



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS E FALÊNCIA
DE EMPRESAS***

Dilia Lebre Carreira

Leiria, setembro de 2017

Esta página foi intencionalmente deixada em branco



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS E FALÊNCIA
DE EMPRESAS***

Dilia Lebre Carreira

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Inês Margarida Cadima Lisboa, Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria

Leiria, setembro de 2017

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

Um agradecimento especial à minha orientadora a Doutora Inês Margarida Cadima Lisboa, por ter aceite desenvolver este projeto de investigação comigo, uma pessoa que respeito e admiro profundamente. As suas indicações foram de extrema importância para o presente trabalho. Obrigado por todo o apoio, dedicação e conhecimento transmitidos ao longo do desenvolvimento deste estudo.

Gostaria também de agradecer aos meus pais, Artur Carreira e Deolinda Carreira, pela oportunidade que me deram para chegar até aqui, mostrando-me os princípios de honestidade, respeito ao próximo e justiça.

Agradeço ao meu irmão, Adão Carreira, que sempre demonstrou carinho, amizade e, acima de tudo, uma relação de cumplicidade, motivando-me sempre a alcançar um melhor desempenho.

E por fim, mas não menos importante agradeço à minha grande amiga, Alexandra Azevedo, pela paciência em ouvir inúmeras reclamações, angústias e alegrias em todos os momentos desta dissertação.

A todos o meu profundo agradecimento.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

A informação financeira que é disponibilizada pelas empresas nem sempre é a mais verdadeira e espelha a sua situação real. As empresas tendem a manipular resultados com o intuito de obterem benefícios próprios, ludibriando todas as partes interessadas. São diversos os motivos que levam as empresas a manipular resultados, dentro dos quais se destacam três tipos: incentivos oriundos do mercado de capitais, incentivos contratuais e incentivos regulatórios.

O presente estudo visa analisar se as empresas que recorreram ao plano de revitalização na modalidade PER (Plano Especial de Revitalização) no ano de 2012 manipularam resultados e se essa manipulação foi superior antes ou após a entrada no programa. É espectável que as empresas para chegarem a uma situação de insolvência manipulem resultados no sentido negativo, isto é, vão “destruindo” resultados de modo a satisfazerem objetivos pessoais dos seus gestores. Aquando a situação de insolvência, estudos prévios verificaram que as empresas manipulam resultados com o intuito de apresentarem uma imagem melhor do que efetivamente possuem e assim conseguirem manter as suas relações com os stakeholders. Após a insolvência a manipulação de resultados pode continuar a existir mas prevê-se que essa manipulação seja superior antes da empresa recorrer ao plano de revitalização dado que pretendem obter ajuda financeira de forma a evitar uma situação económica e financeira desfavorável que impossibilitaria o pedido de ajuda. Adicionalmente, após a entrada no programa, as empresas são acompanhadas por um gestor de insolvência, existindo por isso maior controlo.

Para cumprir os objetivos estipulados foi recolhida e analisada informação financeira de 1019 empresas que recorreram ao programa PER no ano de 2012. A informação foi recolhida para o período compreendido entre 2009 e 2015. O período foi posteriormente dividido em dois horizontes temporais iguais: antes da entrada no programa (2009 a 2011) e após (2013 a 2015). O ano de 2012 não foi considerado nesta sub-amostra por ser o ano referente ao pedido de revitalização. Para obter resultados foram utilizados três modelos que incidem sobre a manipulação de resultados através dos *accruals*: o modelo de Jones (1991), o modelo de Dechow, Sloan & Swenney (1995) e o modelo de Kothari, Leone & Wasley (2005).

Os resultados obtidos demonstram que as empresas da amostra manipulam resultados e que essa manipulação é superior antes de recorrerem ao apoio de revitalização, tal como era

esperado. Esses resultados vão de encontro ao facto das empresas em dificuldades financeiras manipularem resultados para conseguirem manter as suas relações com todos os *stakeholders* e que essa manipulação é menor quando o controlo é superior.

Palavras-chave: Manipulação de Resultados, Gestão de Resultados, *Accruals*, Programa de Revitalização, PER

Abstract

Firms not always show financial information that reflects its truer and real situation. They tend to manage earnings in order to have their own benefits by deceiving all stakeholders. There are several reasons to manage earnings, which can be grouped into three types: incentives from capital markets, contractual incentives and regulatory incentives.

The present study aims to analyze whether firms which enter in 2012 for the revitalization plan, namely the PER modality (Special Revitalization Plan, or in Portuguese Plano Especial de Revitalização) manipulate earnings and whether this manipulation was higher before or after entering the program. Firms to become insolvent may negatively manage earnings to expropriate the firm's value to meet manager's personal aims. When meeting bankruptcy, previous studies found that firms engage in earnings management to exhibit a better picture than the actual one and sustain the actual relationships with stakeholders. After looking for economic revitalization, earnings management may still exist but such management is expected to be superior before entering the revitalization program since firms look for financial assistance to surpass turbulences in their economic and financial situation. Moreover, after entering the program, these firms are controlled by an insolvency manager, which limit their opportunity to engage in earnings management.

For this reason financial information of 1019 firms which used PER in the year of 2012 was collected and analyzed. The information refers to the period between 2009 and 2015. The period was also divided into two: before entering the program (2009 to 2011) and afterwards (2013 to 2015). The year of 2012 was not considerate as it was when the firm enter to the revitalization program. Three models based on earnings management through *accruals* were used: the Jones model (1991), the Dechow, Sloan and Sweeney model (1995) and the Kothari, Leone and Wasley model (2005).

The main results show that firms manage earnings and that this management is higher before the firm look for the revitalization program, as expected. Firms with financial problems need to manage earnings in order to sustain their relationships with all stakeholders. When firms are controlled, their probability to engage earnings management reduces.

Keywords: Earnings management, *Accruals*, Revitalization program, PER

Lista de Gráficos

Gráfico 1 - Amostra por tipo de constituição de empresas.....	30
Gráfico 2 - Amostra por setor de atividade.....	30
Gráfico 3- N.º de processos PER por distrito	31

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1: Estudos sobre insolvência e a manipulação de resultados	23
Tabela 2: Estatísticas Descritivas.....	35
Tabela 3: Correlações	36
Tabela 4: Estatísticas Descritivas dos <i>Accruals</i>	37
Tabela 5: Comparação dos valores antes e depois da entrada no programa Revitalizar.....	38

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas

A - Ativo

AC – Ativo corrente

CFO – Cash flow

CIRE – Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CMVMC- Custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas

CR - Contas a receber líquidas

DA - *Accruals* discricionários

Depr - Depreciações

Disp – Disponibilidades

Div – Financiamentos e empréstimos de curto prazo

IC – Ativo fixo

IAPMEI – Instituto de Apoio às Pequenas e Médias Empresas e à Inovação

INE - Instituto Nacional de Estatística

IRS – Imposto sobre o Rendimento Singular

N- Número de observações da amostra

NCRF - Normas de Contabilização e Relato Financeiro

NDA - *Accruals* não discricionários

PC – Passivo corrente

PER – Plano Especial de Revitalização

PMEs – Pequenas e Médias Empresas

PWC – PricewaterhouseCoopers

ROA – Rendibilidade do Ativo

SIREVE - Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial

SNC - Sistema de Normalização Contabilística

Std – Desvio padrão

TA – *Accruals* totais

UE- União Europeia

VND – Vendas

WC- Working capital

Índice

AGRADECIMENTOS	III
RESUMO	V
ABSTRACT	VII
LISTA DE GRÁFICOS	VIII
LISTA DE TABELAS	X
LISTA DE SIGLAS	XII
ÍNDICE	XIV
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DA LITERATURA	5
2.1. Definição de Manipulação de Resultados	5
2.2. Incentivos à manipulação de resultados	8
2.3. Formas de detetar a manipulação de resultados	11
2.4. Manipulação de resultados e insolvência de empresas	22
3. AMOSTRA, MODELO E VARIÁVEIS	29
3.1. CRISE FINANCEIRA 2007/2008	29
3.2. PROGRAMA DE REVITALIZAÇÃO	30
3.3. AMOSTRA	32
3.4. MODELO SELECIONADOS	34

3.5. VARIÁVEIS	37
4. RESULTADOS	40
5. CONCLUSÃO	43
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	46

1. Introdução

A manipulação de resultados não é um tema novo, no entanto os estudos sobre esta temática têm-se intensificado nos últimos anos. A crise financeira de 2007/2008 veio atrair atenções para esta área dado que muitas empresas consideradas solventes entraram em falência, levantando questões sobre a veracidade da informação financeira comunicada.

De facto, as empresas, por vezes, utilizam a flexibilidade do normativo contabilístico, para apresentarem a informação financeira mais conveniente para comunicar às partes interessadas (Beneish, 1999). São diversos os motivos que levam as empresas a manipular os seus resultados, sendo que estes se podem agrupar essencialmente em três grupos: incentivos resultantes do mercado de capitais, incentivos contratuais e incentivos regulatórios (Healy & Wahlen, 1999).

Os incentivos oriundos do mercado de capitais estão relacionados com a alteração da perceção do risco. Existe uma penalização (redução do preço das ações) do mercado de capitais às empresas que apresentem resultados negativos. Este facto faz com que os gestores tendam a manipular os resultados evitando a divulgação de resultados negativos. No que diz respeito aos incentivos contratuais, estes relacionam-se quer com os contratos de endividamento quer os contratos de bónus aos gestores. Normalmente, as cláusulas dos contratos são efetuadas de acordo com os resultados de determinados rácios (contabilísticos e de solvabilidade), pelo que os gestores tendem a gerir os resultados para cumprirem os rácios ideais e assim manterem as mesmas condições de crédito ou acederem a novos. Quanto aos contratos de bónus, por vezes as empresas estabelecem que os gestores recebem bónus caso os níveis de desempenho sejam superiores, sendo o valor recebido baseado nos resultados da empresa. Isto conduz o gestor a manipular os resultados com o intuito de obter benefícios próprios. Por fim, os incentivos regulatórios dizem respeito ao contexto económico-empresarial e legal das empresas. A presença de legislação e entidades fiscalizadoras e reguladoras tem influência nas atitudes dos gestores, que tentam obter o máximo de benefícios, quer privados quer empresariais.

Em Portugal, a generalidade das empresas são de pequena e média dimensão. Estima-se (dados de 2015) que 99,9% sejam Pequenas e Médias Empresas – PME (Pordata, 2016).

Existe uma proximidade entre os acionistas e os gestores das empresas, dado que, como as empresas são maioritariamente de pequena dimensão e o próprio dono é quem gere a empresa, as empresas estão muito dependentes de endividamento bancário para conseguirem subsistir num ambiente cada vez mais competitivo (Alves, 2014). Assim, um dos principais motivos para manipular resultados refere-se ao cumprimento de contratos, nomeadamente de contratos bancários, sendo o outro a questão do imposto sobre o rendimento, dado que a contabilidade e a fiscalidade estão relacionadas. As empresas alteram a informação financeira quer para aceder a financiamento bancário e assim reforçar a sua tesouraria e/ou necessidades de financiamento, quer para obter taxas de juro mais baixas (Moreira, 2006). Esta situação pode ser exacerbada quando as empresas apresentam problemas financeiros (McNichols & Stubben, 2008).

Em 2012 o conselho de ministros Português criou o programa Revitalizar nas medidas PER (Plano Especial de Revitalização) e SIREVE (Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial) com o objetivo de revitalizar empresas em risco de insolvência mas consideradas economicamente viáveis (Programa Revitalizar, 2012). O objetivo era criar um contexto legal apropriado à revitalização de empresas, estabelecer regras que possibilitassem a revitalização de empresas em que os credores principais fossem a administração fiscal e a segurança social, fortalecer os instrumentos financeiros reservados ao financiamento de capitais de risco, e de melhorar a interação das empresas com instrumentos financeiros do sistema financeiro e do estado.

Analisando 1019 empresas que recorreram ao PER em 2012, o objetivo deste trabalho é analisar se as empresas em insolvência manipulam os seus resultados. Franceschetti & Koschtial (2013) verificaram que as empresas com dificuldades financeiras manipulam mais resultados do que as empresas solventes. Por um lado, as empresas para chegarem a uma situação de insolvência podem ter manipulado resultados, expropriando riqueza da empresa. Chegando a uma situação de insolvência, a ideia destas empresas é mostrar ao exterior que a sua situação financeira não é tão crítica e, deste modo, não terem consequências como dificuldade no acesso ao crédito, dificuldades em estabelecer parcerias com fornecedores e clientes, entre outros. Adicionalmente, pretende-se verificar se as empresas manipulam mais os resultados antes de entrarem no programa ou após. Para entrarem no programa de revitalização as empresas têm de ser consideradas economicamente viáveis, logo é normal que a tendência seja para manipular mais os resultados antes da entrada no programa. Adicionalmente, após a entrada as empresas são acompanhadas por um gestor de

insolvência. Este controlo irá evitar que as empresas manipulem os resultados, logo a qualidade da informação financeira deverá ser superior (Dechow, Sloan & Sweeney, 1996).

