, Ricardo José Pinto. (2009). *Qual a relação entre o pensamento crítico e a aprendizagem de conteúdos de ciências por via experimental? Um estudo no 1º Ciclo* [Universidade de Lisboa]. <https://repositorio.ul.pt>
- Moreira, A. J. (2008). *A Manipulação dos Resultados nas Empresas: Um contributo para o estudo do caso Português*.
- Mulford, C., & Comiskey, E. (2002). The financial numbers game: Detecting creative accounting practices. *Choice Reviews Online*, 39(10), 39-5905-39–5905. <https://doi.org/10.5860/CHOICE.39-5905>
- OCDE. (2004). *Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico*. <https://www.oecd.org>

- Oliveira, J. da S., Azevedo, G. M. do C., & Ferreira, A. da C. S. (Eds.). (2019). *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*: IGI Global. <https://doi.org/10.4018/978-1-5225-7817-8>
- Omar, N., Sulaiman, S., Rahman, R., Danbatta, B., & Sulaiman, S. (2014). Management Disclosure and Earnings Management Practices in Reducing the Implication Risk. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.014>
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados* [Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade, Universidade de São Paulo]. <https://doi.org>
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2001). The characteristics of firms subject to adverse rulings by the Financial Reporting Review Panel. *Accounting and Business Research*, 31(4), 291–311. <https://doi.org/>
- Penman, S. H. (2012). *Financial statement analysis and security valuation* (4th ed). McGraw-Hill/Irwin.
- Pereira, Â., Pereira, C., Gomes, L., & Lima, A. (2023). Do Taxes Still Affect Earning Persistence? *Administrative Sciences*, 13(2), Artigo 2. <https://doi.org/10.3390/admsci13020048>
- Pereira, C. M., Monteiro, A. P., Pereira, S., & Coutinho, C. (2023). The relationship between investment and accounting conservatism: A study applied to small and medium-sized Portuguese companies. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 15(1), Artigo 1. <https://doi.org/10.5380/rcc.v15i1.83719>
- Phillips, J., Pincus, M., & Rego, S. O. (2003). Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense. *The Accounting Review*, 78(2), 491–521.
- Phillips, R., Freeman, R., & Wicks, A. (2005). What Stakeholder Theory Is Not. *Business Ethics Quarterly*, 13. <https://doi.org/10.2307/3857968>
- Pimenta, C., & Afonso, Ó. (2012). Notes on the epistemology of fraud. *Working Papers*, 29.
- Queiroz, J. M., & Almeida, J. E. F. de. (2017). EFFECTS OF THE POSITIVE ACCOUNTING THEORY HYPOTHESES ON FINANCIAL REPORTING QUALITY. *Revista Universo Contábil*, 13(3), 50–69. <https://doi.org/10.4270/ruc.2017>

- Ramos Montesdeoca, M., Sánchez Medina, A., & Blázquez Santana, F. (2019). Research Topics in Accounting Fraud in the 21st Century: A State of the Art. *Sustainability*, 11(6), 1570. <https://doi.org/10.3390/su11061570>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2), 159–189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research* (Vol. 3). <https://doi.org/10.1007/978-0-387-25771-6>
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.01.002>
- Safdar, R., & Yan, C. (2016). Managing accruals for income smoothing: Empirical evidence from Pakistan. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6, 372–387. <https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2014-0038>
- Schilit, H. (2010). Financial Shenanigans: Detecting Accounting Gimmicks that Destroy Investments. *CFA Institute*. <https://www.academia.edu>
- Senan, N. A. M. (2019). Ability of earnings and cash flows in forecasting future cash flows: A study in the context of Saudi Arabia. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(1), 13.
- Sergio Linhares, F., Moraes Da Costa, F., & Xavier Beiruth, A. (2018). Earnings management and investment efficiency. *Review of Business Management*, 20(2), 295–310. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i2.3180>
- Shen, C.-H., Luo, F., & Huang, D. (2015). Analysis of earnings management influence on the investment efficiency of listed Chinese companies. *Journal of Empirical Finance*, 34, 60–78. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2015.08.003>
- Shin, H.-H., & Kim, Y. H. (2002). Agency Costs and Efficiency of Business Capital Investment: Evidence from Quarterly Capital Expenditures. *Journal of Corporate Finance*. <https://papers.ssrn.com/abstract=274559>
- Skaife, H. A., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). *Corporate Governance and the Cost of Equity Capital*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.639681>
- Stein, J. C. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 655. <https://doi.org/10.2307/2937861>
- Stevenson, W. J. (2001). *Estatística Aplicada à Administração* (1ª edição). Harbra.

