



FEUC FACULDADE DE ECONOMIA
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Ana Filipa Gomes de Carvalho

Ciclos Económicos e Gestão dos Resultados Contabilísticos

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, apresentada à Faculdade de
Economia da Universidade de Coimbra para a obtenção do grau de Mestre

Orientadora: Prof. Doutora Liliana Marques Pimentel

Coimbra, 2013

Aos meus pais,
ao Hernâni
e aos meus verdadeiros AMIGOS.
DEDICO

Agradecimentos

Esta dissertação de mestrado nunca teria sido possível sem o apoio, orientação, estímulo, disponibilidade e sugestões da Professora Doutora Liliana Marques Pimentel.

Não podia deixar de agradecer aos meus verdadeiros amigos pelo apoio prestado.

Agradeço aos meus pais, que sempre investiram na minha formação, e pelo apoio e incentivo.

E como qualquer dissertação é uma prova de nervos, que obriga a uma gestão de tempo nem sempre fácil e muita força de vontade, agradeço ao Hernâni pela paciência, dedicação e incentivo para a concretização deste objetivo.

Resumo

O objetivo principal deste trabalho centra-se na análise da relação entre o comportamento da gestão ou manipulação dos resultados contabilísticos das empresas cotadas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal.

Numa primeira fase, este trabalho consiste fundamentalmente em identificar as diferentes definições dos conceitos de gestão dos resultados, ciclos económicos e do conteúdo informativo de resultados contabilísticos, no sentido de encontrar as perspetivas relevantes, e eventuais pontos de convergência e de operacionalização dos conceitos.

Assim, após termos (re) afirmado a importância dos resultados contabilísticos como indicador base do desempenho, sendo no entanto necessário potenciar a sua relevância e fiabilidade, debruçamo-nos sobre o conceito de gestão dos resultados e a sua relação com os ciclos económicos da atividade de economia real.

De acordo com o que é apresentado na literatura, enquadrámos em três dimensões principais as motivações dos gestores para a prática da gestão dos resultados: i) incentivos relacionados com o mercado de capitais; ii) incentivos legais e iii) incentivos contratuais.

Em seguida, procedemos à caracterização das diferentes variáveis que permitem operacionalizar e testar diferentes hipóteses entre a gestão dos resultados e os ciclos económicos da atividade real.

Este trabalho consiste também na análise do grau de associação entre os resultados contabilísticos e a rendibilidade das ações, sendo essa associação medida pelo coeficiente de resposta ao resultado considerando dados relativos a 64 empresas cotadas portuguesas.

Os resultados obtidos são consistentes com os resultados de estudos recentes evidenciando uma relação inversa entre o comportamento da gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, bem como a não linearidade da relação entre os resultados

contabilísticos e a rendibilidade das ações e a fraca associação entre resultados contabilísticos e rendimento.

Em particular, no que respeita à relação entre resultados e rendibilidade das ações, no contexto da amostra usada e para as diferentes especificações dos modelos, apesar dos valores do coeficiente de resposta ao resultado serem baixos, verifica-se uma quebra razoável nos seus valores, quando se considera os casos de prejuízos, o que nos permite concluir que os prejuízos têm um efeito descendente nas medidas que avaliam o conteúdo informativo dos resultados.

Palavras-Chave: Gestão dos resultados; Ciclos económicos; *Accruals* discricionários; Coeficiente de resposta ao resultado.

Abstract

The main objective of this work focuses on the analysis of the relationship between earnings management and the economic cycles of the real activity of economy in Portugal.

Initially, the main purpose of this work is to identify the different definitions of the earnings management, business cycles and the information content of earnings in order to find relevant perspectives, possible convergence points and concepts operationalization.

So, after we (re)asserted the importance of earnings as an indicator of performance being necessary to enhance its relevance and reliability, we focused our attention on the relationship between earnings management and the economic cycles.

In line with the literature, we highlight three main dimensions of the earnings management motivations: i) incentives related to capital markets, ii) legal incentives and iii) contractual incentives.

Afterwards, we characterize the different variables that will allow us to model and test our different hypotheses.

This study also consists in assessing the degree of association between earnings and stock returns, as captured by some measure of the earnings response coefficient (ERC) considering 64 firms (quoted on Euronext-Lisbon).

Our findings are consistent with the results of recent studies, showing an inverse relationship between the earnings management and the economic cycles of real activity, as well as, a nonlinear relation and a weak association between earnings and returns.

In particular, in what concerns the relation between earnings and returns we can assert that ERC is considerably depressed by the inclusion of loss cases. Furthermore, the losses have a dampening effect in the measures that evaluate the information content of earnings. Therefore the losses cases have a much weaker association with returns than profit cases.

Keywords: Earnings management; Business cycles; Discretionary accruals; Earnings response coefficient.

Sumário

Índice de Quadros.....	xiii
Índice de figuras.....	xv
Capítulo 1.....	1
Introdução	1
Capítulo 2.....	7
Revisão da Literatura	7
2.1 Introdução.....	8
2.2 Gestão dos Resultados.....	10
2.2.1 Conceitos.....	10
2.2.2 Incentivos à gestão dos resultados	18
2.3 Ciclos Económicos.....	24
2.4 Conteúdo informativo dos resultados.....	29
2.4.1 O coeficiente de resposta ao resultado	32
Capítulo 3.....	34
Metodologia e Análise de Dados.....	34
3.1 Introdução.....	35
3.2 Modelo a testar	36
3.2.1 Adaptação ao Modelo de Jones (1991)	36
3.2.2 Modelo de rendibilidade.....	40
A) Primeira e segunda especificação	40
B) Terceira especificação	41
3.3 Métodos de estimação	42
3.4 As variáveis	45
3.5. O caso português - os dados.....	47
3.5.1 A amostra	47

3.5.2 Análise descritiva dos dados.....	47
A) Tipificação das variáveis	47
3.5.3 Análise Gráfica dos Dados.....	50
A) A variável de resultado – a frequência dos prejuízos	50
B) Comportamento do PIB.....	53
C) PIB e frequência dos prejuízos	55
D) Mediana dos <i>Accruals</i> Discricionários e PIB Real.....	56
Capítulo 4	58
Discussão dos Resultados.....	58
4.1 Análise dos resultados em Painel.....	59
A) Resultados da primeira equação	59
B) Resultados da segunda equação	61
4.2 Análise do modelo de Rendibilidade em Painel.....	64
A) Resultados da primeira e segunda especificações.....	64
A1) A variável resultados contabilísticos especificada em níveis.....	64
A2) A variável resultados contabilísticos em variações	66
B) Resultados da terceira especificação	68
Capítulo 5	71
Conclusão.....	71
Referências Bibliográficas	79
Apêndices	85
1. Apêndice do Capítulo 3	85
1.1. Empresas retidas na análise	85

Índice de Quadros

Quadro 1 - Definições de Gestão dos Resultados	12
Quadro 2 - Análise Descritiva dos Dados	48
Quadro 3 - Matriz de Correlação.....	49
Quadro 4 - Frequência dos Prejuízos	51
Quadro 5 - Distribuição de Empresas ($n \geq 3$ anos) face ao nº de anos de Prejuízo	53
Quadro 6- Análise em Painel da equação (1)	60
Quadro 7- Análise em Painel da equação (2)	62
Quadro 8- Regressão da Rendibilidade as Ações, Resultados Contabilísticos (em níveis) /Preço	65
Quadro 9- Regressão da Rendibilidade das Ações, Resultados Contabilísticos (em variações) / Preço	66
Quadro 10 - Regressão de Rendibilidade das Ações, Resultados Contabilísticos (em variações) / Resultados Contabilísticos do Período Anterior	69

Índice de figuras

Figura 1 - Frequência dos prejuízos por ano	52
Figura 2 - Taxa do PIB	53
Figura 3 - Taxa de PIB Real e Frequência dos prejuízos.....	55
Figura 4- Mediana Accruals Discricionários e PIB Real de Q1 de 2000 a Q4 de 2011	56

Capítulo 1

Introdução

A gestão ou manipulação dos resultados¹ tem gerado um vasto interesse na investigação científica. Estudos sobre a gestão ou manipulação dos resultados têm apresentado as razões que levam os gestores a manipularem os resultados contabilísticos, quando esperam fazê-lo e em que circunstâncias o fazem.

Em Portugal, na abordagem desta problemática, é comum utilizar-se a expressão “contabilidade criativa”. O termo “gestão dos resultados” traduz melhor o aproveitamento da flexibilidade existente nos princípios e normas contabilísticas com vista a alterar a informação divulgada, realçando melhor o impacto dos métodos utilizados para alterar a perceção sobre o desempenho da entidade que relata do que o termo “contabilidade criativa”, uma vez que este último não tem nenhum especial juízo de valor.

Essa “gestão” pode ter conteúdo informativo, na medida em que através das opções contabilísticas procura-se reduzir a assimetria de informação entre as ações de gestão da empresa e os utentes da informação contabilística.

Podem existir situações, por exemplo, em que os resultados estão aquém de determinado objetivo, criando um incentivo para utilizar a flexibilidade existente nos princípios e normas contabilísticas para alterar os resultados apresentados nas demonstrações financeiras no sentido desejado.

É de vital importância que os investidores, credores, analistas, reguladores e outros utentes das demonstrações financeiras detetem as práticas de gestão dos resultados o mais cedo possível, isto é, antes da tomada de decisões, de forma a evitar surpresas negativas ao nível da substância económica

¹ Nesta dissertação, à semelhança de outros estudos, decidimos utilizar a expressão “Gestão dos Resultados” com o sentido e o alcance que a literatura atribui ao termos “Earnings Management”.

subjacente da entidade que relata, com consequências ao nível das cotações, no caso de a entidade ter os seus títulos cotados num mercado organizado.

A literatura analisada identifica várias motivações dos gestores para a prática de gestão dos resultados, como por exemplo, incentivos relacionados com o mercado de capitais, incentivos legais, incentivos contratuais, entre outros.

A informação contabilística é um bem essencial para os investidores e analistas de mercado na avaliação das empresas, pelo que os gestores podem ter incentivos para manipular essa informação com o objetivo de influenciar as expectativas dos *stakeholders*, a cotação das ações e/ou os custos de capital. Na literatura considera-se que essas práticas de manipulação da informação contabilística tendem a influenciar os resultados líquidos, pois estes são vistos, geralmente, como uma medida de síntese da situação financeira da empresa (e.g. Ball e Brown, 1968; Beaver, 1968; Dechow *et al.*, 1998). Assim, quando as empresas apresentam resultados negativos os investidores encaram esse facto como um sinal de fraco desempenho, o que se reflete na diminuição da procura de ações e, conseqüentemente, na descida das suas cotações. Inversamente, quando apresentam uma série de resultados líquidos positivos são consideradas como tendo maior potencial de crescimento, refletindo-se tal facto na subida do respetivo valor.

O contexto económico nacional da primeira década do século XXI foi caracterizado por um nível de crescimento médio de atividade económica bastante reduzido, de apenas, aproximadamente 0,9%, muito abaixo do crescimento médio de 3% verificado ao longo das décadas de 80 e 90, marcadas pela adesão de Portugal à União Europeia. A economia nacional tem ainda vindo a refletir, desde o segundo semestre de 2007, a situação económica mundial, caracterizada pela crise financeira. Este contexto económico adverso é demonstrativo das dificuldades económico-financeiras enfrentadas pelas empresas nacionais ao longo dos últimos anos, em resultado da contaminação da situação internacional à já fragilizada economia Portuguesa. Face a este contexto

é expectável que o mesmo influencie a prática de gestão dos resultados contabilísticos por parte dos gestores. Ou seja, será que os gestores das empresas em dificuldades financeiras adotam soluções contabilísticas tendentes a proporcionar um impacto positivo sobre os seus resultados ou não?

Neste sentido, este trabalho apresenta também as motivações dos gestores para as práticas de gestão dos resultados contabilísticos. A partir destas práticas, um dos objetivos principais deste estudo consiste em analisar a relação entre o comportamento da gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal.

O estudo dos ciclos económicos é um assunto que sempre suscitou o interesse da comunidade científica, interesse esse fortalecido à luz dos acontecimentos mais recentes, como a recessão que se tem vindo a sentir nos últimos anos.

O ciclo económico, consiste em flutuações do produto interno bruto em torno da sua tendência de longo prazo. Essas flutuações são recorrentes e não devem ser confundidas com grandes flutuações do produto, como depressões económicas.

Ao estudar-se o ciclo económico, a noção de instabilidade deve ser encarada como uma regularidade e não como um movimento aleatório. Partindo deste ponto, a instabilidade apresenta-se como uma quebra do equilíbrio económico vigente, no qual há uma tendência de ajuste estrutural gradual e contínuo.

Também se pretende demonstrar que a gestão dos resultados varia de trimestre para trimestre, mas essa variação é altamente previsível pela atividade económica real.

Ainda analisaremos a gestão dos resultados através do comportamento das empresas individuais, e provar que a forma como cada empresa gere os seus resultados, num determinado período pode ser explicada pelo seu desempenho operacional. Estes objetivos serão úteis para analisar duas situações: 1) que a relação documentada entre ganhos comportamentais de gestão e a atividade económica real tem implicações políticas e públicas, uma vez que sugere que haja um aumento da atenção por parte dos decisores políticos e reguladores, no sentido de analisar a veracidade dos resultados financeiros apresentados pelas empresas em determinadas circunstâncias económicas; 2) os resultados da análise de toda a economia e de empresa-a-empresa, fornecem novas razões sobre o que motiva os gestores a envolverem-se na gestão dos resultados.

Tendo em conta o nosso objetivo adotámos a seguinte estrutura para o trabalho:

Capítulo 1 – Introdução. Neste capítulo apresentamos o tema deste estudo e a motivação para o seu desenvolvimento.

Capítulo 2 – Revisão da Literatura. Neste capítulo iremos proceder à revisão da literatura acerca das diferentes conceções do conceito de gestão dos resultados, ciclos económicos e conteúdo informativo dos resultados.

Capítulo 3 - Metodologia e Análise de Dados. Neste capítulo procedemos à caracterização da amostra, das diferentes variáveis que vão permitir testar e operacionalizar as diferentes hipóteses e caracterizamos também a metodologia adotada.

Capítulo 4 – Discussão dos Resultados. Neste capítulo procedemos à discussão dos resultados sobre a relação entre o comportamento da gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal, bem como analisamos a qualidade do resultado

contabilístico em termos da qualidade da valoração, ou seja, analisamos o conteúdo informativo dos resultados.

Capítulo 5 – Conclusão. Neste capítulo apresentamos uma síntese das principais conclusões do trabalho e formulamos pistas para investigação futura.

Capítulo 2

Revisão da Literatura

Neste capítulo efetuamos uma revisão das abordagens teóricas e estudos empíricos sobre a gestão dos resultados, ciclos económicos e conteúdo informativo dos resultados. Pretendemos, assim, identificar as potenciais dimensões dos conceitos, apresentar diferentes perspetivas sobre as mesmas e proceder à sua caracterização.

2.1 Introdução

Quando se fala em gestão dos resultados, rara será a pessoa que ainda não ouviu falar do assunto e/ou não tenha uma ideia sobre o mesmo. Contudo, este conceito pode ser alvo de muitas aceções e, por vezes, é erradamente confundido com práticas fraudulentas. Schipper (1989) definiu “*earnings management*” “como uma intervenção do gestor na informação financeira a divulgar, com o objetivo de obter uma determinada vantagem. Assim, dentro das oportunidades oferecidas pelo sistema contabilístico, os gestores podem enviesar os resultados através da seleção de métodos contabilísticos mais favoráveis ou através da sua aplicação em contextos particulares”.

Na verdade, a gestão dos resultados consiste em “maquilhar” a realidade patrimonial da empresa, através da seleção intencional de soluções contabilísticas, dentro da legalidade dos PCGA, ou por via da elaboração de estimativas contabilísticas.

Contudo, a literatura documenta que os gestores apenas tendem a recorrer à gestão oportunista dos resultados se tiverem incentivos suficientemente fortes e proveitosos, para eles ou para a empresa, que suplantem a expectativa dos custos associados à gestão dos resultados. Estes podem traduzir-se na deterioração da imagem pública da empresa e dos gestores, caso a prática de gestão venha a ser descoberta, e na diminuição da confiança de clientes, fornecedores e investidores, na medida em que a reputação da empresa seja abalada.

Há evidência empírica que demonstra que, em casos concretos, os gestores possuem motivações que os levam a escolher discricionariamente certas práticas contabilísticas com o objetivo de obterem o resultado que mais se adequa aos seus interesses. Entre essas motivações encontra-se, nomeadamente, o desejo de esconder uma diminuição dos resultados, ou a ocorrência de perdas (e.g. Burgstahler e Dichev, 1997).

Burgstahler e Dichev (1997), no seu estudo, mostram que existem poucas empresas a divulgarem pequenas diminuições de resultados ou pequenas perdas e muitas empresas a divulgarem pequenos aumentos de resultados e variações positivas de resultados.

Segundo eles, a atuação das empresas seria determinada pelo objetivo de não desagradarem aos destinatários da informação, o que permitiria obter melhores condições junto de financiadores e fornecedores, bem como influenciar positivamente os restantes *stakeholders*.

Em Portugal, a expressão *earnings management*” pode ser associada a “gestão dos resultados”, “contabilidade criativa” e, num sentido mais amplo, a “manipulação dos resultados”.

Sabendo que o contexto económico nacional da primeira década do século XXI foi caracterizado por um nível de crescimento médio de atividade económica bastante reduzido e que a economia nacional tem vindo a refletir, desde o segundo semestre de 2007, a situação económica mundial, caracterizada pela crise financeira. A intuição subjacente ao presente estudo é a de que este contexto económico adverso influencia a prática de gestão dos resultados contabilísticos por parte dos gestores, uma vez que os gestores das empresas em dificuldades financeiras tendem a adotar soluções contabilísticas que proporcionam um impacto positivo ou negativo sobre os seus resultados.