Analisando a informação financeira das referidas empresas no horizonte temporal de 2009 a 2015 e, aplicando o modelo de Jones (1991) que utiliza a abordagem de regressões para controlar os *accruals* não discricionários e estimar de forma indireta o valor dos *accruals* discricionários, aplicando o modelo modificado de Jones de Dechow *et al.* (1995) que se diferencia do modelo tradicional de Jones pelo facto de existir uma associação de que as vendas a crédito são discricionárias e aplicando o modelo de Kothari *et al.* (2005) na vertente de manipulação através dos *accruals*, os resultados evidenciam manipulação de resultados antes e depois das empresas procurarem apoio. Adicionalmente, o período analisado foi subdividido em dois: antes da entrada no programa (2009-2011) e após a entrada no programa (2013-2015). Os resultados sugerem que apesar de existir manipulação depois das empresas recorrerem ao programa, a manipulação efetuada antes de pedido apoio é substancialmente maior. Estes resultados vão de encontro às expectativas e aos resultados obtidos anteriormente por Franceschetti & Koschtial (2013).

Este trabalho é relevante quer em termos académicos quer em termos práticos. Sendo o primeiro trabalho a analisar os tópicos revitalização de empresas e manipulação de resultados, não existindo conhecimento de outras que abordem esta questão específica. A revitalização de empresas é um tópico relativamente novo e por isso menos analisado. Assim, este estudo contribui para ampliar a literatura existente. Adicionalmente, permite às entidades competentes perceberem que nem sempre a informação transmitida pelas empresas é a verídica. Deste modo, a informação a analisar para permitir a entrada das empresas nos programas de revitalização não deverá ser apenas a dos últimos anos e também não deverá ser apenas informação financeira. Por fim, é certo que a resolução definitiva da manipulação de resultados vai ser difícil de alcançar, mas um maior conhecimento irá permitir um maior controlo e aplicação de medidas que poderão desmotivar as empresas para estas práticas.

A presente dissertação está organizada em cinco capítulos. Após este primeiro capítulo onde é feito um enquadramento do tema, são apresentados os objetivos do trabalho e principais conclusões, segue-se o segundo capítulo, onde é efetuada uma revisão bibliográfica sobre o tema da manipulação de resultados, fraude e insolvência de empresas, são descritos os principais modelos presentes na literatura e alguns dos incentivos à manipulação de

resultados. De seguida, o terceiro capítulo, é composto pela amostra, modelos escolhidos no presente estudo e variáveis utilizadas. O quarto capítulo apresenta os principais resultados do estudo e respetiva discussão. Por fim, no quinto capítulo são apresentadas as principais conclusões.

2. Revisão da Literatura

Para melhor entendimento da temática em questão, a revisão da literatura está estruturada em tópicos. No primeiro tópico é efetuada uma explicação sobre o tema manipulação de resultados e são apresentados os conceitos de manipulação de resultados e de fraude. No segundo tópico são identificados os incentivos. As formas de detetar a manipulação de resultados estão patentes no terceiro tópico. Por fim, o último tópico relaciona a manipulação de resultados com a temática de insolvência de empresas.

2.1. Definição de Manipulação de Resultados

Num mercado extremamente globalizado as empresas têm de enfrentar diversas adversidades económicas e financeiras para conseguirem desenvolver os seus produtos e serviços e conseguirem deter uma posição ativa nos mercados. Por vezes, a informação que disponibilizam através das suas demonstrações financeiras nem sempre é a mais correta, verdadeira e apropriada. É neste contexto que surge a manipulação de resultados.

Não existe uma única definição de manipulação de resultados, evidenciando a complexidade da temática Beneish (1999). Segundo Davidson, Stickney & Weil (1987) a manipulação de resultados é definida como um método em que deliberadamente, mas dentro dos princípios contabilísticos, se estabelecem opções contabilísticas com o objetivo de obter um resultado específico. Schipper (1989) definiu o conceito de *earnings management*, em português, manipulação de resultados, como a aptidão que um gestor tem de intervir na informação financeira e na sua divulgação com o propósito de conseguir vantagens, disfarçando a realidade da atividade da empresa de forma a disponibilizar informação mais “elegante”. O autor refere que a manipulação de resultados é um processo de divulgação externa, que é baseado na visão das demonstrações financeiras, considerando que a ocorrência de manipulação de resultados acontece com o objetivo de obter um determinado benefício privado.

Para Healy & Wahlen (1999) a manipulação de resultados é a atividade que surge quando os gestores alteram os relatórios financeiros para ludibriar os utilizadores sobre o

desempenho das empresas. A manipulação pode ocorrer nos diversos demonstrativos financeiros, sejam eles a demonstração de resultados, a demonstração de alteração de capitais próprios, o balanço, a demonstração de fluxos de caixa ou até os anexos. No entanto para Villarroya (2003) a manipulação de resultados visa somente os resultados, considerando que os ativos e os passivos são suscetíveis de manipulação. Estas ações traduzem-se assim em manipulação de resultados.

Dechow *et al.* (1996) e Baralexis (2004) referem-se ao conceito de manipulação de resultados como uma situação mais ampla. Os autores consideram que as situações de fraude em que se violam os princípios contabilísticos são uma forma de manipular os resultados de uma entidade. Ronen & Yaari (2008) por sua vez definiram manipulação de resultados como uma estratégia de resultados contabilísticos resultante da discricionariedade dos órgãos de gestão no que respeita a opções contabilísticas e fluxos de caixa operacionais, com o objetivo de alterar os resultados de uma empresa quer sejam negativamente ou positivamente.

O paradigma da manipulação de resultados não é mais do que uma forma de chegar a um determinado resultado, seja ele positivo ou negativo para conseguir atingir um objetivo num futuro próximo. A flexibilidade existente nas normas contabilísticas faz com que a prática de manipulação de resultados seja recorrente por parte dos gestores em situações determinantes da atividade das empresas (Davidson, Stickney & Weil, 1987, Koumanakos, Siriopoulos & Georgopoulos, 2005).

Numa definição concisa a manipulação de resultados não é mais do que um conjunto de situações sobre as quais os gestores interferem nas demonstrações financeiras de uma entidade, com o objetivo de as modificar, influenciando o cumprimento de obrigações que resultam dos relatórios contabilísticos. Desta forma o atual trabalho vai refletir, para o próprio entendimento, a intervenção que os gestores têm, de forma deliberada e consciente, de alterarem os demonstrativos financeiros para proveito das entidades de forma a ganhar uma vantagem, seja ela financeira ou de posicionamento no mercado.

Quando é referido o conceito de manipulação de resultados é feita uma ligação intuitiva ao conceito de fraude. Entende-se por fraude a atividade, ou um conjunto de ações ou atitudes que, sendo pouco honesta, tem a finalidade de prejudicar ou ludibriar outrem (Pickett, 2010). Esta atividade ou comportamento é penalizada e punida legalmente.

Esta ligação entre os dois conceitos está associada ao aspeto da manipulação de resultados resultar em grande parte, de distorções praticadas por alguém agindo deliberadamente com um propósito. No entanto, não quer dizer com isto que estes conceitos estejam interligados infundavelmente. A fraude é uma atividade que está associada a práticas ilegais, enquanto a manipulação de resultados está associada ao *framework* legal (Jones, 2011). De facto, pode ocorrer manipulação de resultados sem que ocorra fraude, ou seja, dentro dos limites dos princípios contabilísticos. O conceito de manipulação de resultados apresentado por alguns autores de referência na literatura, nomeadamente, Schipper, (1986), Healy & Wahlen, (1999), não incorpora o termo fraude contabilística. Quer isto dizer que apesar de existir um conjunto de decisões e atividades que afetam a informação financeira de uma determinada empresa, esta é efetuada dentro dos limites legais imposto nos códigos fiscais e contabilísticos. No entanto as lacunas que existem dentro dos códigos e nas NCRF (Normas Contabilísticas de Relato Financeiro) podem deixar margem para os gestores ludibriarem os resultados.

A existência de discricionariedade em diversas normas contabilísticas permite aos gestores efetuar escolhas de mensuração contabilísticas em função de outros incentivos que geram relatórios contabilísticos díspares demonstrando assim de forma inapropriada e falsa todos os aspetos materialmente relevantes e ainda a posição financeira da entidade num determinado momento.

Deste modo, é de extrema importância realçar a distinção entre fraude e manipulação de resultado e práticas que envolvem a realização de estimativas enviesadas, efetuadas com propósitos independentes da realidade do negócio, mas possíveis pelo normativo. A manipulação de resultados não é uma prática contabilística fraudulenta, a alteração nos resultados não decorre exclusivamente da manipulação dita “comum” como é o caso das alterações nas contas de gastos e rendimentos. A manipulação de resultados pode acontecer como consequência de uma decisão que afeta o fluxo de caixa de uma determinada empresa (Ronen & Yaari, 2008).

Para os autores Dechow *et al.* (1996) e Baralexis (2004), a manipulação de resultados é vista como uma forma mais global, onde as situações ilegítimas ou de fraude em que se violam princípios contabilísticos estão presentes. A intenção pré-determinada de distorcer a imagem da empresa de forma materialmente relevante é considerada como fraude (Mulford & Comiskey, 2011).

2.2. Incentivos à manipulação de resultados

A manipulação de resultados ocorre porque existem diversos incentivos que permitem apresentar resultados superiores ou inferiores àqueles que iriam ser apresentados num processo sem intervenção por parte dos gestores num determinado sentido (Beneish, 2001). Esta intervenção pode ser vista como resultados de pré-gestão.

As intervenções por parte da gestão não são de fácil observação, constando na literatura inúmeras hipóteses quanto aos motivos/incentivos que levam à existência de evidência que é interpretada como manipulação de resultados.

Segundo Healy & Wahlen (1999) existem variados incentivos que se podem agrupar essencialmente em três grupos: incentivos provocados pelo mercado de capitais, incentivos derivados de contratos e incentivos resultantes da regulação. Desta forma é apresentado de seguida uma breve análise dos três tipos de incentivos que os autores referem e da evidência empírica associada.

Incentivos derivados do mercado de capitais

O incentivo resultante do mercado de capitais provém do facto de existir um uso recorrente da informação contabilística disponível para a avaliação do valor da empresa. O objetivo principal é influenciar os retornos a curto-prazo, não desapontando o mercado quando existe uma abertura entre o desempenho da empresa e as expectativas dos *stakeholders* (Healy & Wahlen, 1999).

Uma vez que os investidores não tem acesso a toda a informação sobre as empresas, somente à que se encontra disponível, a manipulação visa influenciá-los de modo a alterar o preço das ações (Dechow & Skinner, 2000), nos mercados eficientes. Este comportamento por parte dos gestores é efetuado para conseguir proteger a reputação da empresa e a perceção de risco por parte dos investidores.

Empresas com resultados negativos podem ver a cotação das suas ações afetadas negativamente, uma vez que os investidores terão menores expectativas sobre as mesmas. Assim a manipulação de resultados ocorre com vista a exercer pressão sobre as previsões efetuadas (Degeorge, Patel, & Zeckhauser, 1999, Matsumoto, 2002). Os gestores manipulam

assim os resultados com o objetivo de apresentar lucros, resultados ou satisfazer as previsões financeiras.

Por sua vez, no caso de os resultados excederem as expectativas dos analistas, e estas mesmas expectativas serem revistas em alta os gestores podem manipular negativamente os resultados para evitar não conseguirem, atingir e/ou exceder essas previsões, futuramente (Degeorge *et al.*, 1999).

Adicionalmente, alguns gestores tendem a manipular resultados no sentido de melhorar as expectativas dos investidores sobre uma empresa antes da emissão de ações (Viana, 2009). Assim, os gestores agem de forma oportunista com o objetivo de possuir no mercado ações a um preço superior ao que efetivamente teriam e, assim, influenciar os investidores.

Em modo de conclusão podemos afirmar que os gestores manipulam resultados com o objetivo de apresentar uma situação financeira positiva ou corresponder às previsões financeiras. Porém, segundo Burgstahler, Hail & Leuz (2006) as empresas cotadas divulgam resultados com maior detalhe informativo do que as não cotadas, estando assim menos sujeitas à manipulação de resultados. Em linha com esta ideia, Healy & Wahlen, (1999) sugerem que os investidores institucionais, que são orientados para o longo prazo, exercem um papel de controlo sobre os gestores “bloqueando” ou evitando assim a manipulação de resultados.