- Tay, J. S. W., & Parker, R. H. (1990). Measuring International Harmonization and Standardization. *Abacus*, 26(1), 71–88. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1990.tb00233.x>
- Toumeh, A. A., & Yahya, S. (2019). A Review of Earnings Management Techniques: An IFRS Perspective. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 11(3), 14.
- Udoayang, J. O., Uwah*, U. E., Department of Accounting, Faculty of Management Science, Akwa Ibom State University, Obio Akpa Campus, Nigeria., Asuquo, A. I., & Department of Accounting, Faculty of Management Sciences, University of Calabar, Nigeria. (2020). Optimizing Return on Assets through Investment in Property, Plant and Equipment: Evidence from Listed Nigerian Manufacturing Companies. *International Journal of Management and Humanities*, 4(10), 50–57. <https://doi.org/10.35940/ijmh.J0950.0641020>
- Verdi, R. S. (2006). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.930922>
- Vila, A. (2012). *A Manipulação de Resultados Contabilísticos: Uma Revisão da Literatura* [Iniversidade da Beira Interior]. <https://ubibliorum.ubi.pt/bitstream/>
- Vladu, A. B., & Cuzdriorean, D. D. (2014). Detecting Earnings Management: Insights from the Last Decade Leading Journals Published Research. *Procedia Economics and Finance*, 15, 695–703. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00542-5](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00542-5)
- Vogt, S. C. (1994). The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms. *Financial Management*, 23(2), 3–20. <https://doi.org/10.2307/3665735>
- Vorst, P. J. (2016). Real Earnings Management and Long-Term Operating Performance: The Role of Reversals in Discretionary Investment Cuts. *Accounting Review*, 91(4), 1219–1256. <https://doi.org/10.2308/accr-51281>
- Wasiuzzaman, S., Sahafzadeh, I., & Rezaie Nejad, N.-. (2015). Prospect theory, industry characteristics and earnings management: A study of Malaysian industries. *Review of Accounting and Finance*, 14(3), 324–347. <https://doi.org/10.1108/RAF-07-2014-0075>
- 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. (1979). The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review*, 54(2), 273–305.

- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*.
<https://papers.ssrn.com/abstract=928677>
- Y., Chen, C., & Huang, S. (2010). An appraisal of financially distressed companies' earnings management: Evidence from listed companies in China. *Pacific Accounting Review*. <https://doi.org/10.1108/01140581011034209>
- Yoshikawa, H. (1980). On the «q» Theory of Investment. *American Economic Review*, 70(4), 739.
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the Trade-Off between Real Activities Manipulation and Accrual-Based Earnings Management. *The Accounting Review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>

APÊNDICES

Apêndice I - CAEs selecionados para a amostra

CAE	Descrição	Número de Empresas	Porcentagem
1	Agricultura, produção animal, caça e atividades dos serviços relacionados	93	3,0%
8	Outras indústrias extrativas	53	1,7%
10	Indústrias alimentares	240	7,8%
11	Indústria das bebidas	75	2,4%
13	Fabricação de têxteis	151	4,9%
14	Indústria do vestuário	143	4,7%
15	Indústria do couro e dos produtos do couro	102	3,3%
16	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, exceto mobiliário; fabricação de obras de cestaria e de espartaria	105	3,4%
17	Fabricação de pasta, de papel e cartão e seus artigos	54	1,8%
18	Impressão e reprodução de suportes gravados	54	1,8%
20	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, exceto produtos farmacêuticos	76	2,5%
22	Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas	132	4,3%
23	Fabrico de outros produtos minerais não metálicos	174	5,7%
28	Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.	137	4,5%
29	Fabricação de veículos automóveis, reboques, semi-reboques e componentes para veículos automóveis	46	1,5%
31	Fabrico de mobiliário e de colchões	90	2,9%
33	Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos	44	1,4%
41	Promoção imobiliária; construção de edifícios	149	4,8%
42	Engenharia civil	119	3,9%
43	Atividades especializadas de construção	125	4,1%
45	Comércio, manutenção e reparação, de veículos automóveis e motocicletas	261	8,5%
49	Transportes terrestres e transportes por oleodutos ou gasodutos	150	4,9%
52	Armazenagem e atividades auxiliares dos transportes	92	3,0%
55	Alojamento	214	7,0%
62	Consultoria e programação informática e atividades relacionadas	60	2,0%
71	Atividades de arquitetura, de engenharia e técnicas afins; atividades de ensaios e de análises técnicas	67	2,2%
86	Atividades de saúde humana	67	2,2%
	Total	3073	100,0%