“Falar de ciclos económicos é falar, no fundo, de toda a teoria macroeconómica. Podemos distinguir duas vertentes principais, gerais, nas quais aquela se divide: 1) teorias do crescimento económico e 2) teorias das flutuações económicas ou teorias dos ciclos económicos. A primeira vertente pretende estudar a evolução de longo prazo das economias, estudar as causas para os comportamentos diferenciados dos países, bem como encontrar formas de acelerar esse crescimento de longo prazo. A segunda, pelo contrário, preocupa-se com as flutuações de curto prazo das economias, em torno de uma trajetória de crescimento de longo prazo. Pretende estudar as causas para essas

flutuações, bem como as formas de combater os seus efeitos negativos. Normalmente colocadas numa perspetiva dicotómica, alguns estudos recentes pretenderam provar a existência de fortes ligações quantitativas entre ciclos económicos e crescimento económico.” (Pedersen e Elmer (1998)).

Nos pontos que se seguem procuramos identificar as diferentes definições dos conceitos de gestão dos resultados, de ciclos económicos e de conteúdo informativo de resultados contabilísticos, no sentido de encontrar as perspetivas relevantes, e eventuais pontos de convergência e de operacionalização dos conceitos.

2.2 Gestão dos Resultados

2.2.1 Conceitos

Neste ponto pretende-se clarificar a noção de gestão dos resultados utilizado na presente investigação, analisar os diferentes incentivos e objetivos que poderão estar na sua origem.

Existem na literatura várias definições de gestão dos resultados, normalmente todas elas relacionadas com a perspetiva oportunista da gestão de resultados.

Schipper (1989:92), refere que “a gestão dos resultados implica uma intervenção propositada no processo de relato financeiro com o objetivo de obtenção de um ganho privado por parte dos gestores ou dos atuais acionistas”. Também argumenta que a gestão dos resultados pode ser um meio para a gestão revelar a sua informação privada, ou seja, ser usada como um mecanismo de redução da assimetria de informação entre “internos” e “externos”, acrescentando valor ao relato financeiro. Por exemplo, numa empresa com verdadeiras perspetivas de crescimento e estando com dificuldades de curto prazo, é sustentável que use técnicas de gestão dos resultados para que os utentes não façam uma avaliação errada sobre o seu desempenho futuro.

Para Healy e Wahlen (1999:6), “a gestão dos resultados ocorre quando a gestão usa o seu poder discricionário no relato financeiro e na estrutura das transações para alterar as demonstrações financeiras com vista a enviesar a percepção dos *stakeholders* sobre o desempenho económico subjacente, ou quando tem em vista influenciar os resultados de determinados contratos que dependem dos números contabilísticos relatados”.

Mulford e Comiskey (2002), “definem a gestão dos resultados como a gestão ativa em direção a um objetivo pré-determinado. Esse objetivo pode ter sido fixado pela gestão, pode consistir em satisfazer as previsões dos analistas, ou pode promover um alisamento de resultados (*earnings smoothing*)”.

O alisamento de resultados é um caso particular de gestão dos resultados cujo objetivo consiste em diminuir a variabilidade dos resultados relatados para que a empresa seja percebida como de menor risco. O alisamento pode ser feito importando para o período corrente resultados de períodos futuros ou exportar para o futuro resultados do período corrente (DeFond e Park, 1997).

Segundo Dechow e Skinner (2000:238), “a gestão dos resultados só será efetiva se distorcer a avaliação que os investidores fazem da empresa e essa distorção só é possível porque existe assimetria de informação, porque se existissem mercados completos e perfeitos não era necessária a existência de informação contabilística. Como existe assimetria de informação e uma relação de agência entre a gestão e os utentes da informação financeira, os gestores através das opções contabilísticas omitem ou distorcem informação sobre a qualidade dos resultados apresentados”.

No Quadro 1, que se segue, apresentam-se algumas das principais definições do conceito de gestão dos resultados.

Quadro 1 - Definições de Gestão dos Resultados

Autor	Definição
Schipper (1989:92)	"A gestão dos resultados implica uma intervenção propositada no processo de relato financeiro com o objetivo de obtenção de um ganho privado por parte dos gestores ou dos atuais acionistas".
Healy e Wahlen (1999:6)	"A gestão dos resultados ocorre quando a gestão usa o seu poder discricionário no relato financeiro e na estrutura das transações para alterar as demonstrações financeiras com vista a enviesar a percepção dos <i>stakeholders</i> sobre o desempenho económico subjacente, ou quando tem em vista influenciar os resultados de determinados contratos que dependem dos números contabilísticos relatados".
DeFond e Park (1997)	"Consiste em diminuir a variabilidade dos resultados relatados para que a empresa seja percebida como de menor risco".
Dechow e Skinner (2000:238)	"A gestão dos resultados só será efetiva se distorcer a avaliação que os investidores fazem da empresa e essa distorção só é possível porque existe assimetria de informação, porque se existissem mercados completos e perfeitos não era necessária a existência de informação contabilística".
Mulford e Comiskey (2002)	"Definem a gestão dos resultados como a gestão ativa em direção a um objetivo pré-determinado. Esse objetivo pode ter sido fixado pela gestão, pode consistir em satisfazer as previsões dos analistas, ou pode promover um alisamento de resultados (<i>earnings smoothing</i>)".
Rosner (2003)	"Consistem em técnicas utilizadas deliberadamente pelos gestores para atingirem o nível desejado de resultados".

Na perspetiva de Rosner (2003), “a gestão dos resultados é entendida como sendo mais abrangente que a gestão dos resultados, podendo a primeira incluir práticas dos gestores que não se enquadram no mero uso da flexibilidade das normas e dos PCGA, ou seja, pode englobar também a fraude”. Para a autora, tanto a gestão dos resultados como a fraude consistem em técnicas utilizadas deliberadamente pelos gestores para atingirem o nível desejado de resultados. Porém, diferem pelo tipo de técnicas e pela intensidade com que são utilizadas.

Há práticas de gestão da informação contabilística que tendem a influenciar os resultados líquidos, pois estes são vistos, geralmente, como uma medida de síntese da situação financeira da empresa (e.g. Ball e Brown, 1968; Beaver, 1968; Dechow *et al.*, 1998). Assim, quando as empresas apresentam resultados negativos, os investidores encaram esse facto como um sinal de fraco desempenho, o que se reflete na diminuição da procura de ações e, conseqüentemente, na descida das suas cotações. Inversamente, quando apresentam uma série de resultados líquidos positivos são consideradas como tendo maior potencial de crescimento, refletindo-se tal facto na subida do respetivo valor.

Também Hayn (1995) mostra que os investidores dão uma resposta mais suave para resultados negativos relatados pelas empresas do que para resultados positivos. As perdas relatadas durante recessões podem ser consideradas como “*outliers*” por parte dos investidores, e as empresas que relatam perdas durante recessões podem ser menos julgadas negativamente pelos investidores do que as empresas que fazem isso durante mais períodos “normais”. Portanto, as empresas que executam mal durante recessões podem ter incentivos a ganhos ainda menores por meios artificiais, a reserva de resultados para a fase de recuperação do ciclo de negócios. Ao liberar essas reservas de resultados após a recessão, essas empresas tendem a divulgar melhores e mais fortes recuperações de resultados do que os seus concorrentes, e os preços das suas ações pode ser maior do que seria caso não houvesse gestão dos resultados durante a recessão.

A autora calcula para cada empresa o coeficiente de resposta ao resultado (ERC), que é o coeficiente de regressão dos retornos das ações sobre os ganhos relatados. Os seus resultados sugerem que os ERC's são maiores para as empresas que relatam resultados positivos do que para as empresas que comunicam perdas.

Bhushan (1989) e Brennan e Hughes (1991) mostram que o número de analistas que seguem cada empresa, aumenta com o tamanho da empresa. Assim, as grandes empresas são propensas a ter os seus resultados divulgados, examinadas mais de perto por analistas de irregularidades e, portanto, ser menos livres para manipular resultados.

Fox (1980) relata que, “em 1980, noventa por cento das mil maiores empresas de manufatura nos EUA usou um plano de resultados com base na contabilidade de resultados para remunerar os gestores. Este trabalho testa a associação entre a competência dos gestores e as decisões de procedimentos contabilísticos e a sua receita crescente incentivada ao abrigo destes planos. Estudos anteriores testaram essa relação solicitando que os executivos recompensados por esquemas de resultados selecionavam procedimentos contabilísticos de receitas crescentes para maximizar o seu resultado. Estes estudos, no entanto, têm alguns problemas. Primeiro, eles ignoram as definições dos “planos de rendimentos” e os ganhos são muitas vezes definidos de modo a que certas decisões contabilísticas não afetem os resultados. Por exemplo, mais de metade da amostra tributada usada no estudo define os prémios em função do resultado antes dos impostos”.

Há evidência empírica que demonstra que, em casos concretos, os gestores possuem motivações que os levam a escolher discricionariamente certas práticas contabilísticas com o objetivo de obterem o resultado que mais se adequa aos seus interesses. Entre essas motivações encontra-se, nomeadamente, o desejo de esconder uma diminuição dos resultados, ou a ocorrência de perdas (e.g. Burgstahler e Dichev, 1997). Tal motivação será ainda mais acentuada, supõe-se, para as empresas que se defrontam com dificuldades financeiras.

Também Burgstahler e Dichev (1997), “demonstraram que existe uma anormal reduzida frequência de empresas a reportar pequenas diminuições de resultados ou pequenas perdas e de uma anormal elevada frequência de

empresas a reportar pequenos aumentos de resultados e pequenos resultados positivos”. Segundo estes autores, a atuação das empresas seria determinada pelo objetivo de não desagradarem aos destinatários da informação, o que permitiria obter melhores condições junto de financiadores e fornecedores, bem como influenciar positivamente os restantes *stakeholders*.

DeFond (1994) examinou a gestão dos resultados de empresas onde se verificou violação de contratos de financiamento, tendo observado a utilização de *accruals* discricionários para aumentar o resultado contabilístico, no ano anterior à violação das cláusulas contratuais.

Muitas pesquisas contabilísticas investigaram se os gerentes exercem a sua contabilidade como critério para influenciar os ganhos reportados. Após um importante estudo de Healy (1985), um grande número de estudos examinaram as escolhas da competência dos gestores para a evidência de gestão dos resultados. No entanto, os analistas nem sempre estão de acordo sobre como esta evidência deve ser interpretada: enquanto alguns acreditam que a pesquisa fornece evidências de gestão dos resultados, outros argumentam que há ambiguidades no projeto de pesquisa e que limitaram a extensão da credibilidade destes estudos. Além disso, mesmo que os gestores tenham capacidade para gerir resultados, ainda não está claro por que os gerentes optam por intervir no processo de relato. Enquanto alguns argumentam que as escolhas dos gestores são “oportunistas”, outros acreditam que os gestores devem exercer o seu critério para melhorar o valor informacional dos números contabilísticos (Watts e Zimmerman, 1986; Healy e Palepu, 1993).

DeAngelo *et al.* (1994) testaram se as reavaliações ascendentes de ativos fixos, por empresas britânicas, estão positivamente associadas a mudanças futuras realizadas no desempenho operacional da empresa. A pesquisa prévia concentra-se principalmente sobre a relação entre as reavaliações de ativos e os preços das ações e retornos, e apresenta resultados mistos sobre reavaliações de ativos de valor relevante. Os preços das ações refletem as avaliações dos

investidores de valores de ativos e as expectativas sobre o desempenho operacional futuro. No entanto, também refletem os efeitos de avaliação de empresas de investimento e as decisões de financiamento. Assim, o mercado baseado em testes fornece apenas uma evidência indireta sobre a relação entre reavaliações de ativos e mudanças futuras no desempenho operacional. Testaram diretamente esta relação em que o desempenho futuro é medido como mudanças no resultado operacional e das operações de caixa.

As reavaliações feitas por empresas do Reino Unido estão significativa e positivamente associadas com alterações futuras no desempenho operacional, mais de um, dois e três anos subsequentes à reavaliação. Os testes foram feitos para controlar as mudanças atuais no desempenho, risco, crescimento e tamanho. Estes resultados fornecem forte evidência de reavaliações que refletem as mudanças nos valores de ativos que são realizados nas operações posteriores. Também foi testada a associação entre valores de reavaliação e preços de ações e retornos anuais. Como previsto, o saldo da reavaliação está significativa e positivamente associado aos preços incitados para o resultado líquido e valor contabilístico do património. Este resultado é consistente com os preços que refletem as reavaliações associados ao desempenho futuro, e com pesquisas anteriores sobre reavaliações na Austrália.

Segundo Fernandes (2007), na literatura podem encontrar-se várias definições de gestão dos resultados (*earnings management*), das quais se destacam as seguintes:

i) “É um processo em que deliberadamente, mas de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites (*GAAP - Generally Accepted Accounting Principles*), se fazem opções contabilísticas de modo a atingir um determinado nível de resultados.” (Davidson *et al.*, 1987);

ii) “É o procedimento que visa distorcer a *performance* financeira real da empresa (SEC - *Securities and Exchange Commission*)”;

iii) “É uma intervenção propositada no processo de reporte financeiro com o objetivo de obter ganhos para os gestores ou acionistas.” (Schipper, 1989);

iv) “Ocorre quando os gestores usam a discricionariedade de que dispõem, quer no reporte financeiro, quer na celebração de contratos e realização de transações, com o intuito de modificar a informação financeira. Assim, tentam alterar a perceção de alguns *stakeholders* sobre a *performance* da empresa ou atingir determinados objetivos de natureza contratual.” (Healey e Wahlen, 1999).

Estas definições assentam na ideia de que os gestores atuam de forma a modificar a perceção dos *stakeholders* sobre a empresa, através da divulgação de uma *performance* diferente da realmente atingida. A definição proposta por Healey e Wahlen (1999) merece, porém, uma especial atenção, na medida em que alerta para várias dimensões importantes do conceito.

Em primeiro lugar, o facto de os gestores usarem *métodos subjetivos* (isto é, métodos em que é permitida a opção por diferentes soluções alternativas) *no reporte financeiro* pode ter impacto significativo no nível de resultados reportados. São disso exemplo, entre outros, a determinação do período de vida útil dos bens (taxas de amortização), a escolha da política de provisões, a opção por um dos diferentes métodos de custeio das existências (FIFO, LIFO e Custo Médio), e a seleção do método de contabilização de certas despesas. A subjetividade está também presente ao nível das transações.

Assim, por exemplo, as empresas podem adiar gastos de manutenção de equipamentos de modo a reportar resultados mais elevados. No mesmo sentido, pode referir-se a alteração dos gastos em investigação e desenvolvimento, a escolha dos momentos de alienação de ativos corpóreos (realizando mais-valias de forma a manter um dado crescimento dos resultados) e a alteração da escala de produção (isto é, ao produzir mais ou menos junto ao final do ano, os gestores conseguem concentrar ou postecipar custos de produção).

Em segundo lugar, a definição refere que os gestores atuam de modo a alterar a perceção dos *stakeholders* sobre a *performance* real da empresa. Este

fenómeno exige que os destinatários do reporte financeiro não tenham capacidade para determinar o impacto da gestão dos resultados (isto é, para se aperceberem que os resultados foram “geridos” e para quantificarem o efeito dessa gestão). Porém, os gestores (em geral) têm consciência de que beneficiam de assimetria de informação face aos acionistas e demais *stakeholders* da empresa, pelo que estão convictos de que podem usar a informação privilegiada de que dispõem sem que (em princípio) de tal tenham perceção os destinatários do reporte financeiro (Healey e Wahlen, 1999). De outra forma, tal ação seria antevista como ineficaz, e não valeria a pena proceder à sua concretização.

De acordo com Oliveira (2008), em português, a expressão “*earnings management*” aparece traduzida como “gestão dos resultados” ou “manipulação dos resultados” e surge associada a certas práticas ou escolhas contabilísticas dos gestores, com a finalidade de propiciarem nos resultados os impactos desejados. No entanto, em certos casos, os gestores podem realizar escolhas contabilísticas que saem do estrito uso da mencionada flexibilidade das normas, e consubstanciam situações de fraude. Ainda segundo este autor, a gestão dos resultados quando é fraudulenta torna-se indesejável, pois prejudica os interesses de terceiros, por via de uma ineficiente afetação de recursos, enganando os destinatários da informação contabilística.

2.2.2 Incentivos à gestão dos resultados

A literatura identifica várias motivações para a prática de gestão dos resultados.

Tendo em conta que a gestão dos resultados não é perceptível através da análise da informação financeira, há conhecimento de incentivos que movem os gestores num dado momento e em determinados contextos, revelando-se importante para os destinatários dessa informação, em especial dos investigadores. Então, segundo Pinheiro (2008), existem três tipos de incentivos à gestão dos resultados:

i) Incentivos relacionados com o mercado de capitais

A literatura apresenta evidência que sugere que o mercado de capitais pode constituir um incentivo para os gestores, quer para a gestão positiva dos resultados, quer negativa, dependendo do contexto onde a empresa se insere. Este incentivo consubstancia-se fundamentalmente no estímulo aos gestores para reportarem resultados (ou indicadores contabilísticos) que não defraudem as expectativas dos investidores e analistas, ou que condicionem as suas expectativas. O propósito é modificar a perceção do risco por parte do mercado em relação à empresa (e.g. Teoh et al., 1998; Erickson e Wang, 1999; Dechow e Skinner, 2000; Burgstahler e Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999; Gore *et al.*, 2001).

ii) Incentivos legais

A existência de incentivos legais – teste empírico à terceira hipótese da Teoria Positiva da Contabilidade (PAT – *Positive Accounting Theory*) tende a afetar as empresas de setores fortemente regulados. Veja-se que por exemplo, em Portugal as instituições financeiras e empresas de seguros estão sujeitas a normas emanadas do Banco de Portugal e do Instituto de Seguros de Portugal, respetivamente, que estabelecem determinados indicadores de solvabilidade e de liquidez, pelo que existem incentivos para cumprir os requisitos emanados. Trata-se de incentivos que podem, potencialmente, levar a gestão positiva no sentido de reportar indicadores de desempenho mais favoráveis. Na literatura existe evidência consistente com a hipótese de existir gestão contabilística com vista ao cumprimento das exigências dos organismos reguladores, justificada pelo facto de tais exigências serem normalmente expressas com recurso ao uso de informação contabilística (e.g. Jones, 1991).

iii) Incentivos contratuais

A “empresa” aparece definida na literatura não como uma “caixa negra”, mas como um “conjunto” de contratos, formais e/ou informais, entre múltiplos agentes, que concorrem para o desenvolvimento da mesma (Jensen e Meckling, 1976). Face à “latitude” permitida pelos PCGA, os gestores podem, potencialmente, influenciar o desenvolvimento do processo contratual, manipulando as variáveis contabilísticas usadas nos contratos, nomeadamente quando estes impõem penalidades (aos gestores e/ou às empresas) caso não sejam atingidos determinados indicadores contabilísticos e financeiros. Quando o desempenho é fraco ou abaixo das expectativas e se acentua a perspectiva de ocorrência de tais penalidades, o incentivo (negativo) leva os gestores a exercerem práticas de gestão dos resultados que aumentem o resultado presente, antecipando resultados de períodos futuros.