Incentivos Contratuais

Os incentivos contratuais podem constituir uma atração para a prática de manipulação de resultados, Healy & Wahlen (1999) corroboram a ideia de que a informação financeira é utilizada para auxiliar a regulação e monitorização dos contratos entre as empresas e as partes interessadas.

Um tipo de incentivos contratuais refere-se a bónus ou prémios contratuais dos gestores (Schipper, 1989, Healy & Wahlen, 1999). Os gestores podem ter uma componente variável da remuneração, normalmente indexada a medidas de desempenho. Consequentemente surge o incentivo de manipular resultados de forma a aumentar o desempenho da empresa e assim incrementar a riqueza pessoal dos gestores. Segundo Keating & Zimmerman (1999) e Watts & Zimmerman (1990) estes contratos são efetuados não apenas para aumentar a riqueza dos gestores, numa perspetiva económica, mas também e principalmente para aumentar a riqueza das diversas partes.

Uma outra forma de manipular resultados via incentivos contratuais diz respeito aos contratos de dívida. A manipulação de resultados pode ser assim analisada sob uma perspectiva temporal, antes ou depois do contrato estar em vigor (Watts & Zimmerman, 1990). Na perspectiva antes do contrato, as empresas podem praticar manipulação de forma a obterem uma variação do resultado menor e deste modo conseguirem financiamento a custos menores. A divulgação de resultados coerentes ao longo dos períodos permite obter financiamento com condições mais favoráveis e, portanto, mais apelativas para as empresas. Na perspectiva após, com o contrato de dívida em vigor, a manipulação de resultados pode ser praticada para evitar a violação de cláusulas contratuais que ponham em causa a continuidade do mesmo, pelo menos nas condições pré-estabelecidas (Keating & Zimmerman, 1999, Watts & Zimmerman, 1990).

Moreira & Pope (2007) verificaram no seu estudo que as empresas com resultados líquidos negativos têm mais tendência para manipular os resultados, pois são essas que veem normalmente o custo da dívida aumentar.

Incentivos Regulatórios

O último grupo de incentivos são os de origem regulatória. A manipulação de resultados em diversas situações é efetuada com o objetivo de contornar a legislação ou as leis da concorrência, evitando assim uma intervenção das autoridades reguladoras, as quais implicam custos políticos (Healy & Wahlen, 1999). Este facto indica que os aspetos legais da empresa podem influenciar as práticas de manipulação de resultados, como consequência da legislação e resultado da existência de um benefício associado com a prática de manipulação de resultados.

Empresas que apresentam alguma fragilidade a consequências políticas também apresentam incentivos para manipular resultados com o objetivo de mostrar uma imagem financeira positiva, ainda que singela. Keating & Zimmerman (1999) e Watts & Zimmerman (1990) verificaram ainda que a probabilidade de manipulação de resultados nestas condições é superior nas empresas com uma dimensão considerável devido ao custo político inerente.

De acordo com Schipper (1989) a manipulação de resultados no ambiente regulatório oferece uma possibilidade para aumentar esta prática. Se a manipulação de resultados surge pelo facto de existir normas que o permitam, as mudanças presentíveis no setor regulatório podem alterar o comportamento da manipulação de resultados.

Outro incentivo é a redução da carga tributária. As empresas são obrigadas por lei a elaborar os demonstrativos financeiros, sendo um dos objetivos principais a estimação do imposto sobre o rendimento a entregar ou a receber, à autoridade fiscal (Moreira, 2006). Este facto faz com que as empresas tendam a apresentar resultados menores do que os reais uma vez que o apuramento do imposto sobre o rendimento resulta dos resultados líquidos apresentados e desta forma veem assim a sua cara tributária diminuída.

Conclui-se assim que a legislação e o ambiente legal influenciam as empresas na prática de manipulação de resultados.

2.3. Formas de detetar a manipulação de resultados

Existem diversos métodos de deteção de manipulação de resultados, que são recorrentemente utilizados em estudos sobre o tema de manipulação de resultados. Uns têm por base a distribuição de frequências (Burgstahler & Dichev, 1997), outros a análise de variáveis e rácios (Rosner, 2003, Penman, 2012) e outros ainda a aplicação de modelos probit (Marques, 2008).

A manipulação de resultados é normalmente analisada de dois modos distintos: através dos *accruals* e através das operações reais. O primeiro modo é mais utilizado, dado que a manipulação de resultados através de operações reais é mais difícil de detetar e implica o conluio com outras partes (Peasnell, Pope & Young, 2000). Em termos de deteção, as ações de manipulação sobre os *accruals* são mais fáceis de detetar por parte de quem utiliza a informação financeira (Moreira, 2007).

No que diz respeito aos *accruals*, termo em inglês que se refere ao registo de transações financeiras antes destas gerarem receitas ou despesas, estes são a componente não monetária dos ganhos. Segundo Ronen & Yaari (2008) os *accruals* surgem quando há uma diferença entre o instante do fluxo de caixa e o instante do reconhecimento do resultado. De acordo com estes autores os *accruals* ocorrem quando existe uma falha entre o período do fluxo de caixa e o reconhecimento do resultado.

A soma dos fluxos de caixa com os *accruals* de uma determinada empresa num período de tempo, ou seja, por frações que dão origem a fluxos de caixa e por outros meios que ainda não são nem pagamentos nem recebimentos, constitui o resultado operacional.

Os *accruals* dividem-se em dois tipos: discricionários e não discricionários. Os *accruals* não discricionários estão relacionados com a atividade normal da empresa, dependem da variação nos níveis de receitas e dos valores dos ativos tangíveis. Já os *accruals* discricionários correspondem às intervenções intencionais dos gestores no sentido de produzirem os efeitos desejados sobre os resultados.

São exemplos de *accruals* discricionários a alteração de métodos de depreciação ou do método de valorização de inventários, a redução de imparidades, a alteração da vida útil dos ativos fixos, os diferimentos, entre outros (Healy & Whalen, 1999).

No que diz respeito ao modo, operações reais, segundo Roychowdhury (2006) estas resultam dos desvios das práticas operacionais normais, motivados pelo desejo dos gestores de induzir determinadas partes interessadas a acreditar em determinados objetivos dos relatórios financeiros no decurso normal das operações. Estas práticas não contribuem necessariamente para o valor da empresa, mesmo que permitam aos gestores atingirem os objetivos propostos.

São exemplos destas práticas o aumento das vendas derivado de descontos temporários ou do alargamento das condições de crédito dos clientes, a redução dos gastos com I&D (Investigação & Desenvolvimento) e com publicidade e a redução da margem bruta derivada da produção ser superior às vendas (Roychowdhury, 2006).

A manipulação através de operações reais pode reduzir o valor da empresa uma vez que as ações tomadas no presente para aumentar os resultados atuais podem ter efeitos negativos nos fluxos de caixa futuramente. Um exemplo disso são os descontos de preços, abruptos, para aumentar o volume de vendas de forma a conseguir atingir metas de resultados a curto-prazo que podem fazer com que os clientes esperem descontos nos preços futuramente. Este aspeto implica margens mais baixas nas vendas a médio e longo prazo.

Apesar dos estarem associados custos à manipulação de operações reais, é improvável que os gestores dependam exclusivamente da manipulação via *accruals* para manipularem os resultados. Mesmo que a manipulação de atividades reais potencie maiores custos a longo prazo na empresa, há razões para acreditar que os gestores esperam suportar maiores custos privados, no curto prazo, quando se envolvem em manipulação de *accruals*. Segundo pesquisas efetuadas pelos autores Bruns & Merchant (1990) e Graham, Harvey, & Rajgopal (2005), os gestores estão mais predispostos a efetuar manipulação de resultados através de operações reais do que através de *accruals*, pois a manipulação por *accruals* atrai a investigação dos auditores e existindo ainda risco associado a esta prática.

São diversos os modelos existentes na literatura para a detecção da manipulação de resultados. Abaixo são descritos os modelos considerados mais relevantes nesta temática.

Modelo de Healy (1985)

Healy (1985) analisou a manipulação de resultados através dos *accruals*. Utilizou os valores dos *accruals* totais como *proxies* da discricionariedade da gestão sobre os lucros. Para estimar os *accruals* não discricionários (NDA) propôs a seguinte equação:

$$NDA_t = \frac{\sum_t TA_t}{T}$$

Sendo os *accruals* totais (TA) calculados da seguinte forma:

$$TA_t = \frac{(\Delta AC_t - \Delta Disp_t) - (\Delta PC_t - \Delta Div_t) - Depr_t}{A_{t-1}}$$

Em que:

NDA – *Accruals* não discricionários;

TA – *Accruals* totais;

ΔAC - Variação anual do ativo corrente;

$\Delta Disp$ – Variação anual das disponibilidades (caixa e equivalentes);

ΔPC – Variação anual do passivo corrente;

ΔDiv – Variação anual dos financiamentos e empréstimos de curto prazo;

$\Delta Depr$ – Montante anual de gastos de depreciação e amortizações;

A - Ativos totais;

T - Ano da ocorrência de um determinado evento;

t – 1,2,...,T – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

O montante de *accruals* discricionários (DA) é encontrado pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários.

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

O modelo apresenta, contudo, diversas limitações sendo a mais relevante o facto de considerar que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo dos períodos analisados tendo média de zero no período estimado.

Modelo DeAngelo (1986)

Mais tarde, em 1986, DeAngelo estudou a manipulação de resultados avaliando primeiro as diferenças no total de *accruals*, assumindo que estas diferenças têm um valor de zero sob a hipótese nula de manipulação de resultados. Os *accruals* não discricionários (NDA) resultam das previsões totais do período anterior (escalonadas por ativos totais remanescentes) isto é:

$$NDA_t = TA_{t-1}$$

Neste caso os *accruals* totais (TA) são calculados do seguinte modo:

$$TA = \text{Resultado Operacional} - \text{Fluxos de Caixa Operacionais}$$

Os *accruals* discricionários (DA) são assim, calculados através da diferença entre os *accruals* totais (TA) e os não discricionários (NDA), como no modelo referido anteriormente.

Este modelo pode ser visto como um caso especial do modelo de Healy, (1985) em que o período de estimativa de acréscimos não discricionários é restrito à observação do ano anterior. Quando existe ausência de manipulação de resultados, o valor resultante da diferença entre os *accruals* não discricionários e os *accruals* totais será zero (Linda Elizabeth DeAngelo, 1986). Quer isto dizer que os *accruals* não discricionários no período t deverão ser iguais aos *accruals* totais do período $t - 1$.

Os modelos estudados por Healy (1985) e DeAngelo (1986) possuem uma característica comum, os autores usam os *accruals* totais do período de estimação para acharem os *accruals* não discricionários no período do evento. Se os *accruals* não discricionários se mostrarem constantes ao longo do tempo e os *accruals* totais tiverem um valor esperado de zero no período de estimação, então ambos os modelos calcularão os *accruals* não discricionários sem erro. Já se os *accruals* não discricionários forem variáveis, estes modelos vão estimar os *accruals* não discricionários com erro, visto que ambos os autores nos seus modelos pressupõem que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo do tempo, não sofrendo uma variação em função das circunstâncias económicas da empresa.

Modelo de Jones (1991)

O modelo de Jones (1991) é considerado como o principal modelo na literatura empírica da manipulação de resultados através dos *accruals*. Este autor utiliza a abordagem de regressões para controlar os *accruals* não discricionários e seguidamente estimar de forma indireta o valor dos *accruals* discricionários. Este modelo supõe que os *accruals* não discricionários dependem da variação das receitas e do montante de ativos fixos, isto é, o volume de *accruals* correntes necessários dependem da receita e os *accruals* não correntes (depreciação) dependem do montante de ativos fixos.

Para implementar o modelo é efetuada uma regressão múltipla para o total dos *accruals*. O modelo proposto é o seguinte:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

TA - *accruals* totais;

ΔVND -Variação nas vendas;

IC- Ativo Fixo;

A- Ativo total;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

No que diz respeito à variação nas vendas, esta é incluída no modelo uma vez que, as flutuações nas contas de fundo de maneo dependem das variações nas vendas. Já o ativo fixo é incluído para captar a respetiva parte de *accruals* totais relacionada com amortizações não discricionárias.

Em determinados estudos realizados só é efetuada a estimação da componente não discricionária dos *accruals* de curto prazo, *accruals* que estão relacionados com os ativos correntes, acabando por não ser incluída a variável IC como explicativa de *accruals* não correntes, as amortizações. Este aspeto é tido em conta derivado da manipulação recair sobre os *accruals* correntes, e não na transformação do nível das amortizações, pois o facto de existir uma alteração das políticas de amortização iria dar a entender que estava a ocorrer manipulação de resultados para os auditores e para os restantes utilizadores da informação (Teoh, Welch & Wong, 1998).

É de realçar que as variáveis são deflacionadas pelo ativo total de forma a diminuir a heteroscedasticidade e assim permitir efetuar comparações entre as empresas dado que é controlado o efeito de escala (Jones, 1991).

Os coeficientes estimados são utilizados para calcular os *accruals* não discricionários (NDA), conforme se pode observar na equação seguinte:

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha^1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha^2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha^3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

O presente modelo apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, permite que ocorra manipulação de resultados por via das vendas, apesar de concluir a sua inexistência em testes do modelo quando existiu de facto manipulação de resultados nas vendas. Alguns estudos presentes na literatura (e.g. Subramanyam, 1996) interrogam a capacidade deste modelo na separação da parte que sofre manipulação da parte que não sofreu manipulação dos *accruals*.

Adicionalmente, apesar de utilizar as variáveis ativo fixo da empresa e a variação das receitas, este modelo não consegue controlar as mudanças que surgem através das condições económicas. As variáveis que são usadas para fazer face as situações económicas podem estar “infectadas” pela manipulação de resultados (e.g. Subramanyam, 1996).

Kang & Sivaramakrishnan (1995) chamaram a atenção para variáveis omitidas, pois não existe um controlo dos *accruals* discricionários que dizem respeito aos custos e despesas. O facto de a variável ativo fixo bruto não controlar o tamanho da empresa pode também causar enviesamento nos coeficientes e, por sua vez, nos resultados. Por último, o modelo não controla os fluxos de caixa e fluxos de resultados.

Modelo de Jones Modificado – Dechow, Sloan & Sweeney (1995)

Dechow *et al* (1995) alteraram o modelo de Jones (1991) com o objetivo de eliminar a fonte de erro das receitas acima referida. De forma a dar resposta ao problema da manipulação de resultados derivado das contas de rendimentos que no modelo original de Jones são consideradas como *accruals* não discricionários, os autores modificaram o modelo original, corrigindo os rendimentos pelas contas de recebimentos.

Os autores indicam o seguinte modelo para estimar os *NDA*:

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{\Delta CR_{i,t}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

Em que:

NDA – *Accruals* não discricionários;

ΔVND - Variação nas vendas;

IC - Ativo Fixo;

A- Ativo total;

ΔCR - Contas a receber líquidas de um ano deduzidas das contas a receber líquidas do período anterior, divididas por A_{t-1} ,

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

As estimativas dos parâmetros são obtidas de forma igual à do modelo de Jones (1991), variando apenas a estimativa dos *accruals* não discricionários no período do evento. Neste modelo modificado existe uma associação de que as vendas a crédito no período são discricionárias. Este facto poderá ser impróprio em determinadas alturas, podendo levar

assim a uma rejeição da hipótese verdadeira (ausência de manipulação de resultados), visto que numa situação de crescimento das vendas é expectável um aumento das vendas a crédito.

O modelo modificado de Jones (Dechow *et al*, 1995) assume na sua maioria os mesmos problemas que já foram referidos no modelo anterior.

Modelo Distribucional de Burgstahler & Dichev (1997)

Outra forma de deteção de manipulação de resultados presente na literatura é o modelo desenvolvido por Burgstahler & Dichev (1997). Este modelo consiste na análise da distribuição de resultados detetando os pontos de descontinuidade (onde existem “irregularidades”) na distribuição. O estudo destes autores procurou encontrar evidências de manipulação resultados por parte das empresas para evitar apresentar uma diminuição de resultados ou apresentar prejuízos. A técnica utilizada tem por base determinar “irregularidades” na distribuição de resultados num determinado ponto de referência.

Este método é essencialmente virado para análises de resultados nulos, sendo expectável que ocorra manipulação de resultados com o objetivo de evitar perdas e que se verifique que haja uma redução anormal da frequência com pequenos resultados positivos.

Este modelo compara o número efetivo de observações num determinado intervalo com o número esperado para esse mesmo intervalo, dividido pelo desvio padrão da diferença que é obtido da seguinte forma:

$$Std = \frac{\sqrt{Np_1(1 - p_1) + N(p_{t-1} + p_{t+1})(1 - p_{t-1} - p_{t+1})}}{4}$$

Em que:

Std- Desvio Padrão;

N – Número de observações da amostra;

p – Probabilidade de uma observação cair no intervalo *t*.

De acordo com os autores Burgstahler & Dichev (1997) os modelos de análise gráfica permitem identificar a manipulação de resultados sem que haja a necessidade de recorrer a motivações ou determinados métodos que justifiquem a prática.

O modelo apresenta como vantagem a independência relativamente à estimação dos *accruals* anormais e ainda a capacidade de incluir nas observações em análise os efeitos de manipulação de resultados efetuados através da manipulação dos fluxos de caixa.

Modelo Dechow & Dichev (2002)

Ao contrário do modelo de Jones (1991) ou de Dechow *et al.* (1995) em que a deteção da manipulação de resultados assenta na verificação da qualidade dos *accruals* discricionários, o modelo Dechow & Dichev (2002) procura medir a qualidade dos *accruals* discricionários e não discricionários relacionando-os com os *cash flows*.

Estes autores referem que o modelo incorpora a intuição de que o calendário económico da empresa muitas vezes é diferente do calendário dos *cash flows*, e que os *accruals* permitem ajustar os problemas de tempo dos *cash flows*. Isto torna a performance económica mais fidedigna. Um exemplo, é o reconhecimento de um *accruals*, no presente, cujo respetivo *cash flow* apenas ocorre no futuro, o que implicará no futuro corrigir aquele *accrual*. Desta forma está-se a ajustar os dois calendários.

O problema coloca-se quando o valor do *cash flow* contabilizado no futuro difere do montante do *accrual* contabilizado. Neste caso terá que ser feita uma correção do *accrual* para que o caixa e equivalentes de caixa seja igual ao *accrual* inicialmente contabilizado, ou seja, será contabilizado um segundo *accrual*. Deste modo, quanto mais erros existirem dentro dos *accruals*, menor será a qualidade dos mesmos. Assim sendo, é pela medição dos erros de estimativa que Dechow & Dichev (2002) testam a qualidade dos *accruals*.

$$\Delta WC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

ΔWC - working capital n;

CFO - cash flow;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

O modelo tem como principal limitação os *accruals* correntes, uma vez que estabelece ligação entre os *accruals* correntes e os *cash flows* nos períodos anteriores, atuais e futuros. O modelo concentra-se nos *accruals* de curto prazo e não trata os erros de *accruals* de longo prazo.

Adicionalmente o modelo tem em conta *accruals* como a variação no capital circulante, este considera como *proxy* do fluxo de caixa o fluxo de caixa operacional. Outra limitação é o facto de não serem utilizadas as proporções de fluxo de caixa relacionadas com os *accruals* correntes, mas sim o total dos fluxos de caixa.

Modelo Distribucional de Kothari, Leone & Wasley (2005)

Kothari *et al* (2005) comprovam nos diversos estudos que efetuaram que os métodos usados para determinar os *accruals* discricionários apresentam menor especificidade para empresas com performances fora do comum. Por este motivo, apresentam um modelo modificado de Jones onde introduzem a variável ROA (Return on assets, rendibilidade do ativo), demonstrando assim que estudos sobre a manipulação de resultados que dependem do novo modelo têm maior grau de confiança. Este modelo utiliza assim um novo controlo para estimação dos *accruals* não discricionários, para além de considerar as variáveis vendas e contas a receber.

Os autores indicam o seguinte modelo:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{i,t} \text{ (ou } t-1) + \varepsilon_t$$

Em que:

A- Ativo total;

ΔVND - Variação anual das vendas

ROA – Rendibilidade do ativo;

IC – Ativos fixos;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

O modelo de Kothari *et al* (2005) apresenta limitações, nomeadamente, o facto de o modelo retirar inúmeros *accruals* discricionários quando se efetua a manipulação de resultados reduzindo assim o seu poder explicativo.

Modelo Roychowdhury (2006)

Segundo Roychowdhury (2006), a manipulação de resultados é considerada como um desvio das práticas operacionais. Este modelo, baseado no modelo de Dechow, Kothari & Watts (1998), expressa o fluxo de caixa normal das operações como uma função linear das vendas e da variação das vendas no período corrente. Para estimar o modelo é calculada a seguinte regressão transversal a qualquer empresa e ano:

$$\frac{CFO_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

CFO – Cash flow;

ΔVND - Variação das vendas totais;

A- Ativo total do período $t - 1$;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

O fluxo de caixa anormal das operações é obtido através dos *cash flows* reais menos os *cash flows* normais, calculados a partir de coeficientes estimados, e a partir das vendas do ano corrente e dos ativos do período anterior.

Este modelo apresenta como limitação o facto de considerar algumas variáveis das demonstrações financeiras que podem representar níveis de atividade operacional das empresas. O erro dessa estimativa representa um nível anormal das atividades reais. Outra

limitação é o facto da manipulação de resultados por meio das operações das empresas ocorrer ocasionalmente (Taylor & Xu, 2010).

2.4. Manipulação de resultados e insolvência de empresas

Quando o termo manipulação de resultados surge é feita por vezes uma intuição rápida a empresas que se encontram numa situação económico-financeira menos confortável ou até mesmo complexa. Começaremos por explicar o que se entender por insolvência.

De acordo com o n.º 1 e n.º 2 do art.º 3º do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), aprovado pelo DL n.º 53/2004, de 18 de março, “É considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas. As pessoas coletivas e os patrimónios autónomos por cujas dívidas nenhuma pessoa singular responda pessoal e ilimitadamente, por forma direta ou indireta, são também consideradas insolventes quando o seu passivo seja manifestamente superior ao ativo. Equipara-se à situação de insolvência atual a que seja meramente iminente, no caso de apresentação pelo devedor à insolvência.”

O termo insolvência de empresas não é mais do que a impossibilidade que uma empresa detém de fazer face aos seus compromissos, ou seja, de fazer face a dívidas contraídas, ou aquele cujo passivo seja superior ao ativo. Quando existe um processo de insolvência por parte de uma entidade o tribunal elege um administrador de insolvências (artigo 34º, do CIRE) que será responsável por tratar da recuperação dentro de um prazo estabelecido. Após decorrido o prazo a empresa decreta falência ou recuperação.

Os processos de insolvência detém inúmeras fases: inicia-se com o pedido de declaração de insolvência (artigo 18º a 26º do CIRE), é efetuada a apreciação limiar e um conjunto de medidas cautelares (artigos 27º a 34º); existe uma audiência de discussão e julgamento (artigos 35º); é feita uma sentença de declaração de insolvência e impugnação (artigos 36º a 43º); existe uma apreensão de bens (artigos 149º a 152º); existe assembleia de credores de apreciação do relatório de credores (artigos 72º a 80º e 153º a 155º); é efetuada uma reclamação para verificação de créditos, impugnação e sentença de verificação de créditos (artigos 128º a 140º); existe uma verificação ulterior (artigos 146º a 148º); há uma liquidação

e pagamento (artigos 156º a 184º); existe incidentes de qualificação de insolvência (artigos 185º a 191º); é estabelecido um plano de insolvência (artigos 192º a 222º) e, por último, encerramento do processo (artigos 230º a 234º).

De acordo com o artigo 2º, nº1 do CIRE são objeto de processos de insolvência todas as pessoas singulares ou coletivas, desde associações sem personalidade jurídica, civis, comerciais, cooperativas, com estabelecimento individual de responsabilidade limitada ou quaisquer outros patrimónios autónomos, ficando apenas excluídas do processo de insolvência pessoas coletivas públicas, entidades públicas empresariais e as empresas de seguros, instituições de crédito, sociedades financeiras e empresas de investimento como estabelecido no artigo 2º, nº2 do CIRE.

De acordo com a literatura existente são alguns os estudos que mostram que os gestores destas empresas utilizam as normas contabilísticas e a flexibilidade existente nas mesmas com o objetivo de aumentar resultados reportados em períodos anteriores à insolvência da empresa (e.g. Sharma & Stevenson, 1997, Rosner, 2003; García-Lara, Osma & Neophytou, 2009). Desta forma espera-se que as empresas em insolvência manipulem de forma mais intensiva os seus resultados.

Segundo Rosner (2003) as empresas em sérias dificuldades financeiras que tenham processos de insolvências são mais propensas a aumentar os seus resultados com o objetivo de ocultar as dificuldades que estão a ser vividas pela empresa. Os principais objetivos centram-se: em acederem à dívida ou reduzirem os custos com a mesma, em cumprirem regulamentos governamentais e setoriais e assim conseguirem manter-se competitivos, e em influenciarem os investidores financeiros e assim obterem maior financiamento por via do aumento do preço das suas ações (apenas para as empresas cotadas).