Há diversos incentivos à gestão de resultados, no entanto estes estão dependentes da envolvente económica e legal em que a empresa se insere. Esta envolvente é caracterizada por: i) um forte mercado de capitais utilizado como principal forma de financiamento das empresas; e ii) uma grande independência entre o sistema contabilístico e fiscal (Moreira, 2006).

Dependendo dos incentivos defrontados pelos gestores, as práticas de manipulação dos resultados podem ser agrupadas da seguinte forma:

i) agressivas – quando atuam sobre os resultados de forma a melhorar a imagem da empresa (*income-increasing*);

ii) conservadoras – quando pretendem divulgar uma imagem de menor prosperidade do que a efetivamente existente (*income-decreasing*);

iii) alisamento dos resultados (*earnings smoothing*) – se pretendem transmitir uma imagem de estabilidade da empresa ao longo dos anos, o que é do gosto dos investidores mais adversos ao risco.

Todavia, em economias como a portuguesa, compostas por pequenas empresas não cotadas e onde existe uma grande interligação entre a fiscalidade e a contabilidade, o pagamento de um imposto sobre o rendimento inferior (Eilifsen et al., 1999; Moreira, 2006) e a obtenção de financiamento bancário (Moreira, 2006) surgem como os principais incentivos para a gestão dos resultados.

Decorrentes do contexto onde as empresas portuguesas se inserem, elas possuem, essencialmente, dois tipos de incentivos à gestão dos resultados:

i) *a minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento*, que pode ser obtido através da apresentação de resultados mais baixos, uma vez que o apuramento deste imposto depende dos resultados líquidos reportados;

ii) *a obtenção de financiamento bancário*, que é a principal forma de financiamento das empresas portuguesas e que tem subjacente a informação financeira prestada por elas aos bancos.

Contudo, estes dois incentivos tendem a refletir-se nos resultados da empresa de forma antagónica: se os gestores pretendem reduzir o valor do imposto, terão de reduzir os resultados líquidos; mas, tal redução torna mais difícil o processo de obtenção de financiamento bancário (Oliveira, 2008).

Segundo Borralho (2007), há várias motivações para a prática de gestão de resultados baseada no relato financeiro, nomeadamente:

a) Planos de remunerações indexadas aos resultados

Os planos de remuneração dos gestores baseada nos resultados, têm normalmente associadas taxas de incentivos face aos objetivos definidos, compreendidas entre um limite máximo e um limite mínimo. Abaixo e acima dos limites nenhuma remuneração adicional será recebida. Assim, a motivação para a gestão dos resultados em alta apenas existirá dentro dos limites, com o objetivo de incrementar a remuneração. Fora dos limites, se o resultado estiver abaixo do

mínimo, o gestor sentirá motivação para gerir o resultado para baixo, com o objetivo de atingir, o limite do ano seguinte, adotando igual procedimento se o resultado ultrapassar o limite máximo, porque acima deste limite não obtém remuneração adicional, e assim a parte excedente será transferida para o período seguinte, obtendo mais facilmente os objetivos desse período.

b) Elevado nível de endividamento

As empresas com níveis de endividamento elevados poderão estar mais perto de não cumprir determinadas cláusulas contratuais decorrentes dos contratos de financiamento e portanto sofrer penalidades, como o aumento das taxas de juro, o cancelamento do empréstimo ou a execução de hipotecas, ou mesmo a eventual dissolução da sociedade.

Assim, numa situação de endividamento elevado será de esperar que os gestores tenham incentivos para a gestão positiva dos resultados. Porém, quando as cláusulas contratuais já tiverem sido violadas, existirá maior motivação para a gestão negativa dos resultados com o propósito de dar uma imagem mais pessimista da situação da empresa e assim obter vantagens na renovação da dívida e/ou eventuais reforços de capitais próprios.

c) Baixa rendibilidade ou abaixo das expectativas

Os gestores das empresas com desempenho financeiro deprimido ou abaixo das expectativas terão motivações para a gestão positiva dos resultados, na tentativa de defesa do posto de trabalho e de mostrar uma melhor situação financeira da empresa.

A investigação empírica sobre as empresas com baixo nível de rendibilidade tem procurado explicar as razões pelas quais um reduzido número de empresas apresentam pequenos prejuízos contabilísticos, enquanto um avultado número apresentam pequenos lucros. Burgstahler (2003) e Gallén (2005) estudaram este fenómeno, mediante gráficos de frequências (histogramas), e concluíram que as empresas gerem os resultados contabilísticos

para evitar o reconhecimento de prejuízos. Gallén (2005) utilizou adicionalmente os *accruals* discricionários, tendo obtido como principal conclusão que no grupo das observações que apresentam pequenos lucros (intervalos imediatamente subsequentes à direita de zero), estes são muito superiores aos resultados estimados antes da gestão, comparativamente a outros grupos de observações (intervalos mais afastados de zero). Este autor também constatou que as empresas gerem os resultados líquidos para evitar decréscimos de resultados, enquanto que ao nível dos resultados operacionais tal relação não é evidente.

d) Evitar custos políticos

As empresas de maior dimensão, principalmente as de serviços públicos, enfrentam elevada visibilidade pública sendo pressionadas para baixar os preços ou pagar maiores níveis de salários quando obtêm valores elevados de resultados contabilísticos. Nestas circunstâncias, é de esperar que os gestores tenham incentivos para diminuir os resultados por via das práticas de gestão.

A visibilidade pública destas empresas tem sido considerada na investigação empírica relativa à gestão dos resultados, mediante a inclusão de variáveis indicativas da dimensão. Estas variáveis são normalmente definidas de acordo com os estudos consultados, em função do valor das vendas, do total dos ativos ou dos capitais próprios.

Jones (1991) concluiu, com base numa amostra de empresas americanas, que estas apresentaram um maior nível de *accruals* discricionários negativos no ano da investigação das Autoridades do Comércio Internacional do que em outros períodos. Conclui que as empresas gerem os resultados com o propósito de obter proteção tarifária.

e) Diminuição no pagamento de impostos

De acordo com Scott (2003), as motivações no âmbito do pagamento de impostos são as razões mais evidentes para a prática de gestão contabilística, no

sentido da diminuição dos resultados, em regimes fiscais que dependem dos resultados contabilísticos. Porém, em empresas cotadas e/ou de maior dimensão, ou em regimes onde a fiscalidade está mais afastada da contabilidade, é de esperar que esta situação ocorra com menor intensidade.

Após a reforma fiscal levada a cabo nos Estados Unidos em 1986, foram efetuados alguns estudos empíricos com o objetivo de verificar se as empresas alteram o resultado com a finalidade de reduzir o pagamento de impostos (Boynton, 1992 e Wang, 1994). Os resultados obtidos consideram que as normas fiscais incentivam a atuação discricionária na elaboração da informação contabilística.

Tal como já foi referido no Capítulo 1 (Introdução) desta dissertação, a gestão dos resultados poderá ter uma relação com o comportamento cíclico da economia real, daí a importância de expor o conceito de ciclos económicos, que apresentamos no ponto seguinte.

2.3 Ciclos Económicos

O estudo dos ciclos económicos é um assunto que sempre suscitou o interesse da comunidade científica, interesse esse fortalecido à luz dos acontecimentos mais recentes, como a recessão que se tem vindo a sentir nos últimos anos.

O ciclo económico (*business cycle*, ou *economic cycle*) consiste em flutuações do produto interno bruto em torno da sua tendência de longo prazo. Essas flutuações são recorrentes e não devem ser confundidas com grandes flutuações do produto, como depressões económicas.

O que demarca os ciclos económicos, o seu impacto na economia e como presumir a sua evolução, são questões determinantes para a definição de opções de política económica que permitam auxiliar os países das consequências mais

nocivas de uma dada fase do ciclo económico e melhor aproveitar as oportunidades que essa mesma fase pode originar.

No entanto, a evolução cíclica da economia não deverá ser um tema apenas do âmbito dos macroeconomistas ou dos decisores de política, mas deve ser seguida e integrada nas decisões a tomar por todos os agentes económicos, uma vez que esta altera, entre outros, a procura de bens e serviços dirigida às empresas, as condições do mercado de trabalho e o rendimento disponível dos particulares.

Tanto em negócios já existentes como em novos negócios, as empresas têm que decidir, por exemplo, se optam por investir de imediato, se prosseguem para um investimento por fases, ou se não o executam, e para melhor optarem é importante não só ponderar os custos e benefícios diretos desse mesmo investimento, como conhecer o seu enquadramento setorial, os concorrentes, o modelo de negócio e as condicionantes que podem estar a persuadir o mercado mais a um nível micro, como também é fundamental perceber e antecipar a evolução do contexto macroeconómico.

“Numa fase de recessão ou expansão, a resposta do mercado pode ser diversa e por si só influenciar o sucesso ou insucesso de determinada estratégia. Do mesmo modo, a consideração do comportamento diferenciado da economia ao longo de um ciclo económico, é determinante para a análise de um investimento e assim conseguir antecipar em que fase do ciclo é que os efeitos do projeto se irão fazer sentir. Isto porque os projetos hoje iniciados se prolongam para além do momento presente, e na grande maioria das vezes os seus impactos apenas se refletirão em períodos futuros, pelo que a melhor decisão é aquela que consegue prever a sua maior ou menor adequabilidade ao contexto no qual se irão produzir os resultados da ação hoje tomada.

Em períodos de recessão, como a que agora vivemos, saber antecipar a evolução da economia e perceber as oportunidades, poderá ser a chave para a realização de negócios importantes, bem como o factor determinante para a sobrevivência de um conjunto de empresas”. (Leite, 2009)

A análise dos ciclos económicos tem sido um elemento central da investigação no âmbito da macroeconomia e constituiu uma peça primordial de apoio à tomada de decisão em política económica. Contudo, se podemos afirmar que a nível dos decisores de política o conhecimento e previsão do comportamento dos ciclos económicos, e das diferentes dinâmicas analisadas nas fases de expansão e recessão, é essencial na minimização ou potenciação dos resultados da fase do ciclo económico em que a economia se encontra, também ao nível micro, nomeadamente se considerarmos que a evolução cíclica da economia afeta a procura de bens e serviços, tanto os agentes económicos como as empresas deveriam incorporar nas suas decisões a informação sobre o estado da economia.

Mais se entende que este conhecimento não se deve limitar à identificação da fase do ciclo económico que ocorre em determinado momento, sendo também essencial conseguir considerar a sua evolução, uma vez que a maior parte das decisões que tomamos, seja no âmbito da implementação de políticas económicas ou das deliberações de investimento de uma empresa, não têm efeitos apenas no momento presente, mas também em períodos futuros, e a melhor decisão é aquela que consegue antecipar a sua maior ou menor flexibilidade ao contexto no qual se irão produzir os resultados da ação hoje tomada.

É desde já importante referir que Portugal não tem um processo de datação oficial dos ciclos económicos, bem como do início e conclusão de cada uma das suas fases, como é efetuado, por exemplo, pelo *National Bureau of Economic Research (NBER)* para os Estados Unidos da América (EUA).

“Não obstante, alguns estudos têm sido desenvolvidos sobre esta matéria, em particular desde os anos 50, altura em que o Banco de Portugal deu início à publicação das primeiras “Séries longas para a economia portuguesa”. Esta instituição publica regularmente, no respetivo Boletim Económico, algumas análises sobre a evolução cíclica da economia portuguesa e sobre os dados das

séries trimestrais que esta instituição divulga, as quais contêm informação sobre o crescimento observado no produto interno bruto e nas suas principais componentes”. (Leite, 2009)

Importa referir que, em consequência da integração de Portugal na União Europeia se tem registado uma maior correlação entre o ciclo económico português e o ciclo de outros países europeus, situação que não era observável em períodos anteriores. Lopes (2004) analisou a evolução recente dos ciclos económicos das economias europeias e conclui que Portugal se enquadra num grupo de países que apresentam uma sincronização dos ciclos económicos, no qual se encontram a Alemanha, Espanha, Itália, França, Bélgica e Holanda.

Ao estudar-se o ciclo económico, a noção de instabilidade deve ser encarada como uma regularidade e não como um movimento aleatório. Partindo deste ponto, a instabilidade apresenta-se como uma quebra do equilíbrio económico vigente, no qual há uma tendência de ajuste estrutural gradual e contínuo.

Na instabilidade, encontra-se o ciclo económico, que pode ser de duas fases (prosperidade e depressão) ou quatro fases (prosperidade, recessão, depressão e recuperação).

O ciclo económico, de acordo com Schumpeter (1935), “parte de um equilíbrio geral *walrasiano*, passa a ser um desequilíbrio e volta a um novo equilíbrio, diferente do inicial. A inovação desencadeia um ciclo, implementada por um empresário inovador através da obtenção de crédito. Essa inovação quebra o fluxo circular e inicia a fase de prosperidade. O aumento dos salários e dos preços dos consumos aumenta a procura por bens de consumo, gerando uma onda de investimento também nos setores tradicionais, além da onda gerada nos setores dinâmicos pela inovação. O empreendedor constitui um monopólio temporário e aufer lucros extraordinários. Porém, com o surgimento dos imitadores, a concorrência aumenta, os preços caem e os lucros temporários desaparecem, dando início à recessão. Após a recessão, a depressão vem para

eliminar os produtores não-inovadores (ineficientes, na visão de Schumpeter (1935)) e, ao mesmo tempo, reduzir a produção com deflação dos preços. Quando a falência dos não-inovadores acaba, começa a recuperação, visando atingir um equilíbrio com uma nova estrutura produtiva. Dessa forma, encerra-se o ciclo, sendo o período de depressão essencial para a eliminação dos ineficientes e consolidação do novo padrão de produção”.

“O estudo dos ciclos económicos floresceu durante as décadas de 10 a 40, século XX, tendo-se assistido à publicação de diversos trabalhos de crucial importância, como seja o trabalho de Mitchell (1913). A visão deste autor sobre ciclos económicos era essencialmente descritiva, consistindo na decomposição de um elevado número de séries, em sequências de ciclos, sendo estes últimos divididos em quatro fases distintas. O trabalho deste autor teve continuidade com Arthur A. Burns, tendo levado à publicação do trabalho-chave destes autores e que se veio a tornar nuclear na análise dos ciclos económicos” (Kydland e Prescott, 1990).

Segundo Oliveira (2002) “os ciclos económicos, embora de carácter recorrente, não são periódicos, pelo que se tornam de difícil previsão. Apesar disso, muitos fenómenos têm sido identificados como tendo lugar em todas as flutuações económicas. Estes factos estilizados, que dizem respeito a certas regularidades dos ciclos económicos, foram observados para a economia americana, mas podem ser considerados gerais. Essas regularidades são, tal como Lucas [1977] refere: i) os outputs dos vários setores movem-se em conjunto; ii) a produção de bens duradouros exhibe maior amplitude que a produção de bens não duradouros; iii) a produção e preços de bens agrícolas e recursos naturais move-se pouco com o ciclo (baixa conformidade); iv) os lucros exibem uma alta conformidade e maior amplitude do que outras variáveis; v) os preços são geralmente pró-cíclicos; vi) as taxas de juro de curto prazo são pró-cíclicas e as de longo prazo são ligeiramente pró-cíclicas; vii) os agregados monetários e a velocidade de circulação de moeda são pró-cíclicos”.

A problemática dos ciclos económicos é vasta. As teorias explicativas das flutuações económicas são inúmeras. E inúmeras são também as causas avançadas para essas flutuações económicas. Cada teoria avança o seu mecanismo predileto de funcionamento. E embora algumas dessas teorias possam ser facilmente postas em causa, outras há em que tal não acontece e entre as quais é difícil distinguir. A definição de ciclo económico avançada por Lucas (1977) deixava em aberto o problema da definição de tendência. Ver os ciclos como os “movimentos em torno da tendência” tornou-se comum, mas o problema da definição dessa tendência nunca foi completamente resolvido. Kydland e Prescott (1990) clarificaram o conceito de tendência, mas facilmente se podem avançar alternativas, tão válidas quanto a primeira. Trata-se de variáveis não observadas e, como tal, será sempre difícil testar a validade desta ou daquela teoria”.

Após a exposição do conceito de ciclos económicos é importante referir que esta questão está estritamente relacionada com os resultados em todas as suas dimensões e portanto, é fundamental clarificar o conceito de conteúdo informativo dos resultados.

2.4 Conteúdo informativo dos resultados

Um vasto conjunto de trabalhos demonstra que os valores contabilísticos e, em particular, os resultados têm um conteúdo informativo importante. No entanto, um número significativo de estudos parece explicar que há uma fraca associação entre resultados e rendimento.