Segundo Campa & Camacho-Miñano (2014), as empresas não cotadas em bolsa que se encontram em dificuldades financeiras manipulam mais resultados do que empresas não cotadas que apresentam uma situação financeira positiva. O estudo foi efetuado em empresas espanholas e foram analisados os períodos anteriores ao pedido de ajuda financeira por parte da empresa. Os autores concluíram assim que as empresas em falência manipulam mais os seus resultados do que empresas “saudáveis”.

Becker, Defond, Jiambalvo & Subramanyam (1998) verificaram também que os gestores de empresas que se encontram endividadas, e em especial aquelas que se encontram próximas

de infringir as cláusulas restritivas de alavancagem, têm mais tendência para manipular resultados com o objetivo de não atingirem o limite que está estabelecido nos contratos.

Por sua vez, Franceschetti & Koschial (2013) tentaram validar a tese da Deloitte Forensic Center Report de 2008 de que as empresas com maior probabilidade de insolvência têm três vezes mais tendência para agir de forma fraudulenta do que as empresas solventes. Embora não tenham conseguido validar a hipótese, estes autores confirmam manipulação de resultados nas empresas insolventes, embora tenham verificado que esta tende a diminuir no período anterior à falência efetiva.

No caso em questão, são analisadas empresas em risco de insolvência, mas ainda consideradas economicamente viáveis. Assim a questão de entrar em falência efetiva não está em causa. Os factos anteriores dão então origem à seguinte hipótese:

Hipótese 1: As empresas em insolvência manipulam os seus resultados.

A propensão para a manipulação de resultados por parte dos gestores não é constante e pode ser influenciada por inúmeros aspetos. Um dos quais pode estar relacionado com o antes ou o após a entrada no programa de Revitalização. De forma a mostrar a existência de viabilidade financeira futura e a conseguirem acesso ao programa de Revitalização é expectável que as empresas manipulem mais os resultados antes de recorrerem ao programa de Revitalização.

Apesar de existirem situações análogas anteriormente estudadas, não existe conhecimento de que esta questão já tenha sido estudada anteriormente. Por exemplo, Moreira (2006) verificou que são as empresas com situações financeiras mais débeis que visam manter “aparências” essencialmente para conseguirem crédito bancário. Deste modo, manipulam os resultados numa dada altura para conseguirem reverter a situação financeira em que se encontram. Este facto sugere que as empresas têm maior tendência para manipular resultados antes da entrada no programa.

Adicionalmente, após receberem o apoio as empresas ficam sujeitas a um controlo por parte do gestor de insolvência. Estudos anteriores verificaram que empresas com contas auditadas, principalmente pelas Big4 (PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernest & Young, KPMG) têm menos tendência para manipular resultados, pois os auditores para além de controlarem

as contas e assim conseguirem detetar manipulação, têm uma reputação a manter para sustentar e aumentar a sua carteira de clientes (Dechow *et al.*, 1996, Alves, 2014). Assim espera-se que após a entrada no programa de Revitalização as empresas manipulem menos os resultados.

Surge então a segunda hipótese do presente estudo:

Hipótese 2: As empresas em insolvência manipulam mais resultados antes de recorrerem aos planos de recuperação.

Como se pode constatar são diversos os estudos encontrados na literatura empírica sobre manipulação de resultados. De seguida é apresentado uma tabela síntese de um conjunto de investigações que tiveram por base o tema insolvência de empresas e a manipulação de resultados que suportaram o presente estudo.

Tabela 1: Estudos sobre insolvência e a manipulação de resultados

Autores	Objeto de Estudo	Metodologia	Resultados
Sharma & Stevenson (1997)	O documento investigou empresas Australianas em falência para o período de 1988-1991. Analisou se empresas em falência alteram as suas políticas contabilísticas/manipulam os seus resultados, uma vez que as empresas à beira da falência se encontram mais suscetíveis de escolher políticas contabilísticas que lhes são mais convenientes. Analisou ainda se é mais provável que as empresas em falência manipulem mais os resultados do que empresas solventes.	Distribuição de frequências	As empresas em falência têm mais tendência para manipular os seus resultados adotando determinadas políticas contabilísticas de forma a aumentarem os seus resultados antes de entrarem em falência.
Roesner (2003)	O documento recaiu sobre a análise de 293 empresas em falência, e analisou se estas empresas têm uma maior probabilidade de manipularem os resultados antes de entrarem em processo de falência.	Adaptação do modelo McKeown, Mutchler, & Hopwood (1991)	As empresas em falência manipulam os seus resultados, aumentando os mesmos antes de decretarem falência.
García-Lara et al. (2009)	O estudo analisou empresas no Reino Unido e investigou a qualidade dos resultados de empresas em falência, verificando assim se as empresas manipulam os resultados antes de decretarem falência.	Modelo de Jones (1991), Modelo de Dechow <i>et al.</i> (1995) Modelo Kasznik, (1999)	Concluíram que a manipulação de resultados ocorre antes das empresas entrarem em falência.

Koschtial & Franceschetti (2013)	O estudo é um complemento ao estudo da <i>Deloitte</i> efetuado em 2008 sobre a manipulação de resultados. O objetivo recaiu em analisar 30 empresas falidas e 30 empresas solventes entre o período de 2009 e 2011, estudando se empresas em falência manipulam mais os seus resultados do que empresas solventes.	Modelo de Beneish (2012)	O estudo concluiu que a par do estudo da <i>Deloitte</i> as empresas em falência tendem a manipular mais os resultados do que empresas solventes.
Campa & Camacho-Miñano(2014)	O estudo analisa empresas Espanholas não cotadas em bolsa em falência com o objetivo de verificar se as empresas em falência manipulam mais resultados do que empresas solventes nos anos que antecedem o processo de falência.	Modelo Kasznik (1999) Modelo de Roychowdhury (2006)	Os resultados evidenciam que as empresas em falência manipulam mais resultados do que empresas solventes. Em média os gestores manipulam os resultados pelos menos 3 anos antes da falência quando analisados por meio dos <i>accruals</i> e pelo menos 1 anos antes da falência quando analisados por operações reais.
Alves (2015)	O estudo analisou os gestores das empresas cotadas na <i>Euronext</i> Lisboa, e se estes realizaram escolhas contabilísticas que permitiram divulgar resultados diferentes dos obtidos na realidade, assim como, se a realização destas práticas diminuiu (ou não) com a introdução do SNC.	Modelo de DeFond & Park (2001) Modelo de Jones modificado	Os resultados provaram que não há estabilidade nas variáveis que explicam a manipulação de resultados ao longo dos anos.
Xu & Yi (2016)	O estudo analisa 1392 empresas chinesas cotadas, com o objetivo de analisar o comportamento das empresas antes e após a crise mundial de 2008.	Modelo Kothari <i>et al.</i> (2005)	Os resultados conferem que as empresas chinesas manipulam resultados antes de 2008, ou seja, antes da crise.

Lisboa (2016)	O estudo analisa 51 empresas no período de 2003 a 2015, com o objetivo de analisar se as empresas portuguesas cotadas em bolsa manipulam os resultados, se existe maior prática em empresas familiares ou em empresas não familiares e se a crise financeira tem impacto nos resultados.	Modelo de Jones (1991)	Os resultados mostram que a crise financeira teve impacto na manipulação de resultados, e que a manipulação de resultados é superior em empresas familiares do que empresas não familiares.
		Modelo Kothari <i>et al</i> (2005)	
		Modelo Roychowdhury(2006)	

3. Amostra, Modelo e Variáveis

Antes de explicar a amostra optou-se por explicar o que deu origem ao plano de revitalização e à explicação do mesmo como forma de tornar mais perceptível ao leitor toda a análise. No início dos anos 2007-2008 a crise financeira global desencadeou-se, tendo início no mercado hipotecário *subprime* nos Estados Unidos (e.g. Soros, 2008) e rapidamente se desenvolveu no contexto da crise da dívida pública da zona euro, Portugal não foi exceção disso entre 2010-2013.

3.1. Crise financeira 2007/2008

Na opinião de diversos economistas (e.g. Soros, 2008) esta foi a pior crise financeira desde a grande depressão. A crise estendeu-se à economia real com consequências drásticas sobre a produção e a procura, contaminando as finanças públicas.

Devido a estes acontecimentos a economia portuguesa viu-se obrigada em 2011 a pedir em um resgate financeiro na ordem dos 78 milhões de euros, concedido pela União Europeia, Fundo Monetário Internacional e pelo Banco Central Europeu. Como contrapartida Portugal viu-se “obrigado” a cumprir um plano de austeridade para reduzir o seu défice orçamentário. Este passou por reduzir os salários e aumentar os impostos. Houve ainda algumas outras reformas estruturais que levou milhares de portugueses a sérias dificuldades financeiras.

Um problema visível da crise foram os 15,4% que representam a população desempregada em 2013 (RFI, 2013). Portugal encontra-se assim, entre os países da União Europeia com maior crescimento de desemprego nas últimas décadas (Valadas, 2013). Apesar de existir sinais de recuperação económica em 2013, os níveis de crescimento não se apresentaram suficientes para gerar criação de emprego (International Labour Office, 2014).

Analisando a crise da perspectiva das empresas a situação do endividamento é a mais grave. A profunda crise financeira da economia portuguesa foi agravada por um longo ciclo de excessivo endividamento global, do Estado, das famílias e das empresas (Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados, 2013).

Consequentemente assistiu-se, na Europa, a uma reforma da supervisão bancária e de gestão da política monetária. Isto conduziu a condições bem mais restritivas na concessão do crédito pela banca comercial, que, por sua vez, agravaram os efeitos recessivos da austeridade (Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados,2013).

Em Portugal assistiu-se a fortes disparidades entre o crédito concedido às PME e às grandes empresas e empresas exportadoras, sendo que estas viram até uma ampliação nominal no crédito obtido. Esta dificuldade no acesso ao crédito pelas PMEs criou dificuldades adicionais na gestão da sua tesouraria e na concretização de investimentos de conservação e manutenção. Assim, conjugando a recessão económica, o agravamento da carga fiscal, o aumento da morosidade nos pagamentos e as restrições de financiamento corrente, tudo contribuiu para a deterioração da situação económico-financeira destas empresas (Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados,2013).

Adicionalmente, a crise financeira também teve impacto na qualidade da informação contabilística disponibilizada pelos gestores. Exemplo disso é o estudo de Grilo (2014) que analisou os efeitos que a crise na Europa teve na qualidade da informação contabilística, principalmente na relevância e nas práticas de manipulação de resultados pelos gestores. Analisando empresas cotadas pertencentes aos países da União Europeia mais afetados pela crise, nomeadamente Portugal, Espanha, Itália e Grécia, os autores concluíram que após a crise a informação contabilística passou a ser menos relevante e os gestores manipularam menos os resultados da empresa.

Em suma, o efeito conjugado das medidas fiscais e da retração da procura interna tende a não suportável, pelo menos sem medidas de acompanhamento adicionais, pelas empresas mais vulneráveis em termos competitivos e financeiros (Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados,2013). Surgiu assim a necessidade de medidas que apoiassem a atuação das PME. Uma das medidas específicas de apoio às PMEs foi o programa de Revitalização.

3.2. Programa de Revitalização

O programa de revitalização constitui um plano de auxílio para empresas que se encontram em risco de insolvência, mas que são, no entanto, consideradas como empresas ainda viáveis.

Este programa surge através da Resolução do Conselho de Ministro nº11/2012, de 3 de fevereiro, com o objetivo de dar uma resposta à revitalização das empresas.

O programa encontra-se estruturado por duas medidas, apresentando como principal medida o Plano Especial de Revitalização (PER), e a segunda medida o Sistema de Recuperação de Empresas por via Extrajudicial (SIREVE).

O PER é um processo especial criado no Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), destinado a permitir a qualquer devedor que, se encontre em situação económica difícil ou em situação de insolvência meramente iminente, cuja situação seja efetivamente comprovada, mas que, no entanto, ainda seja suscetível de recuperação, estabelecer negociações com os respetivos credores. Foi introduzido em Portugal através da Lei n.º 16/2012, de 20 de abril.

Este instrumento veio permitir a um aglomerado de empresas negociar com os credores um plano de recuperação que conduza à sua revitalização económico-financeira (Direção-Geral da Política de Justiça, 2012). O PER apresenta diversos objetivos, tais como: (1) estabelecer um acordo conducente a revitalização económica facultando a possibilidade de manter ativo um respetivo devedor em termos comerciais, (2) reforçar os instrumentos financeiros para a capitalização das empresas em especial no capital de risco e em fundos de revitalização de cariz regional, (3) agilizar o relacionamento entre as empresas e o Estado com vista a uma maior rapidez nas decisões e de forma a garantir o sucesso das operações de revitalização.

O PER é considerado como uma solução da reestruturação empresarial onde as empresas têm protegidos os seus recursos humanos e a sua capacidade produtiva através da suspensão das cobranças de crédito durante o processo negocial e viabilidade do plano de recuperação.

Este instrumento pode ser iniciado por vontade do devedor conjuntamente com pelo menos um credor de começar as negociações para a revitalização ou o devedor apresenta um acordo extrajudicial de recuperação acordo com a maioria dos credores ao tribunal (art.º 17º do CIRE). Desta forma, quando existe interesse por parte do devedor e de, pelo menos, um dos credores, através de uma declaração escrita, de iniciarem negociações conducentes à revitalização daquele por meio da aprovação de um plano de recuperação, inicia-se o processo (Larguesa & Neves, 2013).

Após as negociações o juiz ou homóloga ou recusa o acordo, sendo que neste último caso o processo é encerrado. Caso o processo seja homologado o tribunal elege um administrador

de insolvências que será responsável para tratar da recuperação dentro de um prazo estabelecido. Após decorrido este prazo a empresa decreta falência ou recuperação.

O Sistema de Recuperação de Empresa por Via Extrajudicial (SIREVE), a outra medida, é um sistema que tem como objetivo estabelecer as melhores condições para a recuperação extrajudicial das empresas que se encontrem numa situação financeira complicada.

Este sistema é um mecanismo alternativo aos processos judiciais previstos no CIRE. O seu funcionalismo consiste na agilização do processo negocial, pela via extrajudicial, com o objetivo de garantir um conjunto de melhorias das condições de funcionamento de modo a dar continuidade a atividade das empresas. Este funcionalismo é estabelecido com base na celebração de um acordo entre a empresas e todos os seus credores, que representem pelo menos 1/3 do total das dívidas da empresa e que torne possível a recuperação da empresa financeiramente. Para facilitar o processo, e de forma a potenciar uma maior articulação entre os credores públicos envolvidos, a operacionalização é assegurada pelo IAPMEI (Iapmei, 2017).

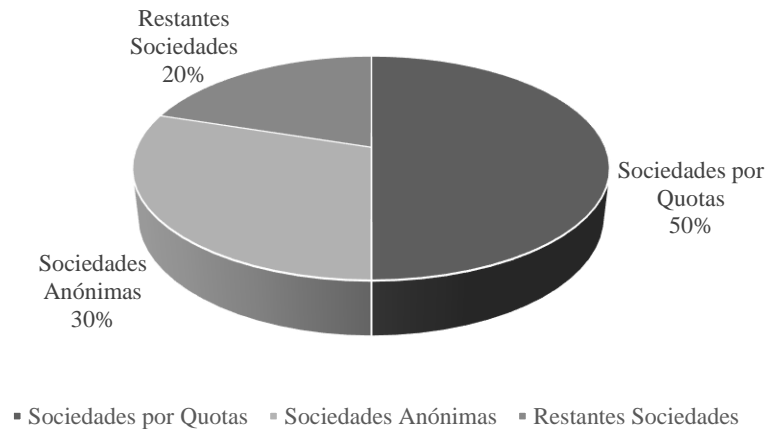
3.3. Amostra

A amostra final deste estudo inclui 1019 empresas que recorreram ao programa PER em 2012. Estas são empresas de pequena e média dimensão, a dimensão empresarial predominante em Portugal. Inicialmente foi recolhida junto da IGNIOS a informação das empresas que procuraram o plano de revitalização na medida PER.

A informação financeira, necessária para o cálculo dos rácios incluídos nos modelos foi obtida na base de dados SABI da Bureau Van Dijk. Os dados foram recolhidos para os anos de 2009 a 2015. A escolha do período analisado teve como objetivo conseguir obter duas subamostras com o mesmo número de anos, uma antes da entrada no programa Revitalizar (2009-2011) e outra após a entrada no programa (2013-2015). Nestas sub-amostras foi retirado o ano de 2012 por ser o ano em que as empresas recorreram ao programa revitalizar. Para o ano de 2008 foi também recolhida informação com o objetivo de calcular as variações anuais de algumas rubricas.

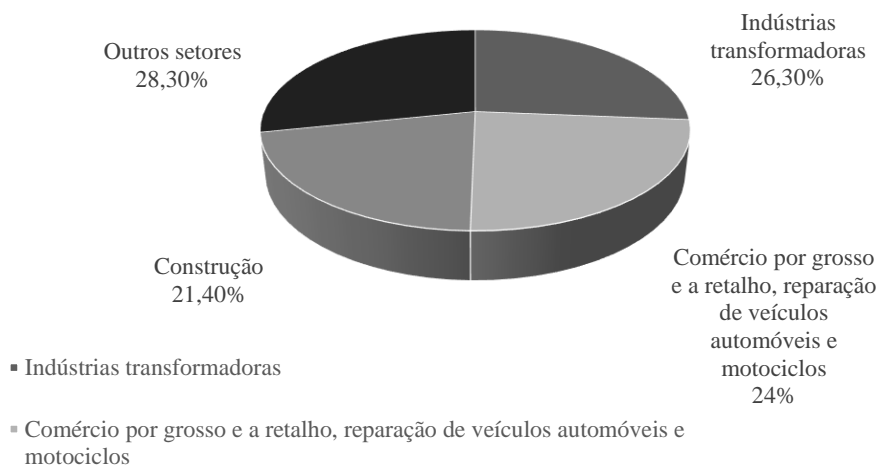
A amostra é constituída na sua maioria por sociedades por quotas, representando 50% da amostra, seguindo-se as sociedades anónimas com pouco mais de 30%. É apresentado de seguida a representação gráfica da amostra por tipo de constituição.

Gráfico 1: Amostra por tipo de constituição de empresas



A amostra é constituída por empresas de diversos setores e atividades de negócio, nomeadamente, pelos setores da secção C do código das atividades económicas, indústrias transformadoras, os que recorreram ao PER, com 26,30%, seguindo-se da secção G, comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos, com 24% e da secção F, construção, com 21,4%, como se pode constatar no gráfico seguinte.

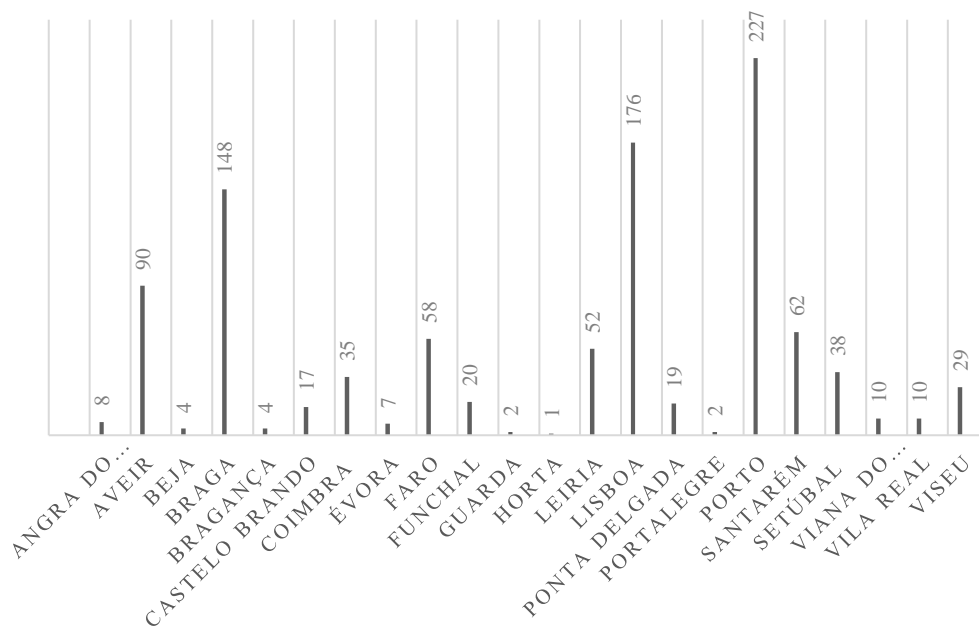
Gráfico 2: Amostra por setor de atividade



No que diz respeito a localização das empresas que constituem a amostra do presente estudo verifica-se que Porto, Lisboa, Braga e Aveiro são os distritos com mais processos PER o que

também seria esperado dado que são os maiores distritos de Portugal. A distribuição dos processos por distrito está no gráfico seguinte:

Gráfico 3: N.º de processos PER por distrito



A base de dados elaborada contém dados para todas as empresas em toda a extensão do período de análise (2009-2015). Algumas variáveis não apresentam valores para as observações, este facto deriva de num determinado período/ano para uma determinada variável não existir registo contabilístico que gerasse valor para a mesma, apesar de ser observável nesse mesmo período/ano.

3.4 Modelo selecionados

Para o presente estudo, optou-se por analisar a manipulação de resultados através dos *accruals* por ser o modo mais simples de detetar. No presente trabalho foram selecionados três modelos para determinar se as empresas manipulam os seus resultados, e se o fazem mais antes ou depois de recorrerem ao plano especial de revitalização. Os modelos utilizados para o estudo foram: o modelo de Jones (1991) por ser o principal modelo na literatura

empírica, o modelo modificado de Jones de Dechow *et al.* (1995), onde é acrescentado a variação das contas a receber e o modelo de Kothari *et al.* (2005) que é uma adaptação do modelo de Jones, dado que introduz uma nova variável para controlar o desempenho das empresas (ROA). De seguida são explicados sucintamente os três modelos.

O modelo de Jones (1991) supõe que os *accruals* dependem da variação das receitas e do montante de ativos fixos, ou seja, o volume de *accruals* correntes necessários dependem da receita e os *accruals* não correntes (depreciação) dependem do valor/montante de ativos fixos. O modelo é então calculado da seguinte forma:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

TA - *Accruals* totais;

ΔVND -Variação nas vendas;

IC- Ativo Fixo;

A- Ativo total;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

Os coeficientes obtidos na equação anterior são utilizados (\hat{k}) para estimar os *accruals* não discricionários (*NDA*), utilizando a expressão seguinte:

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha^{\wedge}_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha^{\wedge}_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha^{\wedge}_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

Por fim, os *accruals* discricionários (*DA*) resultam da diferença entre os *accruals* totais (*TA*) e os *accruals* não discricionários (*NDA*):

$$DA_{i,t} = TA_{i,t} - NDA_{i,t}$$

O modelo de Dechow *et al* (1995) vem eliminar a fonte de erro do modelo de Jones (1991) de que as receitas não são manipuladas. Os autores indicam o seguinte modelo para estimar os *NDA*:

$$\frac{NDA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{\Delta CR_{i,t}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

Em que:

NDA – *Accruals* não discricionários;

ΔVND - Variação nas vendas;

IC - Ativo Fixo;

A- Ativo total;

ΔCR - Contas a receber líquidas de um ano deduzidas das contas a receber líquidas do período anterior, divididas por A_{t-1} ,

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

As estimativas dos parâmetros são obtidas da mesma forma do que para o modelo de Jones, variando assim a estimativa dos *accruals* não discricionários no período do evento.

Por fim, o modelo de Kothari *et al.* (2005) tem por base o modelo de Jones, introduzindo a variável ROA (Return on assets – rendibilidade do ativo), para controlar o desempenho financeiro das empresas. O modelo apresentado é então o seguinte:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_t$$

Em que:

A- Ativo total;

ΔVND - variação anual das vendas

ROA – rendibilidade do ativo;

IC – ativos fixos ;

t – períodos incluídos na estimação;

i – empresas incluídas na análise.

O modo de estimação do modelo é igual ao anterior.

3.5. Variáveis

Para calcular os indicadores utilizados nos três modelos a serem testados foram recolhidas as seguintes variáveis, para todas as empresas da amostra e para os anos de 2008 a 2015: ativo total, ativo corrente, disponibilidades (caixa e equivalentes de caixa), passivo corrente, depreciações, volume de negócios, ativo fixo tangível, contas a receber e ROA.

Através da recolha de dados contabilísticos foram calculadas a variação do volume de negócios, variação de contas a receber, variação do ativo corrente, variação do passivo corrente.

De forma a implementar os modelos foram calculados os seguintes indicadores:

TA (*accruals totais*) resulta do somatório da variação dos ativos correntes e da variação das disponibilidades (caixa e equivalente de caixa) subtraída a variação do passivo corrente somando as depreciações a dividir pelo total do ativo.

α_1 representa a primeira variável da equação do modelo de Jones (1991), comum para os três modelos. Esta variável faz o inverso do ativo total no período t-1.

α_2 é a variável comum para o modelo de Jones (1991) e de Kothary *et al.* (2005). Esta representa a variação das vendas a dividir pelo total do ativo do período anterior.