Há estudos que demonstram a existência de uma relação positiva entre a evolução dos resultados das empresas e o andamento das respetivas cotações (e.g. Ball e Brown, 1968; Beaver, 1968). O estudo de Barth *et al.* (1999) corrobora a relação positiva entre resultados e cotações, demonstrando que se o período de crescimento dos resultados for mais longo, essa correlação é mais forte e, portanto, maior é o impacto nas cotações.

Também Sloan (1996) evidencia que as cotações reagem como se os investidores privilegiassem os resultados em detrimento das suas componentes, parecendo que tais investidores não se apercebem que a persistência dos resultados futuros depende do peso relativo dos *cash flows* e dos *accruals* nos resultados.

Healy (1985) argumenta que os gestores tendem a subavaliar (ou manipular) os resultados contabilísticos em períodos de fraco crescimento económico, com o objetivo de receberem uma compensação financeira futura, adiando receitas presentes para períodos futuros.

Ainda de acordo com Healy (1985), é previsível um aumento na prática de gestão dos resultados por parte dos gestores em períodos de muito fraco crescimento económico (quando os resultados são geralmente baixos) e em períodos de forte crescimento económico, ou seja, em períodos de “*boom*”.

Também argumenta que os gestores de empresas que executam mal têm incentivos para gerir os resultados para baixo, porque eles não têm oportunidade de receber uma compensação no período atual e adiando receitas para períodos futuros não teria nenhum efeito na sua atual compensação total, mas iria aumentar as suas compensações no futuro. Assim, muitas empresas tendem a divulgar resultados negativos durante os períodos de recessões económicas.

Hayn (1995) evidencia um conjunto de explicações e fatores que têm vindo a ser retidos para tal facto, nomeadamente, os resultados não refletem, em tempo útil, os factos económicos subjacentes e, portanto, não estão sincronizados com as variações dos preços das ações (ver, por exemplo, Beaver, Lambert e Morse, 1980).

Outra explicação pode ser o facto de os resultados conterem componentes transitórias que são de valor irrelevante ou têm valorização baixa (Givoly e Hayn, 1993; Gonedes, 1975; Hoskin *et al.*, 1986; Ramesh e Thiagarajan, 1993; Ramakrishnan e Thomas, 1993; Ronen e Sadan, 1981).

Outro facto possivelmente relacionado, tem a ver com os testes a dados seccionais que não permitem reconhecer as propriedades de séries temporais dos resultados das empresas individualmente consideradas. Um fator que muito provavelmente é tido em conta nas projeções de resultados e de rendimentos futuros efetuados pelos investidores (Kormendi e Lipe, 1987).

Também poderá ser pelo facto de certas especificações das variáveis tomadas como medida dos resultados (níveis *versus* variações, deflacionadas pelo preço ou resultado, etc.) também aparentam ter um efeito nos valores do coeficiente de resposta ao resultado (Kothari, 1992).

Por fim, Subramanyan e Wild (1993), mostram que o conteúdo informativo dos resultados está inversamente relacionado com as várias *proxies* de probabilidade de que a empresa esteja numa má situação financeira. Dhaliwal e Reynolds (1994) chegaram a uma conclusão semelhante, considerando que a associação entre rendibilidade-resultados está inversamente relacionada com o risco de incumprimento financeiro.

Os resultados alcançados por Hayn (1995) sugerem que algumas das variações *cross-section* e intertemporais do coeficiente de resposta ao resultado são atribuídos a outros fatores, nomeadamente, variabilidade dos resultados ou dimensão da empresa, podendo o coeficiente de resposta ao resultado variar em função do sinal dos resultados ou do valor absoluto da variação.

2.4.1 O coeficiente de resposta ao resultado

A linha de investigação que retemos centra-se na análise do conteúdo informativo dos resultados a partir do coeficiente de resposta ao resultado, o qual é conhecido pelas iniciais da sua expressão inglesa ERC (*Earnings Response Coefficient*). O ERC traduz a variação relativa do valor (ou preço) das ações face à variação relativa de uma medida dos resultados contabilísticos,

$$ERC = \frac{\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}}{\frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}}}$$

sendo P o valor (ou preço) das ações e X uma medida dos resultados.

O ERC pode ser tido como o coeficiente de inclinação numa regressão da seguinte forma:

$$R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde,

$i=1, \dots, N$ Empresas;

$t=1, \dots, T$ Períodos;

R_{it} representa uma qualquer medida de preços ou rendibilidade de mercado para as várias empresas i durante o período t ;

X_{it} representa qualquer medida de resultados das várias empresas i para o período t ;

ε_{it} representa um termo de perturbação aleatório.

Assim, esta expressão relaciona as variações dos preços de ações com os resultados contabilísticos. O coeficiente β liga ambas as variáveis e constitui o coeficiente de resposta ao resultado (ERC), uma vez que indica a variação dos preços das ações induzida por resultados. Assim, o ERC surge como uma medida do conteúdo informativo dos resultados para o mercado de capitais e neste

sentido o coeficiente de resposta ao resultado constituirá uma *proxy* da qualidade do resultado.

Capítulo 3

Metodologia e Análise de Dados

No presente capítulo procedemos à tipificação da metodologia a usar para a análise da relação entre o comportamento de gestão dos resultados das empresas cotadas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal.

Assim, procedemos à caracterização das diferentes variáveis que vão permitir operacionalizar e testar as diferentes hipóteses; apresentamos e caracterizamos a amostra utilizada no presente estudo e analisamos os resultados obtidos.

3.1 Introdução

Há estudos que procuram detetar indícios de gestão dos resultados, quer no âmbito de estudos específicos de *earnings management* (Jones, 1991), quer de estudos da qualidade dos resultados (Burgstahler *et al.*, 2004), e fazem-no, habitualmente, através da análise dos *accruals*. Para o efeito procuram desagregar estes em duas componentes: a componente discricionária e a componente não discricionária. A parte não discricionária dos *accruals* corresponde ao que a empresa reportaria se não existisse gestão dos resultados; a parte discricionária é obtida através da diferença entre os *accruals* totais e a componente não-discricionária dos *accruals*, e que é tomada como medida da gestão dos resultados efetuada.

A deteção de gestão dos resultados continua a assentar, em grande parte, na solução proposta por Jones (1991). Qualquer escolha contabilística deixa sempre um indício na contabilidade. Como o resultado líquido é a soma dos *cash flows* gerados no período adicionados da variação do fundo de maneiio (*accruals* na literatura anglo-saxónica), esse indício pode ser procurado em uma destas componentes.

Sendo a gestão dos fluxos de caixa mais difícil, a gestão dos resultados tende a ocorrer por via da variação do fundo de maneiio (*accruals*).

Os modelos de *accruals* são a tecnologia usada para efetuar essa desagregação e, por via disso, têm desempenhado um importante papel na investigação empírica em contabilidade. No entanto, é de aceitação geral na literatura que tais modelos não funcionam totalmente bem na identificação das práticas de gestão dos resultados, uma vez que, são mal especificados (Dechow *et al.*, 1995), são imprecisos na estimação dos *accruals* discricionários (Guay *et al.*, 1996), não controlando devidamente o processo de estimação para tomar em consideração fatores como o crescimento, o nível dos *cash flows*, a alavanca financeira e o alisamento dos resultados (Young, 1999) e todos eles têm um fraco poder de previsão (Thomas and Zhang, 2000). Contudo, apesar de todas as suas

deficiências apontadas pela literatura continuam a ser os modelos mais utilizados no estudo da gestão dos resultados e de maior aceitação geral.

3.2 Modelo a testar

3.2.1 Adaptação ao Modelo de Jones (1991)

Tendo em consideração o que foi apresentado nos capítulos anteriores, relativamente aos conceitos de gestão dos resultados e ciclos económicos, propõe-se a seguinte hipótese de investigação:

H1: O comportamento da gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real estão inversamente relacionados. Isto é, em períodos de crescimento económico existe uma menor tendência à gestão dos resultados contabilísticos por parte dos gestores e vice-versa.

Para proceder à análise da relação entre a gestão dos resultados das empresas cotadas portuguesas e o comportamento cíclico da economia real, vamos proceder ao uso da estimação de um modelo adaptado ao de Jones (1991).

O modelo de Jones (1991) estabelece uma relação linear entre os *accruals* totais, as alterações nas vendas (Δ VEND) e o nível do imobilizado (IMOB) ou ativo fixo tangível, de acordo com a nova terminologia do atual Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

O princípio subjacente é que a evolução das vendas tem reflexos em algumas contas de ativos e passivos, que não implicam fluxos de tesouraria, no período, nomeadamente, alterações nos inventários, dívidas a fornecedores e créditos concedidos a clientes. São os designados *accruals* de curto prazo.

Por sua vez, o imobilizado gera custos por via das amortizações do exercício que não originam fluxos de caixa. São os designados ajustamentos a longo prazo.

O modelo de Jones (1991) é o seguinte:

$$AT_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta VEND_{it} + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

- AT – *Accruals* totais;
- $\Delta VEND$ – Alteração do volume de negócios (vendas + prestação de serviços);
- AFT – Ativos Fixos Tangíveis;
- ε – Erro obtido entre o valor estimado pelo modelo e o valor verificado;
- i, t – Empresa i, no período t.

No modelo de Jones (1991) os coeficientes estimados são aplicados aos valores das variáveis de cada empresa no cálculo dos *accruals* não discricionários. Os *accruals* discricionários são obtidos pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários.

O coeficiente β_1 , relativo à variação do volume de negócios ($\Delta VEND$), assume normalmente valor positivo, o qual significa que existe uma relação linear positiva entre esta variável e os *accruals* totais. Para o coeficiente β_2 é esperado sinal negativo, o qual é interpretado pelos decréscimos que as amortizações do exercício provocam nos *accruals* totais, por corresponderem a custos do exercício que não originam pagamentos.

O modelo de Jones (1991) pode ser aplicado de forma temporal à mesma empresa, ou de forma transversal a empresas do mesmo setor.

A versão série temporal (*time-series*) gera estimativas dos parâmetros específicos da própria empresa, pelo que existirá um período em que se espera que não tenha havido manipulação dos resultados, e que serve para estimar o nível de *accruals* não discricionários do período objeto de estudo. A aplicação da versão série temporal apresenta algumas desvantagens. A necessidade de se dispor de um período histórico longo (cerca de 10 anos), para a mesma empresa e a possível existência de alterações estruturais nas condições económicas e nas regras contabilísticas, levam a literatura a considerar que esta versão não se encontra bem especificada.

Na versão secção transversal (*cross-section*) os parâmetros são estimados para as empresas da amostra. De acordo com Palenzuela (2000), as estimativas determinadas para o setor de atividade farão mais sentido, uma vez que traduzem condições mais homogêneas. No entanto, também se apontam limitações a esta versão: pode eliminar *accruals* discricionários que sejam comuns entre empresas do mesmo setor e as alterações das condições económicas específicas de uma empresa relativamente ao setor são captadas como *accruals* discricionários.

O modelo de Jones (1991) apresenta também limitações para detetar as alterações do resultado quando a atuação discricionária é exercida ao nível das vendas. O modelo tem um pressuposto implícito que as vendas não são objeto de ações discricionárias (Fuentes, 2001).

Jones (1991) concluiu, com base numa amostra de empresas americanas, que estas apresentaram um maior nível de *accruals* discricionários negativos no ano da investigação das Autoridades do Comércio Internacional do que em outros períodos. Conclui que as empresas manipularam os resultados com o propósito de obter proteção tarifária. Também Cahan (1992), utilizando o método idêntico ao de Jones (1991), constatou numa amostra de empresas sob investigação de práticas monopolistas, pelo Departamento de Justiça e Investigação do Comércio dos EUA, que estas apresentaram *accruals*

discricionários negativos mais elevados durante os anos da investigação relativamente a outros períodos.

Como já foi referido anteriormente, para efetuar a análise da relação entre a gestão dos resultados das empresas cotadas portuguesas e o comportamento cíclico da economia real, vamos proceder ao uso da estimação de um modelo adaptado ao de Jones (1991).

Para controlar as diferenças no total dos acréscimos em todos os trimestres, ao modelo de Jones original será acrescentado as variáveis T1, T2, T3 e T4, ou seja, acrescentaremos quatro variáveis *dummy* (servem para controlar melhor o modelo e proceder a melhores análises de sensibilidade ao modelo), que dizem respeito ao 1º, 2º, 3º e 4º trimestre de cada ano em análise, e teremos o seguinte modelo:

Equação (1):

$$TTAC_{it}/AST_{it-1} = \beta_0(1/AST_{it-1}) + \beta_1(\Delta REV_{it}/AST_{it-1}) + \beta_2(PPE_{it}/AST_{it-1}) + \beta_3T_1 + \beta_4T_2 + \beta_5T_3 + \beta_6T_4 + \varepsilon_{it} ,$$

Onde, $TTAC_{it}$ é o total dos *accruals* tomados pela empresa i no trimestre t ; AST_{it-1} é o ativo total da firma i no final do trimestre $t-1$; ΔREV_{it} é a mudança na receita líquida para a empresa i no trimestre t ; PPE_{it} é os ativos fixos tangíveis da empresa i no final do trimestre t ; T_m é uma variável *dummy*, igual a 1 se o trimestre t é o m^{th} trimestre, caso contrário é 0; ε_{it} é o termo de erro da regressão.

Após a estimação do modelo supra referido, e após a obtenção dos seus *accruals* discricionários, obtivemos o modelo abaixo exposto, que será igualmente testado:

Equação (2):

$$MDA_t = \beta_0 + \beta_1GDP_t + \beta_2GDP_t^2 + \varepsilon_{it} ,$$

em que a variável MDA_t diz respeito aos *accruals* discricionários no trimestre t , GDP_t corresponde à taxa de crescimento real do PIB no trimestre t e GDP_t^2 é o quadrado da taxa do crescimento do PIB no trimestre t .

Tendo em atenção o que foi descrito no Capítulo 2 sobre o conteúdo informativo dos resultados, propomos também analisar as seguintes hipóteses de investigação:

H2: Existe uma relação não linear entre os resultados contabilísticos e a rentabilidade das ações, evidenciando uma fraca associação entre resultados e rendimento.

H3: Os prejuízos têm um efeito descendente nas medidas que avaliam o conteúdo informativo dos resultados.

Para proceder ao estudo sobre o conteúdo informativo dos resultados iremos testar os modelos de rentabilidade apresentados no ponto seguinte.

3.2.2 Modelo de rentabilidade

A) Primeira e segunda especificação

Tendo por base Hayn (1995), começaremos por reter um modelo de rentabilidade do tipo:

Equação (3): $R_{it} = \alpha + \beta X_{it} / B_{it-1} + \varepsilon_{it}$

Onde, R_{it} é a rentabilidade das ações durante um período de 12 meses, com início no fim do terceiro mês após o terminus do ano fiscal $t-1$;

X_{it} é a variável de resultados expressa alternativamente em níveis do resultado por ação do ano t (primeira especificação) ou em variações (segunda especificação). A variável de resultados é definida pelo resultado após impostos,

antes dos resultados extraordinários. A medida dos resultados é deflacionada por B_{it-1} , a última cotação do ano fiscal t-1;

\mathcal{E}_{it} é um termo de erro.

O coeficiente de resposta ao resultado (β) indica a alteração relativa ao preço de uma ação quando o resultado por ação varia uma unidade monetária, sendo a medida de resultados deflacionada pela última cotação verificada no final do ano fiscal anterior, no sentido de considerar a dimensão das empresas e reduzir a heterocedasticidade que se gera neste tipo de relações.

B) Terceira especificação

Para retirarmos ilações o mais corretas possível, estimamos a regressão que se segue:

Equação (4): $R_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \mathcal{E}_{it}$,

onde, β é o coeficiente de resposta ao resultado (ERC), o qual traduz a variação relativa do valor (ou preço) nas ações face à variação relativa de uma medida dos resultados contabilísticos,

$$ERC = \frac{\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}}{\frac{X_t - X_{t-1}}{X_{t-1}}}$$

sendo P o valor (ou preço) das ações e X uma medida de resultados.

O coeficiente de resposta ao resultado é desta forma o coeficiente de inclinação na regressão indicada em cima, onde a variável dependente [$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$] é definida como uma qualquer medida de rentabilidade de mercado para as várias empresas i durante o período t , e a variável independente [$X_{it} = (X_{it} - X_{it-1}) / X_{it-1}$] representa uma medida de variação de resultados. Neste estudo consideramos os resultados correntes após impostos por ação, isto é, o

resultado antes de ganhos e perdas extraordinárias, sendo o mesmo tido como indicador do resultado das operações em continuação a dividir pelo número de ações emitidas. Neste sentido, o coeficiente de resposta ao resultado indica a alteração relativa de rentabilidade de uma ação quando o resultado a 1% em relação ao resultado anterior.

3.3 Métodos de estimação

Para efetuar a estimação dos modelos iremos recorrer a dados em painel.

Uma das vantagens de estimação através dos dados em painel é a relevação da heterogeneidade individual.

O termo "dados em painel" é vulgarmente utilizado para designar bases de dados constituídas por variáveis que integram observações com uma dimensão seccional e temporal.

Daqui se conclui que a característica principal dos modelos em painel é conciliar uma abordagem em termos de séries temporais com uma abordagem seccional (cross-section).

Os dados em painel permitem uma inferência mais precisa, pois lidam com um maior número de observações (e graus de liberdade) do que os dados puramente seccionais ou temporais.

Por outro lado, os dados em painel providenciam uma maior quantidade de informação, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação (Marques, 2000).

No entanto, a estimação pelos dados em painel apresenta alguns problemas, nomeadamente, o enviesamento resultante da heterogeneidade e da representatividade dos indivíduos da amostra, em relação à população total.

Nos modelos em painel podemos apresentar três tipos: a *pooled regression*, o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

Nos modelos *pooling*, a estimação é feita assumindo que os parâmetros são comuns para todos os indivíduos e ao longo do tempo, e podem ser estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados (ou *Ordinary Least Squares* - OLS), visto que cumprem as hipóteses clássicas do modelo de regressão linear, sendo conhecido como *pooled OLS*. Note-se, no entanto, que se forem aplicados diretamente os mínimos quadrados, ignorando a estrutura de correlação dos erros, obtêm-se na mesma estimadores consistentes mas não eficientes, ou seja, o modelo carece de um erro de especificação e os enviesamentos serão grandes. Assim, visto que ignora a existência de heterogeneidade nos dados, a aplicação em *pool* não é realmente um método de estimação em painel.

Será então adequada a utilização de modelos alternativos que tenham em conta os efeitos individuais não observáveis, como por exemplo, o modelo de efeitos fixos. Neste modelo, os coeficientes podem variar de indivíduo para indivíduo ou no tempo, ainda que permaneçam como constantes fixas, logo, não aleatórias. A sua estimação é efetuada pelo método LSDV (*Least Squares Dummy Variable*), que se funda na utilização do método dos mínimos quadrados (OLS) para a estimação dos parâmetros, em que é estabelecido que a constante é específica a cada indivíduo e é definida uma variável *dummy* para cada empresa.

O método LSDV, na prática, elimina todos os efeitos que não variam com o tempo (como o sexo, religião, etc) e obriga a uma grande perda de graus de liberdade. Apesar de tudo, os estimadores LSDV (ou intra-grupo) resultantes são BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*), isto é, na classe dos estimadores lineares não enviesados, são os melhores, porque gozam de variância mínima, desde que as perturbações sigam as hipóteses clássicas e, com $N \rightarrow \infty$ e $T \rightarrow \infty$, consistentes.

Da aplicação do método LSDV, resultam os chamados estimadores “intra-grupo” ou *within*, visto que obedecem à diferença entre grupos e empresas.

Neste tipo de modelo, quando a base de dados é composta por muitas unidades *cross-section*, que exige muitas variáveis *dummy*, conseqüentemente há uma redução significativa dos graus de liberdade, e portanto este facto apresenta-se como uma desvantagem.

No caso de o estudo ter por base uma amostra que, por vários motivos, foi seleccionada aleatoriamente, ou seja, não representa a população total da amostra, será mais oportuno usar um modelo de efeitos aleatórios.

O modelo de feitos aleatórios pressupõe que o comportamento específico dos indivíduos e períodos de tempo é desconhecido, não podendo ser observado, nem medido: é parte da nossa “ignorância geral”. Assim, em amostras longitudinais de grande dimensão, pode-se sempre representar estes efeitos individuais ou temporais específicos sob a forma de uma variável aleatória normal.

Este modelo considera o efeito fixo individual como aleatoriamente distribuído, e portanto não sistemático e logo não estimável.

Ao contrário do modelo de efeitos fixos, a heterogeneidade não é induzida através do termo independente, mas sim através da variância da variável endógena.

Na estimação por OLS, o modelo com efeitos aleatórios, ainda que permaneça cêntrica, consistente e assintoticamente normal, não é já eficiente. O mesmo pode ser afirmado em relação ao LSDV: permanece cêntrico, consistente, mas já não será eficiente. Logo terá de recorrer ao estimador dos mínimos quadrados generalizados ou GLS (*Generalised Least Squares*). Este modelo resulta da média ponderada de dois estimadores: o estimador LSDV ou Intra-Grupo (*Within*) e o estimador Inter-Grupo (*Between*) que mais não é que a aplicação de OLS ao modelo expresso em termos de médias temporais para cada indivíduo. (Marques, 2000)

3.4 As variáveis

O nosso objetivo principal centra-se na análise da relação entre o comportamento da gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal.

As variáveis a utilizar no nosso estudo dividem-se em dois grupos: variáveis primárias e variáveis de *input* dos modelos.

As variáveis primárias são:

a) **AST_{it-1} - Ativos Totais** (WS 02999)², representam a soma de todos os ativos de uma empresa, que em geral são subdivididos em três categorias de acordo com a sua liquidez e duração (ativo circulante, realizável a longo prazo e permanente).

b) **NR - Receita Líquida** (WS 01001), representam as vendas brutas e outras receitas operacionais menos os descontos concedidos, devoluções e abatimentos.

c) **PPE_{it} - Ativos Fixos Tangíveis** (WS 02501), representam os itens que sejam detidos para uso na produção ou fornecimento de bens ou serviços, para arrendamento a outros, ou para fins administrativos e os itens que se espera que sejam usados durante mais do que um período.

d) **X_{it} (NIBEI) - Resultado líquido antes de itens extraordinários** (WS 01551), representa as rendas antes de itens extraordinários e dividendos comuns e preferidos, mas depois de rendas funcionais e não-funcionais, e despesas, reservas, impostos de rendas, interesse minoritário e valor dos ganhos.

e) **NCFOA - Fluxos de caixa (Cash-Flows)** (WS 04860), representa as receitas líquidas e desembolsos resultantes das operações da empresa.

² Em todas as variáveis consideradas, apresentam-se os itens Worldscope (WS).

f) P_{it} , representa a última cotação do mês de março do ano t+1 referente à empresa i. A seleção desta data de fecho baseia-se na consideração de que as contas anuais são apresentadas até ao final do primeiro trimestre subsequente e de que o mercado já incorporou a informação nas mesmas contidas.

g) B_{it-1} , representa a última cotação do mês de dezembro do ano t-1, ou seja, o valor em euros por ação da empresa no início do ano t.

As variáveis de *input* dos modelos são:

a) ΔREV_{it} , é a variável de resultados expressa em variação das vendas líquidas.

b) $TTACC_{it}$, é a variável que expressa a diferença entre o resultado líquido antes dos itens extraordinários e os fluxos de caixa.

c) **PIB (taxa)**, é a variável que expressa a soma (em valores monetários) de todos os bens e serviços finais produzidos numa determinada região (quer sejam países, estados ou cidades), durante um período determinado (mês, trimestre, ano, etc). O PIB é um dos indicadores mais utilizados na macroeconomia com o objetivo de mensurar a atividade económica de uma região.

d) R_{it} , é a rendibilidade das ações relativas a um período de 12 meses, com início do terceiro mês após o *terminus* do ano fiscal, calculada como $[(P_{it+1} - P_{it})/P_{it}]$.

e) **DACC**, é a variável que expressa os *accruals* discricionários.

3.5. O caso português - os dados

Neste ponto iremos em primeiro lugar efetuar uma apresentação da amostra e seguidamente uma breve análise descritiva dos dados.

3.5.1 A amostra

A amostra é constituída pelas empresas cotadas na Euronext Lisboa, excluindo as instituições bancárias e as seguradoras (porque têm um tratamento contabilístico diferente). Retivemos observações a 64 empresas e a um período de 12 anos: de 2000 a 2011 (inclusive).

A base de dados que elaborámos não contém dados para todas as empresas para toda a extensão do período de análise (2000-2011). Isto deve-se ao facto de por vezes não ter sido possível obter a informação de base necessária, bem como o facto de serem poucas as empresas que se encontravam cotadas para todo o período de análise.

Os dados foram recolhidos a partir da base de dados Datastream.

Apresentamos, no Apêndice, a lista das empresas que integram a amostra.

3.5.2 Análise descritiva dos dados

A) Tipificação das variáveis

No Quadro 2, que se segue, procedemos à análise descritiva dos dados. Os mesmos são tipificados atendendo ao período total em análise. Utilizámos para o efeito o GRETL (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*).

Quadro 2 - Análise Descritiva dos Dados

Variáveis Primárias							Variáveis <i>input</i> dos modelos			
	NR	PPE _{it}	X _{it}	NCFOA	P _{it}	B _{it-1}	Δ REV _{it}	TTACC _{it}	R _{it}	DACC
Nº observações	2320	2310	2324	2246	636	636	2288	2246	636	2207
Média	0,76	0,35	0,02	0,04	173,71	175,07	0,02	-0,02	0,03	0
Mediana	0,66	0,34	0,02	0,05	93,55	82,7	0	-0,04	0	-0,01
Mínimo	0,001	0	-0,98	-0,51	0,2	0,2	-1,43	-0,85	-0,91	-0,9
Máximo	2,69	1,55	5,84	0,64	6117,7	7081,3	7,83	5,71	5,5	5,73
Desvio Padrão	0,47	0,22	0,27	0,1	373,83	455,29	0,24	0,27	0,52	0,27
Enviesamento (skewness)	0,93	0,7	18,1	-0,55	9,22	10,24	18,3	17,13	4,38	17,07
Curtose (kurtosis)	0,88	1,4	397,66	6,66	118,85	130,77	528,82	357,77	36,25	354,98

De uma forma geral, à exceção das variáveis P_{it} e B_{it-1}, todas as variáveis apresentam valores da média e mediana próximo, o que nos leva a concluir que as distribuições são simétricas ou ligeiramente assimétricas.

O estudo da simetria permite ver se a distribuição é simétrica, condição necessária mas não suficiente para a distribuição ser considerada normal.

Relativamente à assimetria, conclui-se que as distribuições das variáveis NR e PPE_{it} são ligeiramente assimétricas, uma vez que o valor do enviesamento (*skewness*) é próxima de zero. Por sua vez, as variáveis X_{it}, Δ REV_{it} e TTACC_{it} são muito assimétricas, uma vez que os coeficientes de assimetria tomam valores maiores do que zero. As distribuições têm, assim, enviesamentos positivos ou assimétricos à direita, o que significa que a distribuição se concentra no lado esquerdo com uma longa cauda para a direita. Por fim, a distribuição da variável NCFOA concentra-se no lado direito com uma longa cauda para o lado esquerdo, uma vez que o valor do coeficiente de assimetria é menor do que zero, pelo que a distribuição diz-se com enviesamento negativo ou assimétrico à esquerda.

Não existe, portanto, uma distribuição padrão para todas as variáveis em análise.

Outra característica da forma de distribuição é fornecida pelo achatamento ou curtose que, através da comparação com uma distribuição

normal, para um dado desvio padrão, indica a intensidade das frequências à volta de um ponto central (Gageiro e Pestana, 2008). Como os coeficientes de achatamento ou de kurtosis apresentam valores maiores que zero, as distribuições dizem-se menos achatadas que o normal, ou seja, leptocúrtica.

No Quadro 3, que se segue, apresentamos a matriz de correlação para as variáveis primárias e de *input* dos modelos. As medidas de correlação apresentadas para as variáveis são o coeficiente de correlação de *Pearson* (valores que estão acima da diagonal) e o coeficiente de correlação de *Spearman* (valores que estão abaixo da diagonal).

O coeficiente de correlação de *Pearson*, também chamado de "coeficiente de correlação produto-momento" ou simplesmente de "*ρ* de *Pearson*" mede o grau da correlação (e a direção dessa correlação - se positiva ou negativa) entre duas variáveis de escala métrica (intervalar ou de rácio/razão).

Este coeficiente, normalmente representado por *ρ* assume apenas valores entre -1 e 1. O sinal indica a direção, se a correlação é positiva ou negativa, e o tamanho da variável indica a força da correlação. Quanto mais próximo estiver dos valores extremos tanto maior é a associação linear.

O coeficiente de correlação de *Spearman* utiliza os valores de ordem das observações em vez do seu valor observado. Deste modo, este coeficiente não é sensível a assimetrias na distribuição, não exigindo que os dados provenham de duas populações normais.

Quadro 3 - Matriz de Correlação

	NR	PPE _{it}	X _{it}	NCFOA	Δ REV _{it}	TTACC _{it}
NR	1	0,021	0,069	0,194	0,039	-0,008
PPE _{it}	0,03	1	-0,057	0,232	-0,006	-0,057
X _{it}	0,216	0,138	1	0,163	0,069	0,934
NCFOA	0,188	0,284	0,455	1	-0,01	-0,201
Δ REV _{it}	0,021	0,047	0,081	0,023	1	0,071
TTACC _{it}	-0,013	-0,192	0,32	-0,573	0,037	1

Constata-se que os coeficientes de correlação de *Pearson* e *Spearman* são, na sua maioria baixos, indicando que a dependência linear das variáveis em análise não é muito forte.

Em relação à significância estatística dos coeficientes de correlação de *Pearson*, só o coeficiente de correlação entre as variáveis Ativos Fixos Tangíveis (PPE_{it}) e Fluxos de Caixa (NCFOA) é que é significativo, visto que a significância ou probabilidade associada ao teste sobre a correlação é inferior a 0,05. Em relação aos coeficientes de correlação de *Spearman*, todos os valores são estatisticamente pouco significativos, o que indica que existe uma fraca correlação entre as variáveis.

3.5.3 Análise Gráfica dos Dados

A) A variável de resultado – a frequência dos prejuízos

A distribuição da variável resultado líquido antes de itens extraordinários é assimétrica. Assim no Quadro 4, abaixo, apresentamos a frequência relativa dos prejuízos.

Na amostra, os prejuízos são razoavelmente comuns, representando 28,3% do número total de observações referentes à variável em análise. A frequência dos prejuízos é muito variável. Tal facto poderá estar relacionado com a composição e atividade das empresas.

Os anos de 2001, 2002, 2003 e 2011 foram os anos que apresentam, em termos relativos, uma maior percentagem de prejuízos face ao número total de observações, de 37,7%, 41,2% e 37,8, respetivamente. O ano de 2007 foi o que apresentou em termos percentuais menor incidência de prejuízo.

Quadro 4 - Frequência dos Prejuízos

Ano	Número total de empresas- anos	Número de anos de prejuízos	% de anos de prejuízos
Todos os anos	593	168	28,3
2000-2007	404	110	27,2
2008-2011	189	58	30,7
2000	55	10	18,2
2001	53	20	37,7
2002	51	21	41,2
2003	51	21	41,2
2004	48	9	18,8
2005	48	9	18,8
2006	49	12	24,5
2007	49	8	16,3
2008	49	16	32,7
2009	48	14	29,2
2010	47	11	23,4
2011	45	17	37,8

A variabilidade na frequência dos prejuízos ao longo do período de análise é em parte explicada por variações estruturais da economia, nomeadamente a crise e recessão económicas. Esta variabilidade dos resultados pode também ser explicada pelas operações de fusões de empresas, bem como do nível de alavancagem financeira das empresas. Pode também ser justificada pelas mudanças dos princípios e políticas contabilísticas.

Na Figura 1, que se segue, é apresentada a frequência dos prejuízos para todos os anos da amostra.

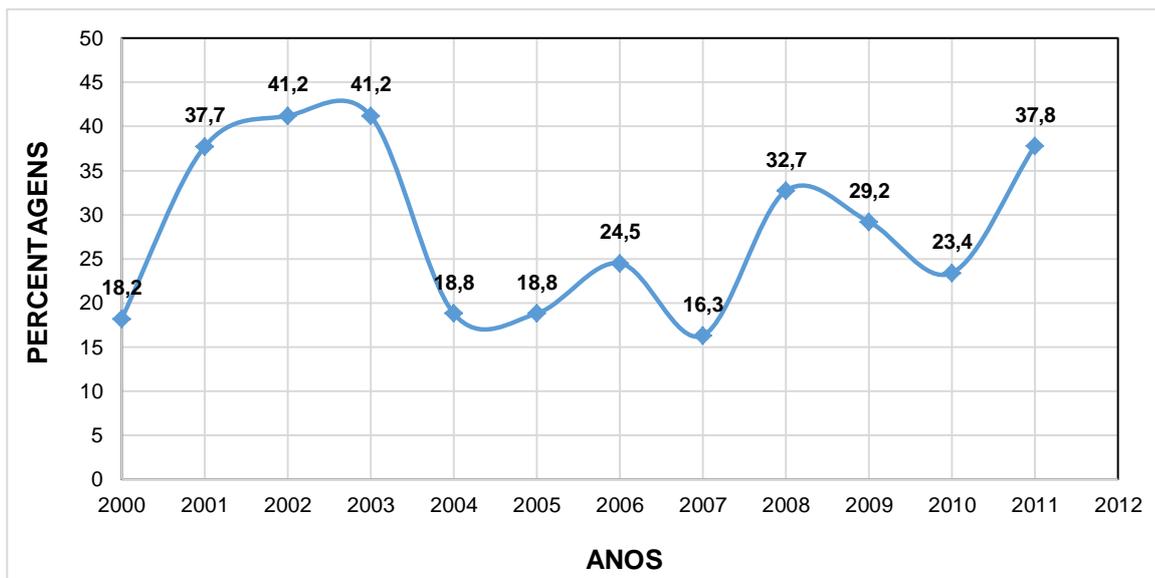


Figura 1 - Frequência dos prejuízos por ano

Quase todas as empresas apresentaram resultados negativos em pelo menos um exercício, sendo a incidência dos prejuízos relativamente uniforme.

Como consta do Quadro 5, atendendo às empresas com pelo menos três anos de dados, a maioria (98,3%) relata a existência de prejuízos durante o período em análise, 12,7% das empresas tiveram pelo menos uma perda e 20,6% tiveram duas a três perdas. Verifica-se que 34,9% das empresas apresentam sempre resultados positivos.

Quadro 5 - Distribuição de Empresas (n≥3 anos) face ao nº de anos de Prejuízo

Número de anos de prejuízos	Número de empresas	% de empresas
Todas as empresas	63	100,0
0	22	34,9
1	8	12,7
2	5	7,9
3	7	11,1
4	6	9,5
5	5	7,9
6	4	6,3
7	1	1,6
8	1	1,6
9	2	3,2
10	1	1,6
11	1	1,6
12	0	0,0

B) Comportamento do PIB

Na Figura 2, que se segue, é apresentado a taxa do PIB, para todos os anos da amostra.

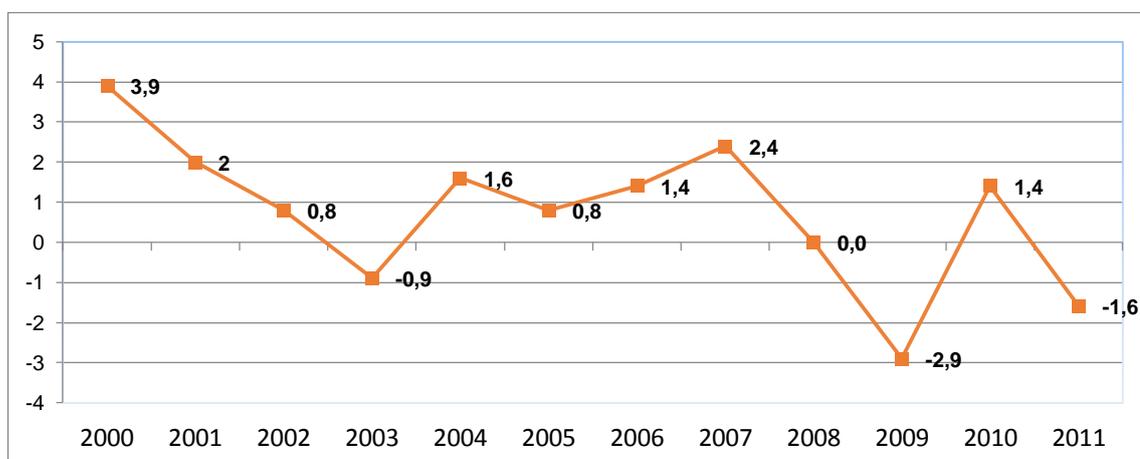


Figura 2 - Taxa do PIB

Da análise do gráfico, observa-se que houve um decréscimo significativo da taxa do PIB entre 2000 e 2003, justificado pela recessão económica que se viria a desencadear em 2003. Após a recessão, o crescimento real da taxa do PIB permaneceu positivo até ao último trimestre de 2008, momento a partir do qual se começa a sentir de forma mais pronunciada na economia portuguesa, os efeitos adversos da referida recessão.

Em 2008, interrompeu a dinâmica de recuperação que vinha exibindo desde 2005 e apresentou uma variação nula em termos reais. Este resultado ficou a dever-se à evolução desfavorável da economia mundial.

Em 2009, o contexto macroeconómico em Portugal continuou fortemente marcado pela propagação e evolução da crise, que teve um papel decisivo no desempenho da economia portuguesa, nomeadamente na contração da procura externa e um impacto negativo na evolução do consumo interno e do investimento. A conjugação destes fatores contribuiu para uma contração da taxa do PIB, em termos homólogos, de 2,9%.

Verificou-se um modesto crescimento de 2009 para 2010, no entanto em 2011 volta a registar-se um decréscimo, reflexo da continuidade da crise que continuou a persistir nesse período, que se reflete na diminuição do consumo interno e na quebra do investimento externo.

A evolução da economia portuguesa nos anos seguintes continuou fortemente determinada pela conjugação do processo de consolidação orçamental, fundamental para assegurar um crescimento económico sustentado.

A recuperação gradual da procura à escala global e das economias dos nossos principais parceiros comerciais, iniciada ainda em finais de 2009, permitiu a Portugal retomar uma trajetória de crescimento em 2010 (PIB cresceu 1,4% face ao período homólogo)

C) PIB e frequência dos prejuízos

Na Figura 3, que se segue, é apresentada a relação entre a taxa do PIB Real e a Frequência dos prejuízos.

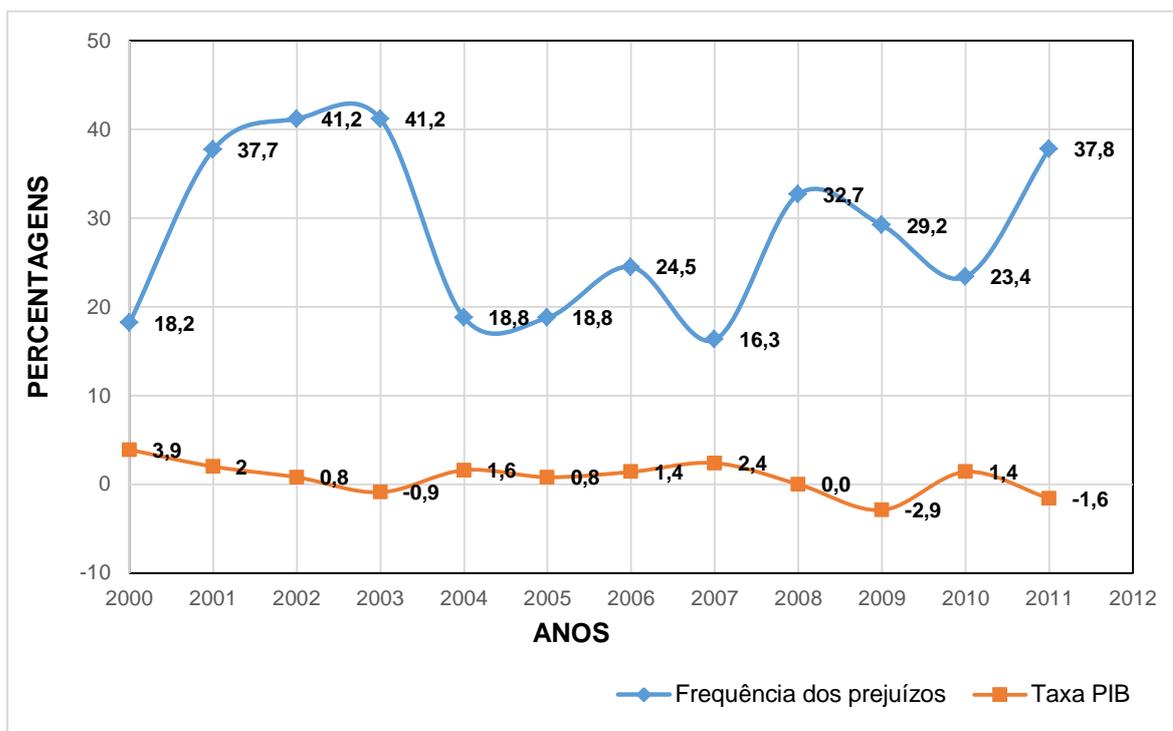


Figura 3 - Taxa de PIB Real e Frequência dos prejuízos

Verifica-se que, quando a percentagem de prejuízos, num determinado ano, aumenta, a taxa do PIB nesse mesmo ano diminui e vice-versa, o que significa que existe uma relação inversa e negativa, entre a ocorrência de prejuízos e a taxa de crescimento do PIB. Isto verifica-se para todos os anos de análise, por exemplo, de 2001 para 2002 verifica-se um aumento de prejuízos de 37.7% para 41.2%, no entanto a taxa do PIB, nesses mesmos anos, assiste a um decréscimo de 2% para 0.8%. Ou seja, há uma relação significativamente negativa entre o desempenho das empresas e o comportamento cíclico da atividade real do país.

Em alturas de fraco desempenho económico existe uma maior ocorrência de prejuízos.

D) Mediana dos *Accruals* Discricionários e PIB Real

Na Figura 4, que se segue, é apresentada a relação entre a Mediana dos *Accruals* Discricionários e a taxa do PIB Real de Q1 de 2000 a Q4 de 2011.

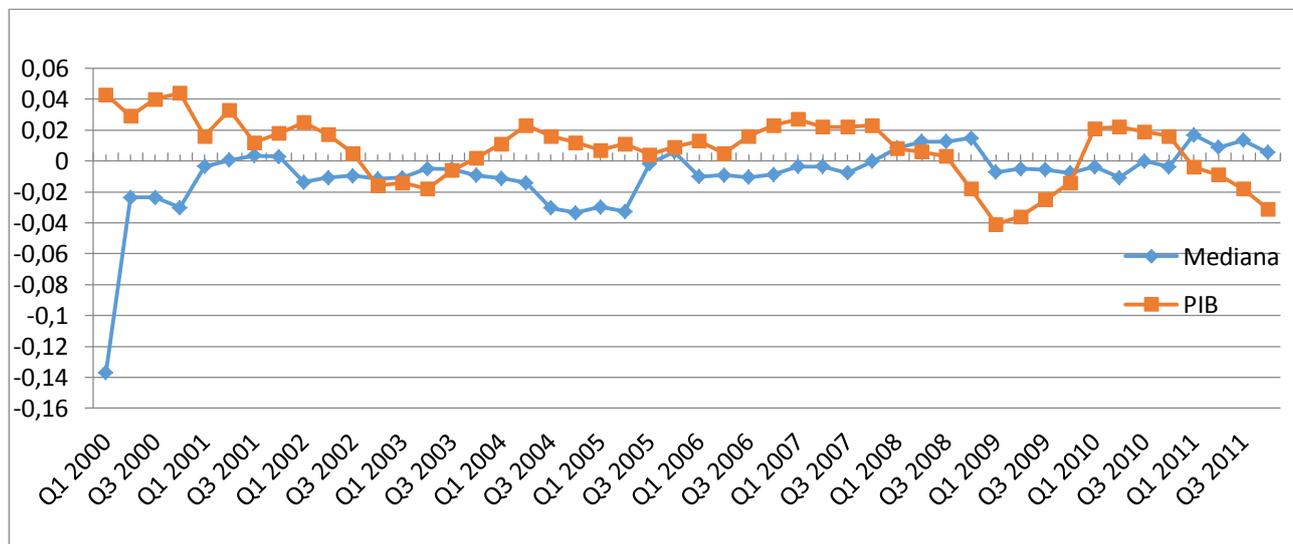


Figura 4- Mediana *Accruals* Discricionários e PIB Real de Q1 de 2000 a Q4 de 2011

Após a análise do gráfico, verifica-se que ao longo de todo o período, quando a taxa do PIB diminui a mediana dos *accruals* discricionários aumenta e vice-versa. Por exemplo, de Q1 para Q2 de 2000, a mediana aumentou de -0,14 para -0,02, ao contrário do PIB que teve uma diminuição de 0,043 para 0,029.

Concluimos que quando a taxa do PIB diminui, há um aumento dos prejuízos e consequentemente mais gestão dos resultados. Por outro lado, quando taxa do PIB aumenta há menos prejuízos e portanto haverá menos gestão dos resultados.

Deteta-se que há gestão dos resultados através da existência de *accruals* discricionários anormais tomados pelas empresas em determinados períodos. Verifica-se a existência de valores negativos e estatisticamente significativos de *accruals* discricionários no 1º trimestre de 2000, sendo este o valor mais baixo dos 48 trimestres examinados.

Similar ao estudo de Lin e Shih (2009), esta situação também é consistente com a hipótese de que os investidores reagem aos baixos resultados relatados durante as recessões com menos rigidez e os gerentes têm incentivos para adiar o rendimento em tais períodos para períodos futuros. Isto significa que os *accruals* discricionários tendem a ser negativos em períodos de forte crescimento do PIB real, sendo também consistente com a hipótese de moderação dos resultados.

Estes resultados são consistentes com o facto de os gerentes gerirem os resultados para baixo na fase da recessão, adiando a distribuição de lucros para a fase de recuperação do ciclo de negócio.

Mais uma vez, e tendo em atenção as análises anteriores, corrobora-se que há uma relação inversa na evolução da economia real e na prática da gestão dos resultados contabilísticos, em períodos de fraco crescimento económico existe uma maior tendência à gestão dos resultados contabilísticos e vice-versa.

Lin e Shih (2009) examinaram os *accruals* discricionários referentes a 515 empresas, em cada um dos 31 trimestres, e concluíram que a relação entre o valor médio dos *accruals* discricionários e a taxa de crescimento real do PIB tem a forma de um U invertido. No entanto, contrariamente a estes autores, na nossa análise obtivemos uma função crescente e não uma função em forma de U invertido, situação que poderá ser explicada pelo facto de termos apenas uma amostra constituída por 64 empresas, para um período diferente e composto por um maior número de trimestres analisados.

Capítulo 4

Discussão dos Resultados

Neste ponto iremos apresentar e analisar os principais resultados obtidos através das várias metodologias referidas anteriormente, de forma a retirarmos conclusões sobre a relação entre o comportamento de gestão dos resultados das empresas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, bem como sobre a relação entre o valor das ações (rendibilidade das ações) e os resultados contabilísticos das empresas, medido pelo coeficiente de resposta ao resultado.

Os resultados apresentados neste capítulo foram obtidos e confirmados através da utilização de um programa de análise econométrica, o GRETL (*Gnu Regression, Econometrics and Time-series Library*).

Todas as especificações dos modelos referidos anteriormente foram estimadas nas versões *Pooling*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios. De seguida iremos apresentar os resultados das estimações, os melhores resultados dados os vários testes realizados, e efetuar um comentário aos resultados obtidos. A escolha de uma dada especificação para um modelo irá depender da resposta prévia a uma série de pressupostos de índole teórica e não empírica.

4.1 Análise dos resultados em Painel

Para preceder à análise da relação entre a gestão dos resultados das empresas cotadas portuguesas e o comportamento cíclico da economia real, vamos proceder ao uso da estimação do modelo adaptado ao de Jones (1991), já exemplificado e explicado no Capítulo 3.

No ponto que se segue apresentamos os resultados do modelo, definido pela Equação (1) e Equação (2).

A) Resultados da primeira equação

No Quadro 6, que se segue, apresentamos os resultados de uma função linear, exemplificada pela Equação (1), relativamente à análise em painel, para todos os casos em estudo.

Equação (1):

$$\begin{aligned} \text{TTAC}_{it}/\text{AST}_{it-1} = & \beta_0 (1/\text{AST}_{it-1}) + \beta_1 (\Delta\text{REV}_{it}/\text{AST}_{it-1}) + \beta_2 (\text{PPE}_{it}/\text{AST}_{it-1}) + \beta_3 T1 + \beta_4 T2 \\ & + \beta_5 T3 + \beta_6 T4 + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

Quadro 6- Análise em Painel da equação (1)

Variáveis	"Pooled OLS"		Efeitos Fixos	
	Coeficientes	Valor p	Coeficientes	Valor p
1/AST _{it-1}	9,2156	0,7934	11,9943	0,7317
Δ REV _{it}	0,0806	0,0007 ***	0,0817	0,0006 ***
PPE _{it}	-0,0667	0,0111 **	-0,0417	0,1159
T1	0,0003	0,9902	0,0002	0,9943
T2	-0,0008	0,9748	-0,0009	0,9708
T3	-0,0002	0,9933	-0,0002	0,9921
T4	-0,0066	0,8048	-0,0057	0,8312
R ² Ajust.	0,005		0,017	
Breusch-Pagan	-		Chi2 (1) = 132,25 valor p = 0,00	
Teste F	F (7, 2199) = 2,59 valor p = 0,012		F (1, 2198) = 28,2 valor p = 0,00	
Teste White	Chi (25) = 39,2 valor p = 0,035		-	

*** estatisticamente significativo ao nível de 1%

** estatisticamente significativo ao nível de 5%

Os resultados do teste F apresentam que o valor de $p < 0.05$, indicando que o modelo *pooled* não é apropriado, o teste *Breusch-Pagan* confirma a rejeição do modelo *pooled*.

O teste F apresenta o valor de 2,59 para o modelo *pooled* e 28,2 para o modelo de efeitos fixos, logo rejeita-se o modelo *pooled*.

Pelo teste *Breusch-Pagan* concluímos que os efeitos fixos melhoram os nossos resultados e portanto são os mais apropriados.

Através do teste *White* conclui-se que existe heterocedasticidade e portanto rejeita-se a hipótese nula com o valor de $p = 0.035$.

No modelo *pooled*, o valor das variáveis Δ REV_{it} e PPE_{it}, é estatisticamente significativo, um é positivo e o outro é negativo, os seus valores são respetivamente, 0,081 (0,00074) e -0,067 (0,01114). Os resultados obtidos são consistentes com a literatura uma vez que um sinal positivo da variável Δ REV_{it} significa que uma variação positiva nas vendas provoca um aumento em

determinadas contas que afetam positivamente o fundo de maneiio, por exemplo, contas a receber. Por outro lado, a variável PPE_{it} é incluída no modelo para controlar a parte dos *accruals* totais relacionada com a componente não discricionária das depreciações do período. O sinal para o coeficiente desta variável é indubitavelmente negativo, visto que a um aumento dos ativos fixos tangíveis está associado um aumento das depreciações, que são uma componente negativa dos *accruals*.

No modelo efeitos fixos, apenas a variável ΔREV_{it} é estatisticamente significativa e positiva, e o seu valor é 0,082 (0,00058).

Podemos então concluir, pela análise dos coeficientes e testes realizados, que o modelo *pooled* é o mais apropriado e que os resultados são consistentes com a literatura.

B) Resultados da segunda equação

Uma função quadrática é susceptível de proporcionar um melhor ajuste para a relação do que uma função linear.

Então, no Quadro 7, que se segue, apresentam-se os principais resultados dessa função quadrática, exemplificada pela Equação (2), relativamente à análise em painel, para todos os casos em estudo.

Equação (2):

$$MDA_t = \beta_0 + \beta_1 PIB_t + \beta_2 PIB_t^2 + \varepsilon_{it}$$

Quadro 7- Análise em Painel da equação (2)

Variáveis	"Pooled OLS"		Efeitos Fixos	
	Coefficientes	Valor p	Coefficientes	Valor p
PIB _t	1,00092	0,00077 ***	0,938	0,00153 ***
PIB _t ²	48,282	0,00005 ***	45,432	0,00012 ***
R ² Ajust.	0,015	-	0,013	-
Breusch-Pagan	-		Chi2 (1) = 104,26 valor p = 0,000	
Teste F	F (2, 2204) = 17,436 valor p <0,000		F (1, 2203) = 24,57 valor p = 0,000	
Teste White	Chi2 (4) = 35,16 valor p = 0,000		Chi2 (4) = 35,2 valor p = 0,000	

*** estatisticamente significativo ao nível de 1%

** estatisticamente significativo ao nível de 5%

Pela realização dos testes F, *Breusch-Pagan* e *White*, podemos concluir que o modelo de efeitos fixos melhora os nossos resultados.

Verificou-se a existência de heterocedasticidade. Pela realização do teste *White*, rejeita-se a hipótese nula com o valor p = 0,000.

No modelo *pooled*, as variáveis PIB e PIB² são estatisticamente significativas, ambas positivas, os seus valores são respetivamente, 1,00092 (0,00077) e 48,282 (0,00005).

No modelo efeitos fixos, as variáveis PIB e PIB², são estatisticamente significativas ao nível de 1%, ambas positivas, os seus valores são respetivamente, 0,938 (0,00153) e 45,432 (0,00012).

Os sinais dos coeficientes sugerem que MDA_t é uma função crescente da taxa do PIB.

Conclui-se, pelos valores dos coeficientes e dos testes realizados que, o modelo efeitos fixos, é o mais apropriado.

O R² ajustado desta regressão é 0,013 (1,3%), indicando que há uma pequena proporção entre os *accruals* discricionários em todos os trimestres.

Contrariamente ao estudo de Lin e Shih (2009) em que há uma grande proporção da variação da média dos *accruals* discricionários em todos os trimestres que é explicada pela variação do crescimento real do PIB.

Semelhante a Lin e Shih (2009) a relação documentada de gestão dos resultados, com o crescimento real do PIB, é consistente com a hipótese de que a gestão dos resultados está relacionada com a forma como os planos de bónus dos gestores são administrados.

Healy (1985) argumenta que os gestores aceitam acréscimos menores de forma a adiar os ganhos para um período no futuro, quando os ganhos totais são menores e não se possa atribuir prémios, ou quando os ganhos totais são especialmente altos que faça com que o nível dos prémios atinja um limite máximo, e aceitam acréscimos mais elevados para, de outra forma, gerir ganhos a um nível mais elevado. A teoria, então, demonstraria um aumento de incidentes onde os gestores gerem os ganhos diminuídos durante as recessões e em períodos onde o crescimento do PIB se mostra muito baixo, já que os ganhos das empresas durante esses períodos são geralmente muito deprimidos, e a maior parte dos gestores encontrariam os ganhos a um nível demasiado baixo para atribuir prémios. A teoria demonstra também, um aumento de incidentes onde os gestores gerem os ganhos para baixo em períodos de crescimento rápido porque os ganhos das empresas são geralmente altos durante estes períodos, e muitos gestores iriam encontrar os ganhos demasiados altos ao ponto que atingiriam o limite máximo dos prémios. Em contrapartida, a teoria demonstraria um aumento em incidentes onde os gestores gerem os ganhos para cima em períodos de crescimento económico moderado uma vez que os ganhos da maior parte das empresas seriam elevados durante estes períodos mas não tão altos que iriam atingir o limite máximo dos planos de prémios.

No ponto seguinte, iremos fazer a análise em painel, do Modelo de Rendibilidade, através da análise do conteúdo informativo dos resultados,

apoiando-nos no coeficiente de resposta ao resultado (ERC), exposto e explicado anteriormente.

4.2 Análise do modelo de Rendibilidade em Painel

A) Resultados da primeira e segunda especificações

No Quadro 8 e Quadro 9, que se seguem, apresentam-se os resultados das estimações da primeira e segunda especificações. A amostra que está na base das estimações dos modelos, está dividida em subgrupos, ou seja, um relativo aos anos de prejuízos das empresas e outro referente aos anos com lucros. Esta divisão tem como objetivo verificar o efeito dos prejuízos nas estimações, isto é, a assimetria na resposta ao resultado. A regressão da rendibilidade das ações em relação ao rácio resultados contabilísticos/preço é então estimada para cada subgrupo, usando a especificação da variável resultados contabilísticos em níveis (X_{it}) e em variações ($X_{it}-X_{it-1}$), ou seja, primeira e segunda especificações, respetivamente.

Segundo Hayn (1995), se os casos de prejuízos tiverem um efeito descendente nas medidas que avaliam o conteúdo informativo dos resultados, a relação entre os parâmetros da regressão dos diferentes subgrupos apresenta-se da seguinte forma:

$$ERC(R^2)_{\text{prejuízos}} < ERC(R^2)_{\text{amostra total}} < ERC(R^2)_{\text{lucros}}$$

A1) A variável resultados contabilísticos especificada em níveis

No Quadro 8, que se segue, apresentamos os principais resultados obtidos na estimação do modelo, relação [$R_{it}=\alpha_i + \beta X_{it} / B_{it-1} + \varepsilon_{it}$], em que a variável resultados contabilísticos por ação se encontra especificada em níveis (X_{it}) e representa a primeira especificação. Esta apresentação fundamenta-se após termos efetuado o teste F sobre a homogeneidade na parte constante,

concluimos que não é de excluir, com um nível de significância 5%, que o efeito autónomo sobre a rendibilidade das ações das diferentes empresas seja constante. Isto significa que não se exclui a hipótese da parte constante do modelo não depender da empresa. Através dos resultados do teste F, podemos concluir que foram iguais para os anos de lucros e para todos os casos.

Após a análise pelos três métodos de estimação, ou seja, *Pooled*, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios, concluimos pelos resultados obtidos que, as melhores estimações foram pelos Efeitos Fixos para os três casos, ou seja, na coluna (1) os casos de prejuízos, na (2) todos os casos e na (3) os casos de lucros.

Quadro 8- Regressão da Rendibilidade as Ações, Resultados Contabilísticos (em níveis) /Preço

Especificação da variável resultados em níveis			
	(1) Efeitos Fixos	(2) Efeitos Fixos	(3) Efeitos Fixos
	Casos de prejuízos	Todos os casos	Casos de lucros
Nº empresas-ano	63	494	261
Coeficiente β (ERC)	0,000	0,000	0,000
t-estatístico	0,757	0,622	0,041
R² Ajustado (%)	-3,25	16,15	0,13
Teste F	F (2, 59) = 0,23 Prob> F=0,7929	F (52, 440) = 2,82 Prob > F =0,000	F (1, 258) = 2,33 Prob> F= 0,1283

Através da análise dos resultados, resumidos no Quadro 8, e apesar de entre os três métodos de estimação, os efeitos fixos terem sido os mais consistentes, podemos concluir que tanto pelos valores do coeficiente de resposta ao resultado, β como do R^2 , estes não são estatisticamente significativos, então constata-se que não se verifica a condição enunciada por Hayn (1995), ou seja, não se verifica que $ERC (R^2)_{prejuízos} < ERC (R^2)_{amostra\ total} < ERC (R^2)_{lucros}$.

Visto não se verificar a condição acima enunciada, então conclui-se que os prejuízos não têm um efeito descendente nas medidas que avaliam o conteúdo

informativo dos resultados, logo estes resultados não são consistentes com os valores do coeficiente de resposta ao resultado apresentados em outros estudos.

A2) A variável resultados contabilísticos em variações

No Quadro 9, que se segue, apresentamos os melhores resultados obtidos na estimação do modelo $[R_{it} = \alpha_i + \beta(X_{it} - X_{it-1}) / B_{it-1} + \varepsilon_{it}]$ para cada subgrupo da amostra, usando então a especificação da variável resultados que se encontra especificada em variações $(X_{it} - X_{it-1})$ e representa a segunda especificação.

Após a análise dos resultados do teste F, conclui-se que não é de excluir a possibilidade da parte constante do modelo não depender da empresa, pelo que se admite na estimação do modelo a homogeneidade na parte autónoma e no declive entre as várias empresas.

Tendo por base os vários testes realizados, os melhores resultados da regressão rendibilidade das ações em relação ao rácio de resultados contabilísticos em variações sobre o preço foram obtidos pela estimação efeitos fixos do modelo.

Quadro 9- Regressão da Rendibilidade das Ações, Resultados Contabilísticos (em variações) / Preço

Especificação da variável resultados em variações			
	(1) Efeitos Fixos	(2) Efeitos Fixos	(3) Efeitos Fixos
	Casos de prejuízos	Todos os casos	Casos de lucros
Nº empresas-ano	63	468	261
Coeficiente β (ERC)	- 0,0000055	- 0,0000097	0,000037
t-estatístico	-0,15	-0,47	1,35
R² Ajustado (%)	-4,21	-0,33	0,82
Teste F	F (2, 59) = 0,23 Prob> F= 0,8	-	F (1, 258) = 2,75 Prob> F= 0,1

A partir da análise dos resultados do Quadro 9, não se confirmam um efeito descendente nos valores do coeficiente de resposta ao resultado quando se considera os casos de prejuízos. Verificamos que o coeficiente da variável resultados em variações/preços, para a amostra total, é de -0,000097, e para o caso em que consideramos os anos lucrativos das empresas é de 0,000037. Quando consideramos apenas os anos de prejuízos, o coeficiente de resposta ao resultado desce para valores próximos de zero e apresenta-se estatisticamente não significativo.

Desta forma, conclui-se que quando consideramos a variável resultados contabilísticos definida em variações, a relação entre os parâmetros da regressão dos diferentes subgrupos enunciada por Hayn (1995), $ERC (R^2)_{\text{prejuízos}} < ERC (R^2)_{\text{amostra total}} < ERC (R^2)_{\text{lucros}}$, é respeitada.

O estudo de Hayn (1995) partiu do pressuposto que o conteúdo informativo dos prejuízos em relação aos *cash flows* futuros da empresa é limitado, visto que os investidores detêm uma opção de liquidação. Então, as amostras, compostas por observações com resultados positivos e negativos, utilizadas pelos variados investidores para estimar o conteúdo informativo dos resultados apresentam, à medida que os casos de prejuízos são considerados, uma evolução descendente nos valores dos coeficientes de resposta ao resultados estimados e na associação entre resultados contabilísticos e valoração de mercado.

Os resultados do seu estudo foram consistentes com o pressuposto inicial, tanto na especificação da variável resultados contabilísticos em níveis, quer em variações. No entanto, no nosso caso, verifica-se apenas na especificação por variações.

Ainda, baseado no estudo realizado por Hayn (1995), verifica-se que a fraca resposta aos resultados negativos é apenas parcialmente explicada pelo facto de os prejuízos tenderem a representar níveis extremos de resultados contabilísticos. Também poderá ser explicada pelo elevado risco associado às

empresas com prejuízos ou com a presumível prevalência de itens transitórios nas situações de resultados negativos, que não são observáveis através dos dados, como decorre do ajustamento de Hayn (1995), a saber: se os prejuízos fossem tidos por permanentes pelo mercado, a opção lógica era a da liquidação.

B) Resultados da terceira especificação

No Quadro 10, que se segue, expomos os resultados mais consistentes na estimação do modelo $[R_{it} = \alpha_i + \beta[(X_{it}-X_{it-1})/X_{it-1} / B_{it-1}] + \varepsilon_{it}]$ para cada subgrupo da amostra, usando então a especificação da variável resultados que se encontra especificada em taxa de crescimento $(X_{it}-X_{it-1})/X_{it-1}$ e representa a terceira especificação.

Para cada uma das situações, admite-se a homogeneidade na parte autónoma e no declive, dado que, após a realização do teste F concluímos que não é de excluir, com um nível de significância de 5%, que o efeito autónomo sobre a rendibilidade das ações das diferentes empresas seja constante.

Tal como a metodologia definida por Hayn (1995), a nossa amostra foi dividida em subgrupos, um relativamente aos anos lucrativos e outro aos anos de prejuízos, e procedeu-se à estimação do modelo para cada subgrupo, com o intuito de verificar o efeito dos prejuízos.

À semelhança das estimações anteriormente efetuadas, os melhores resultados foram obtidos a partir da estimação efeitos fixos do modelo.

Quadro 10 - Regressão de Rendibilidade das Ações, Resultados Contabilísticos (em variações) / Resultados Contabilísticos do Período Anterior

Especificação da variável resultados em taxa de crescimento			
	(1) Efeitos Fixos	(2) Efeitos Fixos	(3) Efeitos Fixos
	Casos de prejuízos	Todos os casos	Casos de lucros
Nº empresas-ano	63	468	261
Coefficiente β (ERC)	-0,09	0,07	0,62
t-estatístico	-0,41	3,96***	14,41***
R² Ajustado (%)	-3,95	2,91	44,67
Teste F	F (2, 59) = 0,26 Prob> F= 0,77	F (1, 465) = 0,19 Prob> F= 0,66	F (1, 258) = 1,45 Prob> F= 0,23

Os resultados obtidos, apresentam valores do coeficiente de resposta ao resultado baixos mas, pelo contrário, os do R² são mais elevados e, portanto, permite-nos concluir que, quando se considera apenas os casos de prejuízos, o valor do coeficiente de resposta ao resultado apresenta uma quebra razoável.

Então, a relação entre os parâmetros da regressão dos diferentes subgrupos enunciada por Hayn (1995), $ERC (R^2)_{\text{prejuízos}} < ERC (R^2)_{\text{amostra total}} < ERC (R^2)_{\text{lucros}}$, é novamente respeitada.

Relativamente ao coeficiente da variável resultados, para a amostra total, é 0,074, o qual é estatisticamente significativo, dado que o *p-value* é inferior a 0,05 e através da estatística *t-Student* rejeita-se a hipótese nula. Se considerarmos apenas os anos com lucros, o coeficiente de resposta ao resultado é 0,62, sendo também estatisticamente significativo e tal como o caso da amostra total, tem um *p-value* inferior a 0,05 e através da estatística *t-Student*, rejeita-se a hipótese nula.

Pelo contrário, quando são considerados os casos de prejuízos, a associação entre resultados contabilísticos e rendibilidade das ações é baixa,

sendo o valor do coeficiente de resposta ao resultado de -0,1, o qual é estatisticamente não significativo, visto que apresenta um p-value superior a 0,05.

Capítulo 5

Conclusão

Apresentamos de seguida uma análise das principais conclusões deste trabalho.

Em particular, resumimos as diferentes definições dos conceitos de gestão dos resultados, ciclos económicos e de conteúdo informativo de resultados contabilísticos, no sentido de encontrar as perspetivas relevantes, e eventuais pontos de convergência e de operacionalização dos conceitos, apresentadas no Capítulo 1; apresentamos as diferentes metodologias a usar para análise da relação entre o comportamento da gestão dos resultados das empresas cotadas portuguesas e os ciclos económicos da atividade da economia real, em Portugal (Capítulo 3); apresentamos e analisamos os principais resultados obtidos através das várias metodologias definidas previamente (Capítulo 4).

Pretendemos nesta dissertação delimitar as diferentes definições dos conceitos de gestão dos resultados, ciclos económicos e de conteúdo informativo de resultados contabilísticos, no sentido de encontrar as perspetivas relevantes, e eventuais pontos de convergência e de operacionalização dos conceitos, proceder ao teste empírico de algumas das vias de aferição atendendo a diferentes amostras de empresas no contexto das empresas cotadas portuguesas e extrair ilações sobre as relações testadas.

Assim, após termos (re) afirmado a importância dos resultados contabilísticos como indicador base do desempenho, sendo no entanto necessário potenciar a sua relevância e fiabilidade, procedemos no Capítulo 2 à revisão da literatura focalizada na gestão dos resultados, ciclos económicos e conteúdo informativo dos resultados.

Para Healy e Wahlen (1999), “a gestão dos resultados ocorre quando a gestão usa o seu poder discricionário no relato financeiro e na estrutura das transações para alterar as demonstrações financeiras com vista a enviesar a perceção dos *stakeholders* sobre o desempenho económico subjacente, ou quando tem em vista influenciar os resultados de determinados contratos que dependem dos números contabilísticos relatados”.

O estudo dos ciclos económicos é um assunto que sempre suscitou o interesse da comunidade científica, interesse esse fortalecido à luz dos acontecimentos mais recentes, como a recessão que se tem vindo a sentir nos últimos anos.

O ciclo económico (*business cycle*, ou *economic cycle*), consiste em flutuações do produto interno bruto em torno da sua tendência de longo prazo. Essas flutuações são recorrentes e não devem ser confundidas com grandes flutuações do produto, como depressões económicas.

Um vasto conjunto de trabalhos demonstra que os valores contabilísticos e, em particular, os resultados têm um conteúdo informativo importante. No

entanto, um número significativo de estudos parece explicar que há uma fraca associação entre resultados e rendimento.

Constatámos que, de acordo com o que é apresentado na literatura, se pode enquadrar em três dimensões principais as motivações dos gestores para a prática de gestão dos resultados: i) incentivos relacionados com o mercado de capitais; ii) incentivos legais e iii) incentivos contratuais.

No Capítulo 3, procedemos à apresentação e caracterização das diferentes variáveis, e tipificamos as metodologias de análise, que permitiram operacionalizar e testar diferentes hipóteses considerando a gestão dos resultados e ciclos económicos. No fundo, o nosso objetivo fundamental foi analisar se existe alguma relação entre a gestão dos resultados e a atividade da economia real e se existe algum grau de associação entre os resultados contabilísticos e as cotações das ações, sendo essa associação medida pelo coeficiente de resposta ao resultado.

A análise dos dados, no ponto 3.5 do Capítulo 3, permite-nos concluir que os prejuízos são razoavelmente comuns no total das observações da amostra. A frequência dos prejuízos é muito variável. Tal facto poderá estar relacionado com a composição e atividade das empresas.

Os anos de 2001, 2002, 2003 e 2011 foram os anos que apresentam, em termos relativos, uma maior percentagem de prejuízos face ao número total de observações. A frequência dos prejuízos está relacionada com outros fatores, como por exemplo, a dimensão e variabilidade dos resultados contabilísticos das empresas. A variabilidade na frequência dos prejuízos ao longo do tempo é em parte explicada por variações estruturais na economia. Os resultados provenientes das operações de fusões e aquisições de empresas, os elevados níveis de alavancagem financeira das empresas, as mudanças nos princípios e políticas contabilísticas, são, de entre outras, possíveis explicações para esta facto que deviam ser exploradas em pesquisas futuras.

Por outro lado, os dados deste estudo revelam uma relação monótona entre a dimensão das empresas e a probabilidade de ocorrência de um prejuízo, pelo que a análise dos dados sugere que a presença de prejuízos pode induzir a um efeito descendente no coeficiente de resposta ao resultado e a magnitude desse efeito pode variar consoante a dimensão da empresa.

Verificámos que houve um decréscimo considerável da taxa do PIB entre 2000 e 2003, explicado pela recessão económica que se viria a desencadear em 2003. Após a recessão, o crescimento real da taxa do PIB permaneceu positivo até ao último trimestre de 2008, momento a partir do qual se começa a sentir de forma mais pronunciada na economia portuguesa, os efeitos adversos da referida recessão.

Em 2008, suspendeu a dinâmica de recuperação que vinha exibindo desde 2005 e apresentou uma variação nula em termos reais. Este resultado ficou a dever-se à evolução adversa da economia mundial.

Verificou-se um simples crescimento de 2009 para 2010, no entanto em 2011 volta a registar-se um decréscimo, reflexo da continuidade da crise que continuou a persistir nesse período, que se reflete na diminuição do consumo interno e na quebra do investimento externo.

O contexto macroeconómico em Portugal, em 2009, continuou fortemente marcado pela divulgação e evolução da crise, que teve um papel determinante no desempenho da economia portuguesa, nomeadamente na contração da procura externa e um impacto negativo na evolução do consumo interno e do investimento. A conjugação destes fatores contribuiu para uma contração da taxa do PIB, em termos homólogos, de 2,9%.

A economia portuguesa continuou a evoluir nos anos seguintes, fortemente determinada pela conjugação do processo de consolidação orçamental, fundamental para assegurar um crescimento económico sustentado.

A recuperação gradual da procura à escala global e das economias dos nossos principais parceiros comerciais, iniciada ainda em finais de 2009, permitiu a Portugal retomar uma trajetória de crescimento em 2010 (PIB cresceu 1,4% face ao período homólogo).

Analisámos o gráfico que ilustra a relação entre a taxa do PIB real e a frequência dos prejuízos, e verificou-se que, quando a percentagem de prejuízos, num determinado ano aumenta, a taxa do PIB nesse mesmo ano diminui e vice-versa. Isto significa que existe uma relação inversa e negativa, entre a ocorrência de prejuízos e a taxa de crescimento do PIB. Esta situação verifica-se para todos os anos de análise, por exemplo, de 2001 para 2002 confirmar-se um aumento de prejuízos de 37.7% para 41.2%, no entanto a taxa do PIB, nesses mesmos anos, assiste a um decréscimo de 2% para 0.8%. Ou seja, há uma relação significativamente negativa entre o desempenho das empresas e o comportamento cíclico da atividade real do país.

Em alturas de fraco desempenho económico existe uma maior ocorrência de prejuízos.

Pela análise da relação entre a Mediana dos *Accruals* Discricionários e a taxa do PIB Real de Q1 de 2000 a Q4 de 2011, concluímos que quando a taxa do PIB diminui há um aumento dos prejuízos e conseqüentemente mais gestão de resultados. Por outro lado, quando taxa do PIB aumenta há menos prejuízos e portanto haverá menos gestão dos resultados.

Comprovou-se que há gestão dos resultados através da existência de *accruals* discricionários anormais tomados pelas empresas em determinados períodos. Verifica-se a existência de valores negativos e estatisticamente significativos de *accruals* discricionários no 1º trimestre de 2000, sendo este o valor mais baixo dos 48 trimestres examinados.

Semelhante ao estudo de Lin e Shih (2009), esta situação também é consistente com a hipótese de que os investidores reagem aos baixos resultados relatados durante as recessões com menos rigidez e os gerentes têm incentivos para adiar o rendimento em tais períodos para períodos futuros. Isto significa que os *accruals* discricionários tendem a ser negativos em períodos de forte crescimento do PIB real, sendo também consistente com a hipótese de moderação dos resultados.

Constatou-se que estes resultados são consistentes com o facto de os gerentes gerirem os resultados para baixo na fase da recessão, adiando a distribuição de lucros para a fase de recuperação do ciclo de negócio.

Tendo em atenção as análises anteriores, corrobora-se que há uma relação inversa na evolução da economia real e na prática da gestão dos resultados contabilísticos, em períodos de fraco crescimento económico existe uma maior tendência à manipulação dos resultados contabilísticos e vice-versa.

Os resultados do ponto 4.1 do Capítulo 4, possibilitaram concluir que no modelo *pooled*, o valor das variáveis resultado e ativos fixos tangíveis é estatisticamente significativo, um é positivo e o outro é negativo, os seus valores são respetivamente, 0,081 (0,00074) e -0,067 (0,01114). Estes resultados são consistentes com a literatura porque um sinal positivo da variável resultados pode significar que, uma variação positiva nas vendas provoca um aumento em determinadas contas que afetam positivamente o fundo de maneio, por exemplo, contas a receber. Por outro lado, a variável ativos fixos tangíveis é incluída no modelo para controlar a parte dos *accruals* totais relacionada com a componente não discricionária das depreciações do período. O sinal para o coeficiente desta variável é indubitavelmente negativo, visto que a um aumento dos ativos fixos tangíveis está associado um aumento das depreciações, que são uma componente negativa dos *accruals*.

Os resultados do ponto 4.2 A) do Capítulo 4 permitem-nos concluir que a relação documentada de gestão dos resultados com o crescimento real do PIB é consistente com a hipótese de que a gestão dos resultados está relacionada com a forma como os planos de bónus dos gestores são administrados.

Fundamentado no estudo realizado por Hayn (1995), verificou-se que a fraca resposta aos resultados negativos é apenas parcialmente explicada pelo facto de os prejuízos tenderem a representar níveis de extremos de resultados contabilísticos. Também poderá ser explicada pelo elevado risco associado às empresas com prejuízos ou com a presumível prevalência de itens transitórios nas situações de resultados negativos, que não são observáveis através dos dados, como decorre do ajustamento de Hayn (1995), a saber: se os prejuízos fossem tidos por permanentes pelo mercado, a opção lógica era a da liquidação.

Os resultados do ponto 4.2 B) do Capítulo 4 foram consistentes com os resultados de estudos recentes sobre a não linearidade da relação entre resultados contabilísticos e rendimento das ações e evidenciam uma fraca associação entre resultados contabilísticos e rendimento. Existindo, segundo vários estudos, diferentes fatores e explicações para tal situação, como por exemplo o facto de os resultados contabilísticos não refletirem de modo tempestivo os factos económicos subjacentes e, como tal, não estão sincronizados com as variações dos preços das ações, os resultados contêm componentes transitórias que são irrelevantes em termos de valor ou têm um conteúdo valórico baixo, certas especificações das variáveis tomadas como medida dos resultados aparentam ter efeitos nos valores do coeficiente de resposta ao resultado, os resultados negativos são considerados pelos investidores como temporários e têm uma associação muito fraca com a rendibilidade das ações do que os resultados positivos e, por fim, a opção de liquidação desempenha um papel importante na modelização da relação entre a rendibilidade das ações e os resultados contabilísticos.

Em termos de investigação futura, procuraremos igualmente:

- Aumentar a amostra e o período de análise;
- Proceder a uma análise comparativa com empresas sediadas em outros países e com os ciclos económicos desses países;
- Analisar a relevância valorativa das componentes do resultado, quer das componentes fluxos de tesouraria, tidas por mais persistentes, quer atendendo à informação sobre a qualidade dos resultados contida nos *accruals*;
- Avaliar a importância relativa, na explicação da persistência da componente *accruals* dos resultados, da menor fiabilidade *versus* efeito de fatores económicos associados com o crescimento;
- Proceder à determinação de quais as categorias de *accruals* mais sujeitas a manipulações contabilísticas, analisar a origem e a reversão de tais manipulações e
- Proceder à identificação de fatores externos que possam facilitar ou reduzir "distorções" contabilísticas, como por exemplo, factos associados ao próprio normativo, formas de governo das sociedades, ou ao relato do negócio no contexto da "*triple-bottom-line*".

Referências Bibliográficas

Ball, R. e P. Brown (1968) “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers” – *Journal of Accounting Research*, Autumn, pp. 159-177;

Barth, M., J. Elliott e M. Finn (1999) “Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings” – *Journal of Accounting Research*, vol. 37, nº 2, Autumn, pp. 387-413;

Beaver, W. (1968) “The information content of annual earnings announcements” – *Journal of Accounting Research* (Supplement), vol. 6, nº 3, pp. 67-92;

Beaver, W., M. McNichols e K. Nelson (2006) “An Alternative Interpretation of the Discontinuity in Earnings Distributions” - <http://papers.ssrn.com/abstract=384580>, June;

Beneish, M. (2001) “Earnings Management – A Perspective” – Working paper; <http://ssrn.com/abstract=269625>;

Borrvalho, João M. C. (2007) *A associação entre a manipulação dos resultados contabilísticos e a opinião dos auditores: Estudo Empírico em Empresas Ibéricas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade. ISCTE. <http://hdl.handle.net/10071/1277>;

Burgstahler, D., Eames, M., 2003 “Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Any Analysts Fooled?” *Contemporary Accounting Research*, 20, nº 2, p. 253-294

Burgstahler, D. e I. Dichev (1997) “Earnings management to avoid earnings decreases and losses” – *Journal of Accounting and Economics*, vol. 24, nº 1, pp. 99-126;

Burns, Arthur A. e Mitchell, Wesley C. (1946), *Measuring Business Cycles*, NBER, New York;

DeAngelo, H., L. DeAngelo e D. Skinner (1994) "Accounting Choice in Troubled Companies" – *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, pp. 113-143;

DeFond, M. L. e C. W. Park (1997) "Smoothing income in anticipation of future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 23, pp. 115-139;

DeFond, M., Jiambalvo, J., 1994 "Debt-Covenant Violations and Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 17, p.145-176;

Dechow, P.M. e D. J. Skinner (2000) "Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators", *Accounting Horizons*, Vol.14, N°2, pp. 235-250;

Dechow, P., S. Kothari e R. Watts (1998) "The Relation Between Earnings and Cash Flows" – *Journal of Accounting and Economics*, vol. 25, pp. 133-168;

Hayn, C. (1995) "The information content of losses", *Journal of Accounting & Economics* 20, pp. 125-153;

Healy, P. M. (1985) "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions" – *Journal of Accounting and Economics*, vol. 7, pp. 87-107;

Healy, P. M. (1996) "A Discussion of A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models" – *Journal of Accounting Research*, vol. 34, supplement, pp. 107-115;

Healy, P. e J. Wahlen (1999) "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting" – *Accounting Horizons*, vol. 13, n° 1, July, pp. 365-383;

Jones, J. (1991) “Earnings Management During Import Relief Investigations” – *Journal of Accounting Research*, vol. 29, nº 2, pp. 193-228;

Lin, Zhi-Xing; Shih, Michael S. H. (2009) “Earnings Management in Economic Downturns and Adjacent Periods: Evidence from the 1990-1991 Recession”, National University of Singapore;

Lin, Zhi-Xing; Shih, Michael S. H. (2009) “Variation of Earnings Management Behavior across Economic Settings, and New Insights into Why Firms Engage in Earnings Management”, National University of Singapore;

Leite, Cláudia T. (2009) *Modelização da influência dos ciclos económicos na tomada de decisão em sistemas de produção flexíveis através de Cadeias de Markov encadeadas*. Dissertação Apresentada para Obtenção do Grau de Mestre em Análise de Dados e Sistemas de Apoio à Decisão. Faculdade de Economia da Universidade do Porto;

Lucas, R. (1977) “Understanding Business Cycles”, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 7-29;

Marques, Luís. D. (2000) *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura*. Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia do Porto;

Moreira, J. (2006) “Are Financing Need a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms” – October, <http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/dp0610.pdf>;

Moroco, João (2003) *Análise Estatística, Com Utilização do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo;

Mulford, C. H. e E. Comiskey (2002), *The Financial Numbers Game*, John Wiley & Sons, Inc.

Oliveira, Margarida M. (2008) *Manipulação de Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: estudo para um caso Português*. Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Especialização em Contabilidade. Faculdade de Economia da Universidade do Porto;

Oliveira, Pedro M. G. (2002) *Indicadores Coincidentes de Atividade e Ciclos Económicos: teoria e evidência para Portugal*. Dissertação de Mestrado em Economia. Instituto Superior de Economia de Lisboa. Universidade Técnica de Lisboa;

Pedersen, Torben Mark e Elmer, Anne Marie [1998], International Evidence on the Connection between Business Cycles and Economic Growth, Discussion Paper n. 23, Institute of Economics, University of Copenhagen, Outubro de 1998, <http://www.econ.ku.dk/tmp/empiricalthesis.htm>;

Pestana, Maria H.; Gageiro, João N. (2008) *Análise de Dados para Ciências Sociais - A Complementaridade do SPSS*. Lisboa: 5ª Edição;

Pimentel, Liliana M. (2006) *A “Aferição” da Qualidade do Resultado. Uma Análise para Empresas Cotadas na Euronext-Lisboa*. Dissertação de Mestrado em Economia. Faculdade de Economia. Universidade de Coimbra;

Pimentel, Liliana M. (2011) *Perspectives on Earnings Quality: An Integrated Approach from European Listed Companies*. Tese de Doutoramento na área Científica de Gestão de Empresas, na especialidade de Contabilidade. Faculdade de Economia. Universidade de Coimbra;

Pinheiro, Pedro F. M. (2007) *O Impacto da Entrada em Vigor das IFRS na Gestão de Resultados: A Experiência Ibérica*. Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais – Finanças. Faculdade de Economia. Universidade do Porto;

Pinheiro, F. S. (2008) *Candidatura a subsídios de investimento e manipulação dos resultados: um estudo para o caso português*. Dissertação de Mestrado em Ciências Empresariais, Especialização em Contabilidade. Faculdade de Economia. Universidade do Porto;

Rosner, R. (2003) “Earnings Manipulation in Failing Firms” – *Contemporary Accounting Research*, vol. 20, nº 2, Summer, pp. 361-408;

Schipper, K. (1989) “Commentary on Earnings Management” – *Accounting Horizons*, vol. 4, pp. 91-102;

Schumpeter, J. (1935) “The Limits of Schumpeter’s *Business Cycles*”, Paper for *Industry and Innovation*;

Scott, W.R., 2003, *Financial Accounting Theory*, Prentice Hall, 3ª Edition;

Sloan, R. (1996) “Do Stock Price Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings” – *The Accounting Review*, July, pp. 289-315;

Teoh, S., I. Welch e T. Wong (1998) “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings” *The Journal of Finance*, vol. LIII, nº 6, pp. 1935-1974;

Wang, S., 1994 “The Relationship Between Financial Reporting Practices and the 1986 Alternative Minimum Tax”, *Accounting Review*, 69, nº 3, p. 495-506;

Watts, R. e J. Zimmerman (1978) "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards" – *The Accounting Review*, vol. LIII, nº 1, January, pp. 112-134;

Watts, R. e J. Zimmerman (1990) "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective" – *The Accounting Review*, vol. 65, nº 1, January, pp. 131-156.

Apêndices

1. Apêndice do Capítulo 3

1.1. Empresas retidas na análise

Empresas	Nº de ordem
GALP ENERGIA SGPS	1
JERONIMO MARTINS	2
EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	3
PORTUGAL TELECOM SGPS	4
CIMENTOS DE PORTL.SGPS	5
PORTUCEL EMPRESA	6
BRISA-AUTSDS.DE PORTUGAL	7
SONAE SGPS	8
ALTRI SGPS	9
CORTICEIRA AMORIM	10
MOTA ENGIL SGPS	11
SEMAPA	12
SONAE COM LIMITED DATA	13
ZON MULTIMEDIA	14
CIPAN LIMITED DATA	15
COFINA	16
COMPTA	17
CONDURIL ENGENHARIA LIMITED DATA	18
COPAM LIMITED DATA	19
ESTORIL SOL 'B'	20
F RAMADA INVESTIMENTOS	21
FENALU LIMITED DATA	22
FITOR LIMITED DATA	23
FUTEBOL CLUBE DO PORTO	24
GI.GLB.INTEL.TECHS.SGPS	25
IBERSOL - SGPS	26
IMMOBL.CON.GRAO-PARA	27
IMPRESA SGPS	28
INAPA	29
LISGRAFICA	30

LITHO FORMAS PORTUGUESA LIMITED DATA	31
MARTIFER	32
MEDIA CAPITAL	33
NOVABASE	34
OLIVEIRA AND IRMAO LIMITED DATA	35
OREY ANTUNES	36
PROGADO LIMITED DATA	37
RACOES PROGADO LIMITED DATA	38
REDITUS	39
SAG GEST	40
SOARES DA COSTA	41
SOCIETY AGUAS DA CURIA LIMITED DATA	42
SONAE CAPITAL	43
SONAE INDUSTRIA SGPS	44
SONAGI LIMITED DATA	45
SOPRAGOL LIMITED DATA	46
SPORT LISBOA E BENFICA FUTEBOL	47
SPORTING LIMITED DATA	48
SUMOL COMPAL	49
TEIXEIRA DUARTE	50
TOYOTA CAETANO	51
ESTORIL SOL 'R'	52
VAA VISTA ALEGRE ATLANTI	53
AMIEIROS VERDES LIMITED DATA	54
COFACO LIMITED DATA	55
CONSTRUCCIONES DO TAMEGA LIMITED DATA	56
INVESTEC R LIMITED DATA	57
J SOARES LIMITED DATA	58
LUSOMUNDO MEDIA LIMITED DATA	59
LUZOSTELA LIMITED DATA	60
MACEDO & COELHO LIMITED DATA	61
SACOR MARITIMA LIMITED DATA	62
SOCIETY TURISTICA PENINA LIMITED DATA	63
SOLVERDE N LIMITED DATA	64