α_{2*} representa a segunda variável que é usada apenas no modelo de Dechow *et al* (1995). Esta divide a variação das vendas pela variação das contas a receber líquidas divididas pelo ativo do período anterior.

α_3 é uma variável comum nos três modelos estudados. Divide os ativos fixos pelo total do ativo do período anterior.

α_4 é apenas utilizada no terceiro modelo (modelo de Kothary *et al.*, 2005) e refere-se à rendibilidade do ativo (ROA).

A tabela 1 abaixo evidencia as principais estatísticas descritivas das variáveis que compõem a amostra, nomeadamente, média, mediana, máximo, mínimo, desvio padrão, assimetria e curtose.

Tabela 2: Estatísticas descritivas

	TA	α_1	α_2	α_{2*}	α_3	α_4
Média	-0,122	0,001	-0,001	0,000	0,395	-5,148
Mediana	0,018	0,001	-0,000	-0,000	0,293	-0,433
Maximo	3,787	0,146	0,0609	1,107	107,991	2651,211
Minímo	-127,561	1,26E-06	-0,406	-0,402	0,000	-440,539
Desvio Padrão	1,950	0,004	0,011	0,021	2,040	44,884
Assimetria	-60,854	17,740	-27,560	28,158	47,500	43,345
Curtose	3898,043	464,270	857,956	1555,585	2339,758	2597,270

Estatísticas descritivas das variáveis TA (*accruals* totais), $\alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right)$, $\alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$, $\alpha_{2*} \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{\Delta CR_{i,t}} \right)$, $\alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$ e α_4 (ROA).

Analisando a tabela 1 verifica-se que os *accruals* totais (TA) apresentam em uma média um valor negativo, embora a rondar o zero, de -0,01, com um desvio-padrão de 1,95. O inverso do ativo apresenta valores baixos e pouco voláteis. Já a variação das vendas a dividir pelo ativo do período anterior foi em média de negativa, sendo o valor mais alto de 0,06 e a redução mais significativa de -0,41. No que diz respeito às contas a receber a dividir pelo ativo do período anterior a situação é a inversa, ou seja, é em média positiva embora a ronde zero, e tem um desvio padrão de 0,02. Relativamente aos ativos fixos a dividir pelo ativo do período do ano anterior apresenta uma média 0,394 e um desvio padrão de 2,039. Por fim a rentabilidade dos ativos é em média negativa e muito oscilante.

Os resultados obtidos vão de encontra a outros estudos presentes na literatura como é o caso do estudo sobre manipulação de resultados desenvolvido por Grilo (2014), cujo estudo recaiu sobre a deteção de manipulação de resultados nos períodos antes e após da crise financeira de alguns países da União Europeia, entre os quais Portugal. Apenas os valores obtidos para a variável ROA se encontram diferentes, sendo a média e mediana positivas no estudo de Grilo (2014) e negativa no caso em questão. Isto pode ser justificado pelo horizonte temporal

estudado, dado que o presente estudo abrange somente anos com recessão econômica (2009-2015) enquanto o trabalho de Grilo abrange anos antes da crise financeira (2005-2012).

A tabela 2 representa as correlações das variáveis utilizadas.

Tabela 3: Correlações

	AT	α_1	α_2	α_{2*}	α_3	α_4
AT	1,000					
α_1	-0,011	1,000				
α_2	-0,002	-0,059	1,000			
α_{2*}	0,002	0,019	0,466	1,000		
α_3	0,015	0,062	0,020	-0,006	1,000	
α_4	-0,001*	-0,083	0,024	-0,012	0,007	1,000

Correlação entre as variáveis em estudo, nomeadamente: TA (*accruals* totais), $\alpha_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right)$, $\alpha_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$, $\alpha_{2*} \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{\Delta CR_{i,t}} \right)$, $\alpha_3 \left(\frac{IC_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$ e α_4 (ROA).

* Nível de significância estatística de 10%

Analisando a tabela acima podemos confirmar que existe uma correlação negativa entre a variável *accruals* totais e o inverso do ativo total, as vendas e o ROA, embora só esta última seja significativa a um nível de significância estatística de 10%. Isto sugere que os *accruals* aumentam com o ativo, as contas a receber e o ativo fixo, mas diminui com o incremento das vendas e da rentabilidade do ativo.

As restantes variáveis do modelo não se encontram especialmente correlacionadas, não a um nível estatisticamente significativo.

4. Resultados

Numa primeira abordagem analisámos as principais estatísticas descritivas relativamente aos *accruals* nomeadamente os *accruals* totais, não discricionários e discricionários obtidos utilizando cada um dos três modelos selecionados: modelo de Jones (1991), modelo de Dechow *et al.* (1995) e modelo de Kothari *et al.* (2005).

Tabela 4: Estatísticas Descritivas dos *Accruals*

	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
TA	-0,0103	0,0176	8,1089	-127,56	1,9162
Modelo de Jones (1991)					
NDA	-0,0132	-0,0104	1,5971	-0,7874	0,0373
DA	0,0000	0,03	2,6464	-127,53	1,9482
Modelo de Dechow <i>et al.</i> (1995)					
NDA	-0,0123	-0,0095	1,6041	-0,7562	0,0379
DA	0,0000	0,0301	2,6306	-127,53	1,9499
Modelo de Kothari <i>et al.</i> (2005)					
NDA	-0,0132	-0,0103	1,5988	-0,7668	0,0375
DA	0,0000	0,0301	2,6466	-127,53	1,9482

Estatísticas descritivas de TA (*accruals* totais), NDA (*accruals* não discricionários) e DA (*accruals* discricionários).

Analisando a tabela anterior no que diz respeito aos valores dos *accruals* totais verifica-se que valores variam entre os -128 e os 8, situando-se a média nos -0,0103.

No que diz respeito aos *accruals* não discricionários os valores são muito similares quer utilizando o modelo de Jones (1991) quer utilizando o modelo de Kothari *et al.* (2005), rondando em média -0,0132. Para o modelo de Dechow *et al.* (1995) os *accruals* não discricionários são em média de -0,0123. Já os *accruals* discricionários rondam o valor zero nos três modelos, sugerindo algumas manipulações em sentido negativo e outras em sentido positivo. Resultados similares foram encontrados por estudos anteriores como de Alves (2014), Xu & Yi (2016) e Lisboa (2016).

Verifica-se ainda que há um maior desvio padrão nos *accruals* discricionários face aos *accruals* não discricionários sugerindo que nem todas as empresas seguiram a mesma tendência de manipulação de resultados, mas, no entanto, ocorreu manipulação. Deste modo,

a hipótese 1 que sugere que as empresas em insolvência manipulam os seus resultados é validada. As evidências encontradas sobre os *accruals* discricionários nomeadamente no que diz respeito ao desvio padrão sugerem a existência de manipulação de resultados. Estes resultados vão de encontro aos de Sharma & Stevenson (1997), Roesner (2003), García-Lara *et al.* (2009), Franceschetti & Koschtial (2013) e Campa & Camacho-Miñano (2014) que afirmaram que as empresas com dificuldades financeiras têm mais tendência para manipular resultados, sendo que o principal motivo é manter as suas relações com os principais *stakeholders*. Esta relação de proximidade permite que haja um contínuo interesse pela empresa nomeadamente ao nível de investidores, parcerias e clientes, esperando assim a sustentabilidade e o incremento dos mesmos.

Para analisar o impacto da entrada no programa de revitalização na manipulação de resultados a amostra foi subdividida em duas: antes da entrada no programa, período de 2009 a 2011, e após a entrada, anos de 2012-2015. Os resultados são apresentados na tabela seguinte:

Tabela 5: Comparação dos valores antes e depois da entrada no programa Revitalizar

	Média		Desvio Padrão	
	Antes 2012	Após 2012	Antes 2012	Após 2012
Modelo de Jones (1991)				
DA	-0,0039	0,0012	1,853	0,5849 ***
Modelo de Dechow <i>et al.</i> (1995)				
DA	-0,0047	0,0020	1,8559	0,5813 ***
Modelo de Kothari <i>et al.</i> (2005)				
DA	-0,0037	0,0012	1,8530	0,5849 ***

Média e desvio padrão dos valores de DA (*accruals* discricionários).

*** Significância estatística ao nível de 1%.

Por observação da tabela 4 podemos ver que, em média, o valor dos *accruals* discricionários antes de recorrer ao programa Revitalizar era negativo, sendo de -0,004 para o modelo de Jones e de Kothari *et al.*, e de -0,05 para Dechow *et al.* No entanto após a entrada no programa revitalizar a média apresenta-se positiva, de 0,001 para os modelos de Jones e Kothari *et al.* e de 0,002 para Dechow *et al.*, mas a diferença não é estatisticamente significativa. Se analisarmos em valor em termos absolutos verificamos que o valor é

superior para o período antes de 2012 comparando com o período posterior o que sugere maior manipulação no período antes da entrada no programa de Revitalização.

Analisando o desvio padrão confirmamos que para os três modelos analisados: Jones (1991), Dechow *et al.* (1995) e Kothari *et al.* (2005) há diferenças significativas, sendo este superior para o período antes de 2012. Como sugerido por Dechow *et al.* (1996) as empresas controladas apresentam qualidade da informação financeira superior e logo menor manipulação de resultados.

Constata-se ainda que os resultados são similares para os três modelos analisados, embora o modelo Dechow *et al.* (1995) apresente sempre valores superiores face aos outros dois modelos. Resultados similares foram obtidos na análise anterior (tabela 3), quando analisámos a amostra total.

Por fim, os *accruals* discricionários, que na amostra total eram aproximadamente zero, quando calculados separadamente para o período 2009/2011 e para 2013/2015 são distintos. Em termos médios, para o período antes do pedido de ajuda são negativos (-0,0038; -0,0047; -0,0039) sugerindo manipulações de resultados em sentido negativo, enquanto para o período após a ajuda são positivos. Relativamente ao desvio padrão os valores apresentados anteriormente são ligeiramente superiores antes da ajuda e menores depois da ajuda em comparação com a tabela 3 (1,8530;1,8559;1,8539).

Deste modo a hipótese 2, que sugere que as empresas em insolvência manipulam mais resultados antes de recorrerem aos planos de recuperação, é corroborada, embora não seja confirmada para todas as empresas da amostra em análise. Este facto pode derivar da necessidade que as empresas têm de mostrar uma imagem que corresponda aos critérios de exigibilidade de forma a conseguirem recorrer ao PER. Adicionalmente, como após o programa as empresas são controladas por um gestor de insolvência há uma menor tendência para comportamentos desviantes. Como sugerido por Dechow *et al.* (1996) as empresas controladas apresentam qualidade da informação financeira superior e logo menor manipulação de resultados.

Por fim, os *accruals* discricionários, que na amostra total eram aproximadamente zero, quando calculados separadamente para o período 2009/2011 e para 2013/2015 são distintos. Em termos médios, para o período antes do pedido de ajuda são negativos sugerindo manipulações de resultados em sentido negativo, enquanto para o período após a ajuda são positivos. Relativamente ao desvio padrão os valores apresentados anteriormente são ligeiramente superiores antes da ajuda e menores depois da ajuda em comparação com a tabela 3.

5. Conclusão

A manipulação de resultados é um tema notório na literatura financeira. Muitos estudos têm-se debruçado sobre esta temática de forma a perceberem se as empresas apresentam uma imagem verdadeira e apropriada da sua situação económico-financeira, e quais os motivos e variáveis que conduzem os gestores à manipulação de resultados.

O paradigma da manipulação de resultados não é mais do que uma forma de chegar a um determinado resultado, seja ele positivo ou negativo para conseguir atingir um objetivo num futuro próximo. Os gestores utilizam a flexibilidade das normas contabilísticas de forma a manipularem os resultados em circunstâncias determinantes da atividade da empresa (Davidson, Stickney & Weil, 1987, Koumanakos, Siriopoulos & Georgopoulos, 2005).

O presente estudo tem dois objetivos principais. Em primeiro lugar pretendeu averiguar se as empresas em situação económico-financeira difícil, nomeadamente as empresas em situação de insolvência, mas como viabilidade económica, manipularam ou não os resultados. Nesse sentido, o estudo recaiu sobre a análise de pequenas e médias empresas Portuguesas, tendo sido analisadas 1019 empresas que recorreram ao programa de Revitalização na sua medida PER em 2012, durante o período de 2009 a 2015. Franceschetti & Koschtial (2013) verificaram no seu estudo que as empresas com dificuldades financeiras têm mais tendência para manipular resultados do que as empresas solventes. São as empresas com situação financeira crítica que mais precisam de aceder ao crédito e estabelecer parcerias com fornecedores e clientes.

O segundo objetivo do presente estudo é apurar se a tendência para a manipulação de resultados é superior antes da entrada no programa de Revitalização ou após. É expectável que as empresas manipulem mais resultados antes da entrada no programa de revitalização pois para acederem ao mesmo têm de ser consideradas economicamente viáveis. Adicionalmente, após a entrada no programa as empresas são controladas por um gestor de insolvência e, segundo por Dechow *et al.* (1995) quando há controlo das empresas a informação financeira apresentada é mais fiável e, portanto, menos manipulada. Para analisar este objetivo a amostra foi dividida em duas partes temporais, antes da entrada no programa, período compreendido entre 2009 e 2011 e após a entrada, de 2013 a 2015.

A manipulação de resultados foi testada através dos *accruals*, nomeadamente dos *accruals* discricionários. Foram utilizados para o calculo dos *accruals* discricionários três modelos: o

de Jones (1991), o Dechow *et al.* (1995) e o de Kothari *et al.* (2005). O modelo de Jones (1991) foi selecionado por ser o modelo tradicional da literatura empírica, o modelo de Dechow *et al.* (1995) por eliminar a fonte de erro do modelo de Jones (1991) de que as receitas não são manipuladas e o modelo de Kothari *et al.* (2005) por acrescentar uma medida de desempenho (ROA).

Os resultados obtidos através das estatísticas descritivas sugerem que as empresas da amostra tendem a manipular os seus resultados quando se encontram em dificuldades financeiras, validando assim a primeira hipótese. Estes resultados vão de encontro aos resultados obtidos Roesner (2003), Sharma & Stevenson (2013) que afirmaram que as empresas em dificuldades financeiras têm mais tendência para manipular os resultados, e o principal motivo disso é manter as relações com os principais stakeholders.

Após análise dos valores obtidos verifica-se que estes são superior para o período antes de 2012 comparando com o período posterior o que sugere que existe maior manipulação no período antes da entrada no programa de Revitalização, corroborando a hipótese 2 de que as empresas tendem a manipular mais resultados antes de pedirem ajuda ao programa especial de revitalização. Este facto pode sugerir que as empresas recorrem a manipulação de resultados como uma necessidade de demonstrarem uma imagem menos negativa para que possam obter ajuda do programa especial de revitalização. A manipulação de resultados ocorre em maior proporção antes de recorrerem ao PER este facto pode derivar da existência de um controlo por parte do gestor de insolvências após o PER.

Este estudo contribui para a literatura empírica na medida em que analisa um tema: a revitalização de empresas, que é relativamente novo e por isso menos estudado. Adicionalmente é de extrema relevância em termos práticos dado que permite verificar se houve ou não melhorias na situação económico-financeira das empresas com esta medida implementada pelo governo Português.

Embora cumpridos os objetivos do presente estudo, este apresenta limitações como todos os estudos. Em primeiro lugar a própria crise financeira, que se verificou no país durante o período analisado, pode causar inferências nos resultados obtidos. O estudo de Grilo (2014) vem comprovar isso mesmo, o autor analisou impacto que a crise financeira teve na qualidade da informação contabilística disponibilizada pelos gestores, analisou os efeitos que a crise na Europa teve na qualidade da informação contabilística, principalmente na relevância e nas práticas de manipulação de resultados pelos gestores, concluindo que após a crise a informação contabilística passou a ser menos relevante e os gestores manipularam

menos os resultados da empresa. Deste modo esta será assim uma variável a considerar para futuros trabalhos.

Adicionalmente a manipulação foi apenas analisada na perspetiva dos *accruals* embora as empresas possam usar operações reais para manipularem os seus resultados. Por fim, seria relevante analisar se num período mais longo e para outra amostra similar as conclusões se confirmam.

Referências Bibliográficas

- Alves, L. C. S. (2014). Análise da manipulação de resultados antes e após a adoção do sistema de normalização contabilística. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Viana do Castelo.
- Anje. Programa Revitalizar. Retrieved from <http://www.anje.pt/portal/programa-revitalizar>
- Baralexis, S. (2004). Creative Accounting in small advancing countries. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 440-461.
- Becker, C. L., Defond, M. L., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. R. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 22(1), 109–126.
- Beneish, M. D. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. *Financial Analysts Journal*, 55(5), 24–36.
- Beneish, M. D. (2001). Earnings management: A perspective. *Managerial Finance*, 27(12), 3-17.
- Braga, C. A. P., & Vincelette, G. A. (2010). *Sovereign debt and the financial crisis: will this time be different?* World Bank Publications. Retrieved from <http://documents.worldbank.org/curated/pt/217391468151502378/pdf/582830PUB01D231n0Debt09780821384831.pdf>
- Bruns, W. J., & Merchant, K. A. (1990). The Dangerous Morality of Managing Earnings. *Management Accounting*, 72(2), 22.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms, *The Accounting Review*. 81(5), 983-1016.
- Campa, D., & Camacho-Miñano, M. D. M. (2014). Earnings management among bankrupt non-listed firms: evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting/Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, 43(1), 3-20.

- Centeno, M., & Novo, A. (2013). Segmentar os salários. *Boletim Económico Inverno*, 16, 55-64.
- CIRE - Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas. Retrieved from http://www.dgpj.mj.pt/sections/politica-legislativa/projectos-concluidos/insolvencia-e/texto-dos-projectos-e/downloadFile/attachedFile_1_f0/codinsolv.pdf
- Costa, S., & Farinha, L. (2012). O endividamento das famílias: uma análise microeconómica com base nos resultados do inquérito à situação financeira das famílias. *Relatório de Estabilidade Financeira*, Maio, 137-164.
- Davidson, S., Stickney, C., & Weil, R. (1987). *Accounting: The Language of Business*. Thomas Horton and Daughters, Sun Lakes, Arizona.
- 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.M., Sloan, R.G., & Sweeney, A. P.(1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70, 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 37-47.
- Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of accounting and Economics*, 25(2), 133-168.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators, *Accounting Horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of *Accruals* and Earnings: The Role of *Accruals* Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72(1), 1-33.
- Direção-Geral da Política de Justiça (2012), Processo Especial de Revitalização - Guia Rápido. Retrieved from http://www.dgpj.mj.pt/sections/noticias/processo-especial-de/downloadFile/attachedFile_f0/Guia_rapido_PER.pdf?nocache=1336137644.69

- Franceschetti, B. M., & Koschtial, C. (2013). Do bankrupt companies manipulate earnings more than the non-bankrupt ones? *Journal of Finance & Accountancy*, 12, 4–24.
- García-Lara, J. M., Osma, B. G., & Neophytou, E. (2009). Earnings quality in ex-post failed firms. *Accounting and business research*, 39(2), 119-138.
- Grilo, L. A. F. (2014). Qualidade da informação contabilística antes e após crise financeira: o caso de Portugal, Espanha, Grécia e Itália. Dissertação de Mestrado em Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais do Instituto Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa.
- Gonçalves, C. M. (2005). Evoluções recentes do desemprego em Portugal, *Sociologia. Revista da Faculdade de Letras da Universidade do Porto*, 15(1), 125-164.
- 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.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365–383.
- International Labour Office (2014). *Global Employment Trends 2014: Risk of a Jobless Recovery*. Geneva: International Labour Office.
- Iapmei (2017), Revitalização Empresarial. Sireve. Retrieved from <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Revitalizacao-Transmissao/Revitalizacao-Empresarial/SIREVE-Sistema-de-Recuperacao-de-Empresas-por-Vi.aspx>
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Larguesa, A., & Neves, R. (2013). O que é o PER?. *Jornal de Noticias*, 16 de maio de 2013. Retrieved from http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/detalhe/o_que_e_o_per
- Kang, S.-H., & Sivaramakrishnan, K. (1995). Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 353–367.
- Keating, A. S., & L. Zimmerman, J. (1999). Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives. *Journal of Accounting and*

Economics, 28(3), 359–389.

- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of accounting and economics*, 39(1), 163-197.
- Koumanakos, E., Siriopoulos, C., & Georgopoulos, A. (2005). Firm acquisitions and earnings management: evidence from Greece. *Managerial Auditing Journal*, 20(7), 663-678.
- Lei n.º 16/2012, de 20 de abril, publicado no Diário da República n.º 79, Série I (2012).
- Lisboa, I. (2016). Impact of financial crisis and family control on earning management of Portuguese listed firms. *European Journal of Family Business*, 6(2), 118-131.
- Lopes, C. A., & Frade, C. (2012). The way into bankruptcy: Market anomie and sacrifice among Portuguese consumers. *Journal of consumer policy*, 35(4), 477-496.
- Maier, F. (2011). Will the Crisis Change Gender Relations in Labour Markets and Society?. *Journal of Contemporary European Studies*, 19(1), 83-95.
- Marques, M. (2008). A manipulação de resultados induzida pelo planeamento fiscal: O caso das pequenas e médias empresas portuguesas. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Auditoria da Escola de Economia e Gestão da Universidade do Minho.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The Accounting Review*, 77(3), 483-514.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does earnings management affect firms' investment decisions? *The accounting review*, 83(6), 1571-1603.
- Moreira, J. A. (2006). Manipulação para evitar perdas: o impacto do conservantismo. Faculdade de Economia da Universidade do Porto. May.
- Moreira, J. A., e Pope, P. (2007). Earnings Management to Avoid Losses: a cost of debt explanation. *Research Center on Industrial, Labour and Managerial Economics*, DP 2007– 04.
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2011). *The financial numbers game: detecting creative accounting practices*. John Wiley & Sons.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal *accruals* models. *Accounting and Business Research*, 30(4), 313–326.

- Penman, S. (2012). *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Irwin Professional Pub.
- Pickett, K. S. (2010). *The internal auditing handbook*. John Wiley & Sons.
- Pordata (2016), Demografia das Empresas, <http://www.pordata.pt/DB/Portugal/Ambiente+de+Consulta/Tabela>.
- Programa Revitalizar (2012). Ministério da Economia e Emprego. Retrieved from Programa Revitalizar (2012). Ministério da Economia e Emprego. Retrieved from http://www.pofc.qren.pt/resourcesuser/2012/agenda/portugalcrescer/4jul_ppt_revitalizar_sireve.pdf
- Resolução do Conselho de Ministros n.o 11/2012, Diário da República n.º 25/2012, Série I de 2012-02-03
- Resolução do Conselho de Ministros n.o 43/2011, da Presidência do Conselho de Ministros, Pub. L. No. Diário da República: I Série-Número 205 (2011).
- RFI (2013), A crise financeira de Portugal. Retrived from <http://pt.rfi.fr/geral/20120918-crise-financiera-portugal>
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management Emerging Insights in Theory Practice and Research*. Springer.
- Rosner, R. L. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research/Recherche Comptable Contemporaine*, 20(2), 361–408.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335-370.
- Schipper, K. (1986). Commentary on Earnings Management. *Accounting, Organizations and Society*, 11(4–5), 453–456.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management., *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.
- Sharma, D., & Stevenson, P. A. (1997). The impact of impending corporate failure on the incidence and magnitude of discretionary accounting policy changes. *The British Accounting Review*, 29(2), 129-153.
- Silva, P. A. E., & Pereira, M. T. (2012). As políticas de proteção no desemprego em Portugal. *Sociologia, Problemas e Praticas*, 70, 133–150.

- Sloan, A. (1996). Create an account or Log In. *Accounting review*, 71(3), 289-315.
- Sociedade de Consultores Augusto Mateus & Associados (2013). A Crise Económica e Financeira e a Sustentabilidade das PME. *Acege*. Retrieve from <http://www.ver.pt/PDF/A-Crise-Economica-Financeira-Sustentabilidade.pdf>
- Soros, G. (2008). The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What it Means. *Journal of International Affairs*, 250–252.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1), 249-281.
- Taylor, G., K. & Xu, R. Z. (2010) Consequences of real earnings management on subsequent operating performance. *Research in Accounting Regulation*, 22, 128-132.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.
- Valadas, C. (2013). Mudanças nas políticas: Do (des)emprego à empregabilidade / Changements dans les politiques du marché du travail: de l'emploi à l'employabilité / Changes in Labour Market Policies: From (Un)Employment to Employability, *Revista Crítica de Ciências Sociais*. 102, 89-110.
- Viana, L. (2009). Manipulação de resultados contabilísticos. Retrived from: <http://nrhomem.no.sapo.pt/manipulacaoderesultados.pdf>.
- Villarroya, M. (2003). Alteraciones y Manipulaciones de la Contabilidad Tese de Doutorament da Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales da Universidad de Valladolid (Espanha).
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1986). Positive accounting theory. New Jersey: Prentice-Hall Inc.. Retrived from <http://ssrn.com/abstract=928677>.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
- Xu, G., & Ji, X. (2016). Earnings management by top Chinese listed firms in response to the global financial crisis. *International Journal of Accounting and Information Management*, 24(3), 226-251.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco