



Innovar

ISSN: 0121-5051

ISSN: 2248-6968

Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Colombia.

Gaio, Cristina; Gonçalves, Tiago; Azevedo, Raquel
Gestão de resultados: evidência europeia das empresas cotadas VERSUS não cotadas*
Innovar, vol. 30, núm. 76, 2020, Abril-Junho, pp. 78-91
Facultad de Ciencias Económicas. Universidad Nacional de Colombia.

DOI: <https://doi.org/10.15446/innovar.v30n76.85214>

Disponível em: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=81863414007>

- Como citar este artigo
- Número completo
- Mais informações do artigo
- Site da revista em redalyc.org



Sistema de Informação Científica Redalyc
Rede de Revistas Científicas da América Latina e do Caribe, Espanha e Portugal
Sem fins lucrativos acadêmica projeto, desenvolvido no âmbito da iniciativa
acesso aberto

Gestão de resultados: evidência europeia das empresas cotadas VERSUS não cotadas*

Cristina Gaio

Doutora em Gestão
Professora Auxiliar de Contabilidade, Universidades de Lisboa
Lisboa, Portugal
Advance / CSG, ISEG
Papel do autor: intelectual, experimental e comunicativo
cgaio@iseg.ulisboa.pt
<https://orcid.org/0000-0002-4906-1547>

Tiago Gonçalves

Doutor em Gestão
Professor Auxiliar de Finanças e Contabilidade, Universidade de Lisboa
Lisboa, Portugal
Advance / CSG, ISEG
Papel do autor: intelectual, experimental e comunicativo
tiago@iseg.ulisboa.pt
<https://orcid.org/0000-0002-1031-0032>

Raquel Azevedo

Mestre em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais
Financial Controller
Lisboa, Portugal
Papel do autor: intelectual, experimental e comunicativo
r.oliveirazevedo@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-5559-8527>

EARNINGS MANAGEMENT: EVIDENCE OF LISTED AND UNLISTED COMPANIES IN EUROPE

ABSTRACT: This work studies earnings management in European listed and unlisted companies. The sample comprises 8,752 firms from nine European countries for the period 2005-2012. In order to proxy earnings management, authors computed the level of discretionary accruals using the modified Jones model. The main results suggest that unlisted companies are more likely to manage earnings than listed companies. This trend is observed either in common law or code law countries, being the most pronounced difference in the first group. There is also evidence that listed companies tend to manage earnings further downwards, suggesting more conservative accounting earnings. Overall, evidence indicates that European listed companies show higher earnings quality than their unlisted counterparts. These findings contribute to the scarcity of literature focused on unlisted companies, whose importance in the business framework and the European economy is significant. Conclusions of this study are particularly relevant for investors and regulators.

KEYWORDS: Discretionary accruals, earnings management, listed companies, unlisted companies.

GESTIÓN DE RESULTADOS: EVIDENCIA EUROPEA DE LAS EMPRESAS COTIZADAS VERSUS NO COTIZADAS

RESUMEN: el estudio analiza la práctica de manejo de resultados en empresas europeas cotizadas y no cotizadas. La muestra se conforma por 8.752 empresas de nueve países europeos, para el periodo del 2005 al 2012. Como medida de manejo de resultados, se utiliza el nivel de *accruals* discrecionales, calculado según el modelo de Jones, modificado por Dechow, Sloan y Sweeney. Los principales resultados sugieren que las empresas no cotizadas practican más manejo de resultados que las empresas cotizadas. Esta tendencia existe ya sea en los países *common law*, ya sea en los *code law*, siendo la diferencia más pronunciada en el primer grupo de países. Hay también evidencia de que las empresas cotizadas tienden a manejar más los resultados en el sentido descendente que las no cotizadas, lo que sugiere un informe financiero más conservador. Conjuntamente, estos resultados señalan que las empresas cotizadas europeas presentan mejor calidad de resultados que sus congéneres no cotizadas. Los resultados aportan para la escasez de literatura con enfoque en las empresas no cotizadas, cuya importancia en el entramado empresarial y la economía europea es elevada, siendo las conclusiones del estudio de particular relevancia para inversionistas y reguladores.

PALABRAS CLAVE: *accruals* discrecionales, empresas cotizadas, empresas no cotizadas, manejo de resultados.

GESTION DES RÉSULTATS: PREUVE EUROPÉENNE DES SOCIÉTÉS COTÉES ET NON COTÉES

RÉSUMÉ: L'étude analyse la pratique de la gestion des résultats dans les entreprises européennes cotées et non cotées. L'échantillon est composé de 8 752 entreprises de neuf pays européens, pour la période de 2005 à 2012. Comme mesure de la gestion des résultats, on a utilisé le niveau des accumulations discrétionnaires, calculé selon le modèle Jones, modifié par Dechow, Sloan et Sweeney. Les principaux résultats suggèrent que les sociétés non cotées pratiquent davantage la gestion des résultats que les sociétés cotées. Cette tendance existe soit dans les pays de *common law*, soit dans ceux de *code law*, mais la différence la plus prononcée se trouve dans le premier groupe de pays. Il y a également des preuves que les sociétés cotées ont tendance à gérer davantage les résultats vers le bas que les sociétés non cotées, ce qui suggère un rapport financier plus conservateur. Ensemble, ces résultats indiquent que les sociétés cotées européennes ont une meilleure qualité de résultats que leurs homologues non cotées. Les résultats contribuent à la littérature, plutôt rare, en mettant l'accent sur les sociétés non cotées, dont l'importance dans le cadre des affaires et l'économie européenne est élevée, et les conclusions de l'étude sont particulièrement pertinentes pour les investisseurs et les régulateurs.

MOTS-CLÉ: accumulations discrétionnaires, gestion des résultats, sociétés cotées, sociétés non cotées.

CITACIÓN: Gaio, C., Gonçalves, T., & Azevedo, R. (2020). Gestão de resultados: evidência europeia das empresas cotadas VERSUS não cotadas. *Innovar*, 30(76), 77-90. <https://doi.org/10.15446/innovar.v30n76.85214>

CLASIFICACIÓN JEL: M41, M48, G1.

RECIBIDO: 30 de julio del 2018. **APROBADO:** 03 de abril del 2019.

DIRECCIÓN DE CORRESPONDENCIA: Cristina Gaio. ISEG - Lisbon School of Economics & Management. Gabinete 302 Rua Miguel Lupi 20, 1249-078 Lisboa, Portugal.

RESUMO: este estudo analisa a prática de gestão de resultados em empresas europeias cotadas e não cotadas. A amostra é composta por 8.752 empresas de nove países europeus, para o período de 2005 a 2012. Como medida de gestão de resultados, é usado o nível de *accruals* discricionários, calculado segundo o modelo de Jones, modificado por Dechow, Sloan e Sweeney. Os principais resultados sugerem que as empresas não cotadas pratiquem mais gestão de resultados do que as empresas cotadas. Essa tendência existe quer nos países *common law*, quer nos países *code law*, sendo a diferença mais pronunciada no primeiro grupo de países. Existe também evidência de que as empresas cotadas tendem a gerir mais os resultados no sentido descendente do que as não cotadas, o que sugere um relato financeiro mais conservador. Conjuntamente, esses resultados sugerem que as empresas cotadas europeias apresentem melhor qualidade de resultados do que as suas congéneres não cotadas. Os resultados contribuem para a escassa literatura com foco nas empresas não cotadas, cuja importância no tecido empresarial e na economia europeia é bastante elevada, sendo as conclusões deste estudo de particular interesse para investidores e reguladores.

PALAVRAS-CHAVE: *accruals* discricionários, empresas cotadas, empresas não cotadas, gestão de resultados.

* Este trabalho é financiado por Fundos Nacionais por meio da Fundação para a Ciência e a Tecnologia no âmbito do projecto de financiamento com a Referência uidb/04521/2020.

Introdução

Os *stakeholders* analisam o desempenho e a posição financeira das empresas, tomam decisões e perspetivam o seu desenvolvimento futuro com base na informação contabilística das empresas, nomeadamente nos resultados. Assim, facilmente, depreende-se a extrema importância da qualidade dos resultados e dos respetivos processos de monitorização. No entanto, os gestores têm tendência para, de forma estratégica, gerirem esse indicador de desempenho, que é dos mais utilizados pelos *stakeholders* no processo de decisão (Francis, Schipper e Vincent, 2003; Graham, Harvey e Rajgopal, 2005; Gonçalves, Gaio e Lélis, 2020).

Nos últimos anos, têm emergido a público vários escândalos financeiros que refletem a decadência da ética dos negócios (Chih, Shen e Kang, 2008) e reforçam a importância da qualidade do relato financeiro, bem como da qualidade da auditoria e do sistema de governação, tópicos que têm sido alvo do interesse crescente por parte da investigação em Contabilidade (Gonçalves, Gaio e Santos, 2019).

Uma das vertentes mais analisadas da qualidade do relato financeiro é a gestão de resultados. São vários os fatores que incentivam ou restringem a prática de gestão de resultados e que poderão ter um impacto maior ou menor consoante as empresas sejam cotadas ou não. No entanto, e apesar de a maioria do tecido empresarial da União Europeia ser constituída por empresas não cotadas em bolsa (Van Tendeloo e Vanstraelen, 2008), são escassos os estudos que analisam a qualidade do relato financeiro dessas empresas e, em particular, a qualidade dos seus resultados. Consequentemente, é de todo relevante o estudo das práticas de gestão de resultados nesse universo de empresas.

A comparação da qualidade dos resultados, e consequentemente das práticas de gestão de resultados, entre empresas cotadas e não cotadas é importante por duas razões: em primeiro lugar, como referido, as empresas não cotadas constituem a maioria das oportunidades de investimento na Europa, sendo que, para os mercados financeiros, será muito relevante conhecer os riscos associados ao relato financeiro naquelas empresas, nomeadamente as suas diferenças em face das empresas cotadas. Por outro lado, a escassa literatura anterior apresenta resultados mistos no que confere àquela comparação. A transação pública de capitais por parte das empresas cotadas em face das não cotadas pode impactar a qualidade do relato de duas formas antagónicas: por um lado, pode criar um efeito de procura por maior qualidade dos resultados, baseada na assimetria de informação dos seus acionistas dispersos, levando a maior qualidade dos resultados. Por outro, poderá existir maior oportunismo dos gestores com vista à obtenção de bónus ou outros benefícios resultantes

da gestão de resultados. A comparação da qualidade do relato financeiro naqueles dois tipos de empresas permite clarificar qual das duas explicações pode prevalecer.

Assim, pretende-se, com este estudo, comparar o nível de gestão de resultados praticado pelas empresas europeias cotadas e não cotadas, com base numa amostra constituída por 8.752 empresas, de nove países distintos, num período temporal de oito anos (2005-2012).

Os principais resultados do estudo¹ sugerem que as empresas cotadas apresentem menor propensão para a prática de gestão de resultados do que as empresas não cotadas. O maior nível de exigência de divulgação financeira de qualidade por parte dos *stakeholder* das empresas cotadas, bem como uma maior supervisão por parte das entidades reguladoras, podem explicar esses resultados.

Resultados adicionais confirmam que a tendência para as empresas não cotadas apresentarem níveis mais elevados de gestão de resultados existe quer nos países *common law*, quer nos países *code law*, sendo a diferença mais pronunciada no primeiro grupo de países. Existe também evidência que as empresas cotadas têm maior tendência para gerirem os resultados no sentido descendente, ou seja, para baixarem os resultados divulgados, do que as empresas não cotadas, o que sugere um relato financeiro mais conservador por parte das empresas cotadas.

Este estudo contribui para a literatura sobre a qualidade do relato financeiro em geral, e sobre a gestão de resultados em particular, ao comparar a tendência comportamental das empresas cotadas e não cotadas numa grande amostra com empresas de diferentes países e setores de atividade. Além disso, contribui para a ainda escassa literatura sobre a qualidade da informação contabilística das empresas não cotadas, que, embora representem o grosso do tecido empresarial europeu, continuam a ser negligenciadas em termos de objeto de estudo. Assim, os resultados deste estudo podem ser de interesse para os diferentes *stakeholders* dos relatórios financeiros das empresas, o que inclui entidades reguladoras, investidores, credores, analistas e gestores das próprias empresas.

Este estudo está dividido em seis secções. Na secção seguinte é feita uma breve revisão da literatura. Em seguida são descritos o processo de seleção da amostra e a metodologia utilizada. Na penúltima secção, são apresentados os resultados obtidos nas diferentes análises realizadas. Finalmente, na última secção, são apresentadas as principais conclusões, limitações subjacentes e sugestões para investigações futuras.

¹ Este estudo partilha e estende a análise realizada em Azevedo (2014).



Revisão de literatura

Estamos perante práticas de gestão de resultados quando os gestores utilizam o seu juízo de valor por forma a alterar os relatórios financeiros com o intuito de transparecerem para os *stakeholders* um desempenho económico da empresa diferente do real, quando influenciam os resultados contratuais que se encontram dependentes de números contabilísticos divulgados ou com vista à obtenção de um determinado ganho privado (Schipper, 1989; Healy e Wahlen, 1999). Assim, a gestão de resultados pode conduzir a uma menor qualidade dos resultados e, por conseguinte, a uma diminuição da confiança dos *stakeholders* (Dechow e Schrand, 2004; Dechow, Ge, Larson e Sloan, 2011; Ferreira, García Lara e Gonçalves, 2007).

Os gestores, por meio da sua tomada de decisão, conseguem afetar ambas as componentes dos resultados: *cash flow* e *accruals*. Concretamente, podem gerir os resultados alterando o *timing* ou o processo das transações relacionado com produção, venda, investimento e financiamento, com vista a gerar o resultado pretendido (gestão de resultados via operações reais); ou podem tirar partido da discricionariedade das normas contabilísticas e gerir os

resultados por meio de diferentes decisões que exigem estimativas, juízos de valor e escolha de políticas contabilísticas (gestão de resultados via *accruals*) (Gonçalves e Coelho, 2019). Para além da incerteza da envolvente e do modelo de negócio, algumas operações podem levar mais tempo a concluir ou exigir estimativas e juízos de valores mais complexos; a precisão de estimativas também está dependente da experiência e intenção da gestão.

São vários os aspetos que distinguem as empresas não cotadas das empresas cotadas e, conseqüentemente, que podem implicar diferentes motivações para a prática de gestão de resultados. Segundo Burgstahler, Hail e Leuz (2006), as empresas não cotadas apresentam, em média, comparativamente às suas congêneres cotadas, menor dimensão, níveis de rendibilidade inferiores, ciclos operacionais e longevidade mais curtos e menor dispersão da propriedade. Ainda, segundo Van Tendeloo e Vanstraelen (2008), nas empresas não cotadas, existe uma maior proximidade com os detentores de capital e com os credores, que têm normalmente um papel mais ativo na gestão das empresas. Existe também uma maior influência da fiscalidade no relato financeiro.

Healy e Wahlen (1999) classificam os incentivos à prática de gestão de resultados em cinco grandes grupos: objetivos pessoais dos gestores, questões contratuais, questões fiscais, custos políticos e mercado de capitais. Coppens e Peek (2005) argumentam que certas práticas de gestão de resultados resultam somente da pressão exercida pelos mercados de capitais e, como tal, são específicas das empresas cotadas. No entanto, apesar de não sofrerem a pressão normalmente associada às exigências do mercado de capitais, nomeadamente por parte das entidades reguladoras e de supervisão e das expectativas dos analistas, as empresas não cotadas podem sentir pressão relacionada com seu desempenho ao nível do financiamento da dívida, com remuneração, dividendos e eventual pretensão em integrar o mercado bolsista (Hope, Thomas e Vyas, 2013).

Já existem na literatura estudos que comparam os níveis de qualidade dos resultados, e em particular de gestão de resultados, praticados por esses dois tipos de empresas. Contudo, na sua maioria, esses estudos focam-se na realidade de um único país, como, por exemplo: Reino Unido (Ball e Shivakumar, 2005), Espanha (Arnedo, Lizarra e Sánchez, 2007), Bélgica (Vander Bauwhede, Willekens e Gaeremynck, 2003), Finlândia (Sundgren, 2007) e Estados Unidos da América (Givoly, Hayn e Katz, 2010; Hope *et al.*, 2013), ou de um setor específico, nomeadamente no setor bancário (Beatty, Ke e Petroni, 2002). São ainda escassos os que apostam numa abordagem internacional (Coppens e Peek, 2005; Burgstahler *et al.*, 2006).

Até o momento, os resultados encontrados na literatura são mistos. Existe evidência de que as empresas cotadas praticam mais gestão de resultados do que as não cotadas (Givoly *et al.*, 2010), o que sugere que os gestores das empresas cotadas tenham maior incentivo para gerir os resultados de forma a atingirem as expectativas do mercado e os seus objetivos pessoais (*opportunistic behavior hypothesis*). No entanto, também existe evidência contrária (Burgstahler *et al.*, 2006; Hope *et al.*, 2013), consistente com a ideia de que uma maior procura de informação de qualidade por parte dos *stakeholders* e a existência de um maior escrutínio da informação, especialmente por parte das entidades reguladoras, incentivam as empresas cotadas a apresentarem resultados de melhor qualidade (*demand hypothesis*). Por fim, também há estudos que não encontram evidência de diferenças significativas entre o nível de gestão de resultados praticado pelas empresas cotadas e pelas não cotadas (Sundgren, 2007).

Paralelamente, existem estudos que evidenciam diferentes estratégias na prática de gestão de resultados por parte desses dois tipos de empresas. Coppens e Peek (2005) concluem que as empresas não cotadas geram os resultados para evitar reportar lucros baixos, mas, ao contrário das

empresas cotadas, não evitam reportar taxas de crescimento dos resultados negativas. Por sua vez, Arnedo *et al.* (2007) e Vander Bauwhede *et al.* (2003) encontram evidência que as empresas não cotadas têm tendência para gerir mais os resultados no sentido descendente do que as empresas cotadas.

Finalmente, Burgstahler *et al.* (2006) argumentam que as empresas cotadas e não cotadas podem responder de forma diferenciada aos mesmos fatores institucionais. Fatores como o nível de proteção ao investidor, a eficiência do sistema legal e a política fiscal parecem ter um papel determinante na prática de gestão de resultados por parte das empresas cotadas e não cotadas. A prática de gestão de resultados é mais pronunciada em países caracterizados por um sistema legal mais fraco, quer estejamos perante empresas cotadas, quer empresas não cotadas (Pinto, Gaio e Gonçalves, 2019). Também Van Tendeloo e Vanstraelen (2008) encontram evidência que as empresas não cotadas praticam menos gestão de resultados em países caracterizados por um forte sistema legal e ainda em países com maior escrutínio da informação contabilística por parte das autoridades fiscais.

Uma vez que os resultados de estudos anteriores não são conclusivos e que, com base nos argumentos apresentados anteriormente, as empresas cotadas e não cotadas têm características distintas, podem sofrer incentivos diferentes para a prática de gestão de resultados e reagir de forma diferente aos mesmos fatores institucionais, formulamos a seguinte hipótese de estudo: existe diferença entre o nível de gestão de resultados praticado pelas empresas europeias cotadas e não cotadas.

Não hipotetizamos uma direção na comparação de gestão de resultados entre empresas cotadas e não cotadas, dado que a transação pública pode impactar a qualidade do relato de duas formas antagónicas: por um lado, pode criar um efeito de procura por maior qualidade dos resultados, baseada na assimetria de informação dos seus acionistas dispersos, levando a maior qualidade dos resultados. Por outro, pode existir maior oportunismo dos gestores com vista à obtenção de benefícios resultantes da gestão de resultados para ir ao encontro de metas ou expectativas de mercado.

Metodologia e dados

Medida de gestão de resultados

Como medida de gestão de resultados, usaram-se os *accruals* discricionários obtidos por meio do modelo de Jones (1991), modificado por Dechow, Sloan e Sweeney

(1995). Para o efeito, foi estimada a seguinte regressão para cada setor de atividade-ano:

$$TA_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 (\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \alpha_3 (AFT_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

em que TA_{it} é o total dos *accruals* para a empresa i no período t ; ΔVEN_{it} é a variação anual das vendas; ΔREC_{it} é a variação anual das contas a receber de clientes, e AFT_{it} é o ativo fixo tangível no ano t . Essas variáveis são deflacionadas pelo total do ativo do ano $t-1$. O total dos *accruals*, TA_{it} , foi obtido da seguinte forma:

$$TA_{it} = \Delta AC_{it} - \Delta PC_{it} - \Delta Caixa_{it} + \Delta DIV_{it} - Dep_{it} \quad (2)$$

em que ΔAC_{it} é a variação anual do ativo corrente; ΔPC_{it} é a variação anual do passivo corrente; $\Delta Caixa_{it}$ é variação anual de caixa e equivalentes de caixa; ΔDIV_{it} é a variação anual da dívida de curto prazo; Dep_{it} é o valor de depreciação e amortização, sendo todas as variáveis deflacionadas pelo total do ativo do ano $t-1$.

A medida de gestão de resultados, os *accruals* discricionários, será assim o valor dos resíduos da equação (1), ou seja, a parte dos *accruals* que não é explicada pelas características inatas do negócio:

$$AD_{it} = \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Para testar a hipótese de estudo, será usado o valor absoluto dos *accruals* discricionários, ou seja, $|AD_{it}|$. Posteriormente, numa análise adicional, serão usados os *accruals* discricionários com sinal de forma a analisar a direção da gestão de resultados.

Modelo base e variáveis

De acordo com estudos anteriores, nomeadamente Burgstahler *et al.* (2006), consideraram-se como determinantes da gestão de resultados as seguintes características a nível de empresa: dimensão, rendibilidade, nível de endividamento e perspectivas de crescimento.

Assim, o modelo base deste estudo apresenta-se da seguinte forma:

$$|AD_{it}| = \beta_0 + \beta_1 COT_{it} + \beta_2 DIM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 CRES_{it} + \beta_6 País_i + \beta_7 Setor_i + \beta_8 Ano + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

em que $|AD_{it}|$ são os *accruals* discricionários em valor absoluto para a empresa i no período t . COT é uma variável *dummy* que toma valor "1", se a empresa é cotada, e "0", caso contrário.

As empresas cotadas poderão ter um maior incentivo para gerir os seus resultados, visto estarem sujeitas às pressões do mercado de capitais e pretenderem atingir as expectativas que recaem sobre si (Healy e Wahlen, 1999). Adicionalmente, a separação entre a gestão e o controlo é maior

nestas empresas, comparativamente com as empresas não cotadas (Sundgren, 2007), o que pode levar a uma maior prática de gestão de resultados. Contudo, é exigido uma maior qualidade de relato financeiro das empresas cotadas, o que pode levar a uma menor prática de gestão de resultados nestas, comparativamente às não cotadas (Ball e Shivakumar, 2005; Hope *et al.*, 2013; Burgstahler *et al.*, 2006). Assim, o sinal do coeficiente da variável COT é incerto.

Relativamente às variáveis de controlo, DIM representa a dimensão das empresas e é o logaritmo natural do ativo total. A pressão de mercado é maior nas empresas de maior dimensão, o que poderá incentivar uma maior prática de gestão de resultados. Contudo, as empresas de maior dimensão estão também sujeitas a um olhar mais atento das entidades externas e são obrigadas a divulgar mais informação (Chih *et al.*, 2008). Para além disso, as empresas de maior dimensão, encontrando-se num estado de maturação superior, a volatilidade dos resultados é menor e têm mais oportunidades para diversificar o risco entre divisões e atividades de negócios (Dechow e Dichev, 2002) e, consequentemente, podem não ter tanto incentivo à prática de gestão de resultados. Os resultados de Memiş e Çetenak (2012) e Datta, Iskandar-Datta e Singh (2013) evidenciam uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a gestão de resultados, pelo que se espera, neste estudo, que o sinal do coeficiente de DIM seja negativo.

ROA , rendibilidade do ativo, pretende controlar para o efeito do nível de desempenho na gestão de resultados, e é calculada a partir do rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior (Gonçalves *et al.*, 2019). Burgstahler *et al.* (2006), Van Tendeloo e Vanstraelen (2008), Arnedo *et al.* (2007) e Yu (2008) encontraram evidência de uma associação negativa entre a gestão de resultados e a rendibilidade do ativo, logo espera-se que o sinal do coeficiente de ROA seja negativo.

END representa o nível de endividamento e é calculado por meio do rácio entre a dívida financeira e o ativo total. Existe evidência na literatura de efeitos contraditórios do nível de endividamento na prática de gestão de resultados. Por um lado, espera-se que as empresas com maior nível de endividamento revelem maiores práticas de gestão de resultados, com vista a evitarem possíveis situações de violação de cláusulas de contratos de endividamento e melhorarem as condições de crédito (Burgstahler *et al.*, 2006; Memiş e Çetenak, 2012). Por outro lado, empresas com um nível de endividamento maior poderão apresentar menor tendência para a prática de gestão de resultados, devido a renegociações contratuais e à existência de um maior controlo por parte das entidades credoras que dificultam a adoção desse comportamento (Datta *et al.*, 2013; Hope *et*

al., 2013). Dessa forma, o sinal esperado para o coeficiente da variável END é incerto.

CRES representa o crescimento percentual anual das vendas e é usada como *proxy* para as perspectivas de crescimento da empresa e oportunidades de investimento. Existe evidência que empresas com maiores perspectivas de crescimento tendem a gerir mais os resultados (Arnedo *et al.*, 2007; Datta *et al.*, 2013). Assim, espera-se encontrar um coeficiente positivo para essa variável.

Por fim, foram adicionadas três variáveis *dummies*: país, setor e ano, por forma a controlar para o efeito na gestão de resultados das diferenças institucionais entre países, das diferentes características dos setores de atividade e dos anos, respetivamente (Datta *et al.*, 2013; Hope *et al.*, 2013; Cheng e Warfield, 2005).

Modificações ao modelo base

Dado que uma maior incidência de prejuízos poderá levar os gestores a utilizarem mais *accruals* com o intuito de atenuarem o impacto das perdas (Othman e Zeghal, 2006), introduziu-se, como variável de controlo, a variável *dummy* PER no modelo base, equação (4). Essa variável toma valor "1" se a empresa no ano *t* apresenta lucros baixos, mais especificamente, se o valor do rácio entre o resultado líquido e o total do ativo está compreendido no intervalo de [0,00:0,01], e toma valor "0" caso contrário, e espera-se um sinal negativo para o coeficiente de PER.

$$|AD_{it}| = \beta_0 + \beta_1 COT_{it} + \beta_2 DIM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 CRES_{it} + \beta_6 PER_{it} + \beta_7 País_i + \beta_8 Setor_i + \beta_9 Ano + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

À semelhança de estudos anteriores, nomeadamente Sundgren (2007), foram também adicionadas variáveis de interação ao modelo base, de forma a captar melhor o efeito na gestão de resultados do facto de a empresa ser ou não cotada:

$$|AD_{it}| = \beta_0 + \beta_1 COT_{it} + \beta_2 DIM_{it} + \beta_3 DIM_{it} * COT + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 ROA_{it} * COT + \beta_6 END_{it} + \beta_7 END_{it} * COT + \beta_8 CRES_{it} + \beta_9 CRES_{it} * COT + \beta_{10} País_i + \beta_{11} Setor_i + \beta_{12} Ano + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Amostra e dados

A amostra foi retirada da base de dados Amadeus (Bureau Van Dijk). Foram selecionadas 28 empresas pertencentes à União Europeia, que apresentassem um ativo total superior a 43 milhões de euros no último ano de publicação de dados, de todos os setores de atividade, com exceção do sector financeiro e do sector da administração pública, dadas as especificidades do seu relato. Para a definição desse critério, seguiu-se o artigo 2º do

anexo da Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 de maio de 2003, relativo à definição de micro, pequenas e médias empresas. Foram retirados dados para um horizonte temporal de oito anos, de 2005 a 2012.

Foram retiradas as observações que não continham informação disponível para a determinação das medidas de gestão de resultados. Adicionalmente, para evitar enviesamentos, foram excluídos os *outliers* (percentis 1% e 99%).

Tal como Arnedo *et al.* (2007), entre outros, optou-se por não usar uma amostra balanceada em termos de número de empresas cotadas e não cotadas, de forma a refletir melhor a realidade da população. No entanto, a fim de diminuir a diferença entre os dois grupos de empresas, excluíram-se as empresas não cotadas cujo valor do ativo total de cada ano, tendo em conta os setores de atividade, fosse inferior ao mínimo do valor do ativo total das empresas cotadas desse ano e respetivo setor, tal como efetuado por Arnedo *et al.* (2007).

Excluíram-se também as empresas das quais não existia informação disponível e os países e setores de atividade que tinham menos de 10 e de 15 empresas, respetivamente (Yu, 2008).

A amostra final é composta por 8.752 empresas europeias (45.258 observações), 1.047 cotadas (5.760 observações) e 7.705 não cotadas (39.498 observações), pertencentes a nove países e a 11 setores de indústria distintos. A tabela 1 apresenta a formação da amostra e a tabela 2, a composição da amostra final por país.

Tabela 1
Formação da amostra

| | Total de observações | Empresas cotadas | Empresas não cotadas |
|--|----------------------|------------------|----------------------|
| Amostra inicial | 133.224 | 11.488 | 121.736 |
| Eliminação das observações sem informação das variáveis criadas para calcular a medida de gestão de resultados e dos <i>outliers</i> (percentis 1 e 99%) | -48.156 | -4.843 | -43.313 |
| Eliminação de empresas não cotadas de menor dimensão, segundo Arnedo <i>et al.</i> (2007) | -18.288 | | -18.288 |
| Eliminação de países e setores com menos de 10 e 15 empresas, respetivamente (Yu, 2008) | -21.522 | -885 | -20.637 |
| Amostra final | 45.258 | 5.760 | 39.498 |

Fonte: elaboração própria.

Verifica-se que os países com maior representatividade são a Itália (31,31%), o Reino Unido (18,46%) e a França (16,38%). Desses três países, o Reino Unido é o que apresenta um maior peso de empresas cotadas (16%). Também

Tabela 2
Composição da amostra por país

| País | Total da amostra | % | Empresas cotadas | % | Empresas não cotadas | % |
|-------------|------------------|--------|------------------|--------|----------------------|--------|
| Alemanha | 838 | 9,57% | 166 | 19,81% | 672 | 80,19% |
| Croácia | 158 | 1,81% | 65 | 41,14% | 93 | 58,86% |
| Espanha | 1.108 | 12,66% | 50 | 4,51% | 1.058 | 95,49% |
| Finlândia | 172 | 1,97% | 42 | 24,42% | 130 | 75,58% |
| França | 1.434 | 16,38% | 210 | 14,64% | 1.224 | 85,36% |
| Grécia | 303 | 3,46% | 101 | 33,33% | 202 | 66,67% |
| Itália | 2.740 | 31,31% | 95 | 3,47% | 2.645 | 96,53% |
| Reino Unido | 1.616 | 18,46% | 259 | 16,03% | 1.357 | 83,97% |
| Suécia | 383 | 4,38% | 59 | 15,40% | 324 | 84,60% |
| Total | 8.752 | 100% | 1.047 | 11,96% | 7.705 | 88,04% |

Fonte: elaboração própria.

é o país com maior representatividade na subamostra de empresas cotadas, cerca de 24,7%, enquanto na subamostra das não cotadas, o país com mais empresas na amostra é a Itália (34,3%).

A tabela 3 apresenta a composição da amostra por setor de atividade. O setor com maior número de empresas na amostra, cerca de 35,8%, é o setor C – Industrial; o setor J – Informação e comunicação é aquele que apresenta uma maior percentagem de empresas cotadas (31,5%), e o setor L – Atividades imobiliárias é o que apresenta maior peso de empresas não cotadas (94,6%).

Tabela 3
Composição da amostra por setor de atividade

| Setor | % | Empresas cotadas | % | Empresas não cotadas | % |
|---|--------|------------------|--------|----------------------|--------|
| A Agricultura, silvicultura e pesca | 1,21% | 15 | 14,15% | 91 | 85,85% |
| C Industrial | 35,79% | 322 | 10,28% | 2.810 | 89,72% |
| F Construção | 6,84% | 56 | 9,35% | 543 | 90,65% |
| G Comércio grossista e retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos | 16,61% | 100 | 6,88% | 1.354 | 93,12% |
| H Transporte e armazenamento | 5,06% | 43 | 9,71% | 400 | 90,29% |
| I Alojamento, restauração e catering | 2,19% | 27 | 14,06% | 165 | 85,94% |
| J Informação e comunicação | 4,28% | 118 | 31,47% | 257 | 68,53% |
| L Atividades imobiliárias | 9,05% | 43 | 5,43% | 749 | 94,57% |
| M Atividades profissionais, científicas e técnicas | 14,32% | 269 | 21,47% | 984 | 78,53% |
| N Atividades administrativas e dos serviços de apoio | 3,42% | 39 | 13,04% | 260 | 86,96% |
| R Artes, entretenimento e recreação | 1,22% | 15 | 14,02% | 92 | 85,98% |
| Total | 100% | 1.047 | 11,96% | 7.705 | 88,04% |

Nota. Classificação dos setores de atividade de acordo com a nomenclatura utilizada na União Europeia, *Nomenclature Statistique des Activités Économiques dans la Communauté Européenne*.
Fonte: elaboração própria.

Análise de resultados

Estatísticas descritivas

A tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis, para o total das empresas e por grupo de empresas: cotadas e não cotadas.

A média dos *accruals* discricionários em valor absoluto é de 0,064, e os resultados sugerem que as empresas não cotadas apresentem uma maior magnitude de *accruals* discricionários (0,065), comparativamente com as empresas

Tabela 4
Estatísticas descritivas

| Painel A – Total das empresas | | | | | | |
|---------------------------------|--------|------------|------------|---------------|------------|-----------|
| Variável | Obs. | Média | Mediana | Desvio-padrão | Mínimo | Máximo |
| AD | 45.258 | -0,0049833 | -0,004751 | 0,0897764 | -0,3329164 | 0,3601457 |
| AD | 45.258 | 0,0642462 | 0,0452733 | 0,0629044 | 2,87e-06 | 0,3601457 |
| DIM | 45.258 | 11,83606 | 11,58417 | 1,022509 | 10,00275 | 15,85176 |
| ROA | 45.258 | 0,0288569 | 0,0199085 | 0,0704349 | -0,8212658 | 2,376026 |
| END | 45.258 | 0,3155381 | 0,2890521 | 0,225457 | 2,96e-06 | 4,320343 |
| CRES | 45.258 | 0,0791079 | 0,0415335 | 0,6469178 | -0,9758134 | 65,19319 |
| Painel B – Empresas cotadas | | | | | | |
| Variável | Obs. | Média | Mediana | Desvio-padrão | Mínimo | Máximo |
| AD | 5.760 | -0,0137313 | -0,0126922 | 0,078646 | -0,3240515 | 0,3556485 |
| AD | 5.760 | 0,0568057 | 0,038918 | 0,0560921 | 0,0000104 | 0,3556485 |
| DIM | 5.760 | 12,5228 | 12,35367 | 1,224592 | 10,07031 | 15,85176 |
| ROA | 5.760 | 0,0352792 | 0,0356099 | 0,0760379 | -0,5841442 | 0,5600655 |
| END | 5.760 | 0,2717513 | 0,24876 | 0,1924104 | 0,0000738 | 2,455468 |
| CRES | 5.760 | 0,091959 | 0,0541495 | 0,4828153 | -0,959655 | 17,0009 |
| Painel C - Empresas não cotadas | | | | | | |
| Variável | Obs. | Média | Mediana | Desvio-padrão | Mínimo | Máximo |
| AD | 39.498 | -0,0037076 | -0,003557 | 0,091217 | -0,3329164 | 0,3601457 |
| AD | 39.498 | 0,0653312 | 0,0461491 | 0,0637653 | 2,87e-06 | 0,3601457 |
| DIM | 39.498 | 11,73591 | 11,50661 | 0,948964 | 10,00275 | 15,61715 |
| ROA | 39.498 | 0,0279204 | 0,0180143 | 0,0695316 | -0,8212658 | 2,376026 |
| END | 39.498 | 0,3219236 | 0,2981414 | 0,2291838 | 2,96e-06 | 4,320343 |
| CRES | 39.498 | 0,0772338 | 0,0398445 | 0,6674709 | -0,9758134 | 65,19319 |

Nota. Obs.: número de observações; AD: *accruals* discricionários; |AD|: *accruals* discricionários em valor absoluto; DIM: logaritmo natural do ativo total; ROA: rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior; END: rácio entre a dívida financeira e o ativo total; CRES: variação anual das vendas.

Fonte: elaboração própria.

cotadas (0,057), o que vai ao encontro dos resultados de Burgstahler *et al.* (2006).

A média dos *accruals* discricionários com sinal é de -0,005, o que sugere que as empresas europeias giram os resultados no sentido descendente, ou seja, com o objetivo de baixarem os resultados reportados. A tendência para a prática de gestão de resultados no sentido descendente verifica-se quer nas empresas cotadas (-0,014), quer nas empresas não cotadas (-0,0037), o que está em linha com a ideia defendida na literatura de que a gestão de resultados no sentido descendente é uma prática comum na Europa, em especial nos países *code law* (Leuz, Nanda e Wysocki, 2003), e consistente com resultados de estudos anteriores, concretamente para empresas cotadas espanholas (Arnedo *et al.*, 2007), belgas (Vander Bauwhede *et al.*, 2003) e inglesas (Arun, Almahrog e Ali Aribi, 2015).

Testes de igualdade de médias realizados para ambas as medidas de gestão de resultados, em valor absoluto e com sinal, comprovam que as diferenças encontradas são estatisticamente significativas (resultados não tabulados).

A empresa média da amostra apresenta uma rentabilidade de aproximadamente 3%, um nível de endividamento de cerca de 32% e um crescimento anual das vendas próximo dos 8%. Em média, as empresas cotadas apresentam uma dimensão superior à das empresas não cotadas, um maior nível de rentabilidade e de crescimento anual das vendas e um nível de endividamento mais baixo, o que está em linha com os resultados obtidos em estudos anteriores (Burgstahler *et al.*, 2006; Hope *et al.*, 2013; Arnedo *et al.*, 2007).

A tabela 5 apresenta as correlações de Pearson entre as variáveis dos modelos empíricos em estudo. Em geral,

as variáveis apresentam uma correlação fraca entre si, sendo que a correlação mais elevada se verifica entre as variáveis END e ROA (-0,28). A variável dependente em valor absoluto encontra-se correlacionada positivamente com as variáveis ROA e CRES, e negativamente com a variável DIM, o que sugere que as empresas mais rentáveis, com maior crescimento anual das vendas e de menor dimensão, estejam associadas a uma maior magnitude de *accruals* discricionários. Quando analisada a variável dependente com sinal, existe evidência de que as empresas com maiores níveis de rentabilidade, de endividamento e de crescimento anual das vendas tendem a praticar mais gestão de resultados no sentido descendente.

Tabela 5
Matriz de correlações de Pearson

| | AD | AD | DIM | ROA | END | CRES |
|------|-----------|------------|-----------|------------|---------|--------|
| AD | 1,0000 | | | | | |
| AD | 0,0010 | 1,0000 | | | | |
| DIM | 0,0070 | -0,0778*** | 1,0000 | | | |
| ROA | 0,1239*** | 0,0129*** | 0,0403*** | 1,0000 | | |
| END | 0,0812*** | -0,0044 | 0,0213*** | -0,2816*** | 1,0000 | |
| CRES | 0,0169*** | 0,0597*** | 0,0129*** | 0,0757*** | -0,0039 | 1,0000 |

Nota. AD: *accruals* discricionários; |AD|: *accruals* discricionários em valor absoluto; DIM: logaritmo natural do ativo total; ROA: rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior; END: rácio entre a dívida financeira e o ativo total; CRES: variação anual das vendas. *** Nível de significância de 1%.

Fonte: elaboração própria.

Análise de resultados

A tabela 6 sumariza os resultados obtidos das regressões dos modelos (4), (5) e (6).

No modelo 1, o coeficiente da variável COT é estatisticamente significativo e com sinal negativo, o que sugere que as empresas cotadas pratiquem menos gestão de resultados do que as empresas não cotadas. Em média, uma empresa cotada apresenta um valor de *accruals* discricionários inferior em 0,0079, comparativamente com as empresas não cotadas, *ceteris paribus*. Esse resultado corrobora os resultados obtidos anteriormente por Burgstahler *et al.* (2006), Ball e Shivakumar (2005) e Hope *et al.* (2013), que concluem que as empresas cotadas apresentam maior qualidade no seu relato financeiro.

Os resultados sugerem também que as empresas de menor dimensão, com maior nível de endividamento e maior crescimento de vendas, pratiquem, em média, mais gestão de resultados. A variável DIM apresenta-se estatisticamente significativa e com sinal negativo, o que vai ao encontro dos resultados esperados e obtidos em estudos anteriores, como em Memiş e Çetenak (2012) e Datta *et al.* (2013). A variável END apresenta-se estatisticamente significativa e

Tabela 6

Gestão de resultados nas empresas europeias cotadas e não cotadas

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| | AD | AD | AD |
| Constante | 0,1084972*** | 0,1099575*** | 0,1013615*** |
| | (23,43) | (23,75) | (19,14) |
| COT | -0,0079034*** | -0,0081622*** | 0,0250228** |
| | (-6,46) | (-6,69) | (2,33) |
| DIM | -0,0039511*** | -0,0039945*** | -0,0033626*** |
| | (-9,94) | (-10,06) | (-7,40) |
| ROA | 0,0011815 | -0,0014155 | 0,0144692** |
| | (0,18) | (-0,21) | (2,00) |
| END | 0,0056943*** | 0,0063753*** | 0,0061408*** |
| | (2,77) | (3,11) | (2,8) |
| CRES | 0,0055968*** | 0,0055728*** | 0,005213*** |
| | (5,15) | (5,13) | (4,94) |
| PER | | -0,0045931*** | |
| | | (-5,45) | |
| DIM*COT | | | -0,0024453*** |
| | | | (-2,82) |
| ROA*COT | | | -0,0861406*** |
| | | | (-4,68) |
| END*COT | | | -0,0001361 |
| | | | (-0,02) |
| CRES*COT | | | 0,0053373 |
| | | | (1,44) |
| Dummies País | Sim | Sim | Sim |
| Dummies Setor | Sim | Sim | Sim |
| Dummies Ano | Sim | Sim | Sim |
| Obs. | 45.258 | 45.258 | 45.258 |
| Adj R ² | 0,0460 | 0,0467 | 0,0475 |
| F-statistic | 49,16 | 48,62 | 45,15 |
| p-value | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |

Nota. |AD|: *accruals* discricionários em valor absoluto; COT: variável *dummy* que assume valor "1", se empresa for cotada, e "0", caso contrário; DIM: logaritmo natural do ativo total; ROA: rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior; END: rácio entre a dívida financeira e o ativo total; CRES: variação anual das vendas; PER: variável *dummy* toma valor "1", se o valor do rácio entre o resultado líquido e o total do ativo está compreendido no intervalo de [0,00;0,01], e toma valor "0", caso contrário. ***, **, * definem níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: elaboração própria.

com sinal positivo, refletindo a ideia de que quanto maior o endividamento da empresa, maior a preocupação da empresa em mostrar resultados que lhe permitam condições contratuais mais favoráveis, nomeadamente evitar a violação de cláusulas contratuais. Essa evidência encontra-se também nos estudos de Burgstahler *et al.* (2006) e Memiş e Çetenak (2012). Por sua vez, a variável CRES apresenta-se estatisticamente significativa com sinal positivo, o que sugere que mais oportunidades de investimento conduzam a uma maior prática de gestão de resultados. Esse resultado vai ao encontro do que era esperado, sendo consistente com estudos anteriores, especialmente de Arnedo *et al.* (2007) e Datta *et al.* (2013).

No modelo 2, a variável PER apresenta-se estatisticamente significativa e com sinal negativo, o que sugere que, na presença de lucros baixos, as empresas adotem menos práticas de gestão de resultados por meio dos *accruals* discricionários. Isso também é evidenciado no estudo de Othman e Zeghal (2006). O coeficiente da variável COT mantém-se negativo e estatisticamente significativo a 1%. Os resultados obtidos para as restantes variáveis são similares aos apresentados no modelo 1.

No modelo 3, a partir da variável de interação DIM*COT, verificamos que existe evidência de que, quando a dimensão das empresas aumenta 1%, as empresas cotadas apresentam *accruals* discricionários, em média, inferiores em 0,024453, comparativamente com as empresas não cotadas, *ceteris paribus*. Os resultados sugerem-nos também, com a variável de interação ROA*COT, que, quando a rentabilidade aumenta 1%, as empresas cotadas apresentem *accruals* discricionários, em média, inferiores em 0,0861406, em comparação com as empresas não cotadas, *ceteris paribus*. Por sua vez, quanto às empresas cotadas, um acréscimo de 1% na rentabilidade está associado a um decréscimo de 0,0716714 (-0,0861406+0,0144692) na magnitude dos *accruals* discricionários. A variável de interação END*COT apresenta-se estatisticamente não significativa, tal como acontece no estudo de Sundgren (2007), assim como a variável de interação CRES*COT.

O coeficiente da variável ROA apresenta-se agora estatisticamente significativo e com sinal positivo para as empresas não cotadas, o que evidencia que, quando a rentabilidade aumenta 1%, as empresas não cotadas gerem, em média, mais 1,44692% dos seus resultados. Os resultados sugerem que empresas não cotadas de menor dimensão, mais rentáveis, mais endividadas e com maiores perspectivas de crescimento tendam a gerir mais os seus resultados.

Por fim, os valores de *p-value* da *F-statistic* obtidos confirmam a validade dos modelos. Tal como Datta *et al.* (2013), os *standard errors* foram agrupados (*clustered*) ao nível da empresa e ao nível do ano, de forma a corrigir a autocorrelação dos *standard errors* nas regressões.

Análises adicionais e de robustez

Foram realizadas várias análises adicionais por forma a complementar o estudo e avaliar a robustez dos resultados obtidos. Na primeira análise efetuada, foram retiradas da amostra as empresas de Itália, não só por ser o país com maior representatividade na amostra em termos de número de empresas, cerca de 32% do total delas, como também por ser o país que apresenta maior desequilíbrio entre a proporção de empresas cotadas e não cotadas.

Os resultados obtidos (não tabelados) são similares aos reportados na tabela 6. O sinal do coeficiente da variável COT mantém-se negativo e estatisticamente significativo, tendo o valor do coeficiente variado ligeiramente, passou de -0,0079034 para -0,0088931 (modelo 1). Curiosamente, a variável ROA passa a ser estatisticamente significativa a um nível de significância de 10%, o que sugere que, em média, um aumento de 1% da rentabilidade leve a um aumento de 0,012578 na magnitude dos *accruals* discricionários.

Tabela 7

Gestão de resultados de acordo com a origem do sistema legal

| | Code law | Common law |
|--------------------|---------------|---------------|
| Constante | 0,1097635*** | 0,1113564*** |
| | (21,88) | (9,73) |
| COT | -0,0044874*** | -0,0176552*** |
| | (-3,22) | (-6,95) |
| DIM | -0,0039424*** | -0,0037304*** |
| | (-9,13) | (-3,86) |
| ROA | -0,0016129 | 0,0082648 |
| | (-0,20) | (0,72) |
| END | 0,0010287 | 0,0147325*** |
| | (0,45) | (3,66) |
| CRES | 0,0054182*** | 0,0065051*** |
| | (4,74) | (2,57) |
| Dummies país | Sim | Não |
| Dummies setor | Sim | Sim |
| Dummies ano | Sim | Sim |
| Obs. | 37123 | 8135 |
| Adj R ² | 0,0468 | 0,0419 |
| F-statistic | 44,53 | 12,95 |
| p-value | 0,0000 | 0,0000 |

Nota. COT: variável *dummy* que assume valor "1", se empresa for cotada, e "0", caso contrário; DIM: logaritmo natural do ativo total; ROA: rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior; END: rácio entre a dívida financeira e o ativo total; CRES: variação anual das vendas. ***, **, * definem níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: elaboração própria.

Na tabela 7 apresentam-se os resultados da segunda análise efetuada, que teve como objetivo verificar se os resultados da análise principal eram afetados pela origem legal dos países. Uma das causas da diversidade contabilística identificada na literatura é o sistema jurídico-legal dos países, devido à sua influência quer no desenvolvimento dos mercados financeiros, quer a nível do sistema de contabilidade e do relato financeiro (Nobes, 1998). Como tal, o comportamento das empresas cotadas e não cotadas pode diferir consoante pertençam a um país classificado, segundo Nobes (1998), como de *code law* ou de *common law*. Neste estudo, apenas a Inglaterra é classificada como de *common law*.

Os resultados sugerem que as empresas cotadas apresentem, em média, uma magnitude dos *accruals* discricionários inferior à das empresas não cotadas, *ceteris paribus*, quer nos países *code law*, quer nos países *common law*. Assim, podemos argumentar que a nossa principal conclusão, de que as empresas não cotadas praticam mais gestão de resultados do que as empresas cotadas, não é afetada pelo sistema legal do país a que as empresas pertencem. No entanto, os resultados indicam que a diferença entre empresas cotadas e não cotadas é mais evidente nos países *common law*, dada a magnitude dos coeficientes da variável *COT*. Sugerem ainda uma menor prática de gestão de resultados por parte das empresas cotadas nos países *common law*, comparativamente com os países *code law*, o que está em linha com resultados de estudos anteriores, nomeadamente Leuz *et al.* (2003), que evidenciam que, num contexto de forte protecionismo aos investidores (ou seja, em países *common law*), o nível de práticas de gestão de resultados nas empresas cotadas é menor.

Por fim, considerou-se como variável dependente os *accruals* discricionários sem ser em valor absoluto, de forma a analisar a direção da gestão de resultados e não somente a sua magnitude. A tabela 8 sumariza os resultados obtidos.

No modelo 1, o coeficiente da variável *COT* é estatisticamente significativo e com sinal negativo, pelo que existe evidência de que as empresas cotadas têm maior tendência para gerirem os resultados no sentido descendente do que as empresas não cotadas. Esse resultado pode sugerir que as empresas cotadas tenham um comportamento mais conservador em termos de escolhas contabilísticas do que as empresas não cotadas. Os resultados sugerem também que empresas de maior dimensão, com níveis de rentabilidade e endividamento maiores, giram mais os *accruals* no sentido de aumentarem os resultados reportados.

Embora na literatura prevaleça a ideia de que as empresas cotadas giram os resultados de forma ascendente, devido à predominância dos estudos sobre a realidade das empresas nos Estados Unidos da América, existe evidência de que as empresas europeias, cotadas e não cotadas, giram os resultados de forma descendente (Vander Bauwhede

et al., 2003; Arnedo *et al.*, 2007; Arun *et al.*, 2015). A existência de pagamentos a vários *stakeholders* com base nos resultados reportados e uma menor pressão nos mercados europeus para gerir os resultados de forma ascendente, comparativamente com a existente no mercado norte-americano (García Lara, García Osma e Mora, 2005), bem

Tabela 8
Accruals discricionários com sinal

| | Modelo 1 | Modelo 2 | Modelo 3 |
|--------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | AD | AD | AD |
| Constante | -0,0377735*** (-6,82) | -0,0402794 (-7,30) | -0,0468071*** (-7,55) |
| COT | -0,0102925*** (-7,08) | -0,0098484*** (-6,80) | 0,0379037*** (2,78) |
| DIM | 0,0016475*** (3,50) | 0,001722*** (3,67) | 0,0023861*** (4,51) |
| ROA | 0,2040956*** (14,72) | 0,2085517*** (14,85) | 0,2007598*** (13,09) |
| END | 0,051818*** (12,26) | 0,0506494*** (12,03) | 0,0537283*** (12,38) |
| CRES | 0,0001752 (0,15) | 0,0002164 (0,18) | 8,98e-06 (0,01) |
| PER | | 0,0078813*** (6,81) | |
| DIM*COT | | | -0,0035881*** (-3,23) |
| ROA*COT | | | 0,0282574 (0,93) |
| END*COT | | | -0,0177946 (-1,32) |
| CRES*COT | | | 0,002343 (0,53) |
| Dummies país | Sim | Sim | Sim |
| Dummies setor | Sim | Sim | Sim |
| Dummies ano | Sim | Sim | Sim |
| Obs. | 45.258 | 45.258 | 45.258 |
| Adj R ² | 0,0368 | 0,0378 | 0,0372 |
| F-statistic | 60,61 | 24,63 | 22,50 |
| p-value | 0,0000 | 0,0000 | 0,0000 |

Nota. AD: *accruals* discricionários; COT: variável *dummy* que assume valor "1", se empresa for cotada, e "0", caso contrário; DIM: logaritmo natural do ativo total; ROA: rácio entre o resultado líquido e o ativo total do ano anterior; END: rácio entre a dívida financeira e o ativo total; CRES: variação anual das vendas; PER: variável *dummy* toma valor "1", se o valor do rácio entre o resultado líquido e o total do ativo está compreendido no intervalo de [0,00;0,01], e toma valor "0", caso contrário. ***, **, * definem níveis de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Fonte: elaboração própria.

como o objetivo de minimizar o imposto a pagar sobre os lucros (Vander Bauwhede *et al.*, 2003; Coppens e Peek, 2005), são alguns dos argumentos defendidos na literatura que podem justificar esse comportamento.

Relativamente ao modelo 2, a variável PER apresenta um coeficiente estatisticamente significativo com sinal positivo. Tal sugere que, na presença de lucros baixos, as empresas giram mais os seus resultados no sentido ascendente. O sinal e o nível de significância do coeficiente de COT mantêm-se.

Finalmente, no modelo 3, os resultados sugerem que empresas cotadas de maior dimensão tendam a praticar mais gestão de resultados no sentido descendente, comparativamente às empresas não cotadas e às empresas cotadas de menor dimensão, *ceteris paribus*. Relativamente às empresas não cotadas, verifica-se que empresas de maior dimensão, mais rentáveis e com maiores níveis de endividamento, tendem a gerir menos os resultados de forma descendente.

Conclusão

Estamos perante práticas de gestão de resultados, quando os gestores de forma intencional alteram a realidade da empresa, por meio do aumento ou da diminuição dos *accruals*, ou de operações reais, de modo a influenciar as perceções e decisões dos utilizadores das demonstrações financeiras.

Os principais resultados deste estudo sugerem que as empresas europeias cotadas apresentem, em média, uma prática de resultados via *accruals* menos pronunciada que as empresas não cotadas. Esse resultado está em linha com os resultados encontrados por Burgstahler *et al.* (2006), Ball e Shivakumar (2005) e Hope *et al.* (2013), e é consistente com a ideia de que uma maior procura de informação contabilística de qualidade e um maior escrutínio de informação, nomeadamente por parte das entidades reguladoras e supervisoras, levam a que as empresas cotadas pratiquem menos gestão de resultados do que as empresas não cotadas.

Os resultados sugerem também que, dentro das empresas cotadas, sejam as de menor dimensão e as menos rentáveis as que revelam maior tendência para a prática de gestão de resultados. Dentro das empresas não cotadas, são as de menor dimensão, com maiores níveis de rentabilidade, endividamento e perspectivas de crescimento, as que praticam mais gestão de resultados.

Análises adicionais revelam que as empresas cotadas tendem a gerir mais os seus resultados no sentido descendente do que as empresas não cotadas, o que sugere um

comportamento conservador em termos de escolha de políticas contabilísticas e estimativas por parte desse grupo de empresas. Esse resultado é também consistente com a ideia de uma maior exigência de qualidade no relato financeiro por parte dos *stakeholders* das empresas cotadas, já que o conservadorismo é normalmente considerado como um desejável atributo dos resultados que melhora a qualidade do relato financeiro (Ball e Shivakumar, 2005).

Por fim, verifica-se também que na presença de lucros baixos as empresas evidenciam uma menor tendência para a prática de gestão de resultados e tendem a gerir mais os resultados no sentido ascendente.

Os resultados principais são robustos à exclusão da análise das empresas do país com maior representatividade na amostra e válidos em países tradicionalmente considerados quer como de *common law*, quer como de *code law*. No entanto, a diferença no nível de gestão de resultados praticado é menos notória nos países de *common law*, o que pode ser justificado por, nesses países, existir um maior nível de protecionismo aos investidores (Leuz *et al.*, 2003).

Como limitações do estudo, destaque-se a falta de dados que nos impediu de ter uma análise mais abrangente dos países da União Europeia. Não foi também possível obter informações sobre outras variáveis, nomeadamente a concentração de propriedade das empresas, a empresa de auditoria e variáveis de *governance* para os diversos anos, o que impossibilitou uma análise mais alargada e aprofundada.

Não foi também possível controlar diretamente para os prováveis efeitos do uso de diferentes normativos contabilísticos nas empresas não cotadas na gestão e nos resultados. Contudo, ao usarem-se *dummies* por país, tentou-se controlar indiretamente esses prováveis efeitos, minimizando essa limitação. Finalmente, dado que o período amostral contempla anos de plena crise económica e financeira, tal pode constituir também uma limitação do estudo. Todavia, o impacto da crise é mitigado pelo facto de se ter recorrido a *dummies* por ano, sendo que também essa limitação é parcialmente ultrapassada.

Como pista para estudos futuros, seria relevante analisar o impacto fiscal na gestão de resultados das empresas cotadas e não cotadas, comparando países com um alinhamento fiscal elevado e baixo. Outra sugestão de investigação futura será analisar com mais detalhe os determinantes e motivações das empresas não cotadas para a prática de gestão de resultados, visto que esse grupo de empresas tem sido menos estudado na literatura e representa o grosso do tecido empresarial dos países europeus.

Declaração de conflito de interesses

Os autores não manifestam conflitos de interesses institucionais ou pessoais.

Referências

- Arun, T., Almahrog, Y. e Ali Aribi, Z. (2015). Female directors and earnings management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, 137-146. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.03.002>
- Arnedo, L., Lizarra, F. e Sánchez, S. (2007). Does public/private status affect the level of earnings management in code-law contexts outside the United States? A study based on the Spanish case. *The International Journal of Accounting*, 42(3), 305-328. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2007.06.004>
- Azevedo, R. (2014). Estudo das práticas de gestão de resultados nas empresas europeias cotadas e não cotadas (tese de mestrado). ISEG, Universidade de Lisboa, Portugal. <http://hdl.handle.net/10400.5/7964>
- Ball, R. e Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.04.001>
- Beatty, A. L., Ke, B. e Petroni, K. R. (2002). Earnings management to avoid earnings declines across publicly and privately held banks. *The Accounting Review*, 77(3), 547-570. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.3.547>
- Bureau Van Dijk. Amadeus Database. <https://amadeus.bvdinfo.com/version-2019919/home.serv?product=AmadeusNeo>
- Burgstahler, D. C., Hail, L. e Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016. <https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.983>
- Cheng, Q. e Warfield, T. D. (2005). Equity incentives and earnings management. *The accounting review*, 80(2), 441-476. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.441>
- Chih, H., Shen, C. e Kang, F. (2008). Corporate social responsibility, investor protection, and earnings management: some international evidence. *Journal of Business Ethics*, 79, 179-198. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9383-7>
- Coppens, L. e Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.intaccudtax.2005.01.002>
- Datta, S., Iskandar-Datta, M. e Singh, V. (2013). Product market power, industry structure, and corporate earnings management. *Journal of Banking & Finance*, 37(8), 3273-3285. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.03.012>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. e Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P. M. e Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35-59. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.s-1.35>
- Dechow, P. M. e Schrand, C. M. (2004). Earnings Quality. United States of America: The Research Foundation of CFA Institute. <http://csinvesting.org/wp-content/uploads/2015/04/Defining-Earnings-Quality-CFA-Publication.pdf>
- Dechow, P. M., Ge, W., Larson, C. R. e Sloan, R. G. (2011). Predicting material accounting misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28(1), 17-82. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2010.01041.x>
- Ferreira, L. F., García Lara, J. M. e Gonçalves, T. (2007). Accounting conservatism in Portugal: similarities and differences facing Germany and the United Kingdom. *Revista de Administração Contemporânea*, 11(spec2), 163-188. <http://dx.doi.org/10.1590/S1415-6552007000600009>
- Francis, J., Schipper, K. e Vincent, L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121-164. <https://doi.org/10.1506/XVQV-NQ4A-08EX-FC8A>
- García Lara, J. M., García Osma, B. e Mora, A. (2005). The effect of earnings management on the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(3-4), 691-726. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00610.x>
- Givoly, D., Hayn, C. e Katz, S. (2010). Does public ownership of equity improve earnings quality? *The Accounting Review*, 85(1), 195-225. <https://doi.org/10.2308/accr.2010.85.1.195>
- Gonçalves, T. e Coelho, G. (2019). Earnings management during mergers and acquisitions – European evidence. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 102, 22-43. https://www.europeanjournalofeconomicsfinanceandadministrativesciences.com/issues/PDF/EJEFA_102_02.pdf
- Gonçalves, T., Gaio, C. e Lélis, C. (2020). Accrual mispricing: Evidence from European sovereign debt crisis. *Research in International Business and Finance*, 52, 101-111. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101111>
- Gonçalves, T., Gaio, C. e Robles, F. (2018). The impact of working capital management on firm profitability in different economic cycles: Evidence from the United Kingdom. *Economics and Business Letters*, 7(2), 70-75. <https://doi.org/10.17811/ebf.7.2.2018.70-75>
- Gonçalves, T., Gaio, C. e Santos, T. (2019). Women on the board: Do they manage earnings? Empirical evidence from European listed firms. *Review of Business Management*, 21(3), 582-597. <http://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v21i3.4010>
- Graham, J. R., Harvey, C. R. e Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>
- Healy, P. M. e Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/accr.1999.13.4.365>
- Hope, O.-K., Thomas, W. B. e Vyas, D. (2013). Financial reporting quality of U.S. private and public firms. *The Accounting Review*, 88(5), 1715-1742. <https://doi.org/10.2308/accr-50494>
- Jones, J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Leuz, C., Nanda, D. e Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Memiş, M. Ü. e Çetenak, E. H. (2012). Earnings management, audit quality and legal environment: An international comparison. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2(4), 460-469. <http://www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/view/299>
- Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *ABACUS*, 34(2), 162-187. <https://doi.org/10.1111/1467-6281.00028>
- Othman, H. B. e Zeghal, D. (2006). A study of earnings-management motives in the Anglo-American and Euro-Continental accounting models: The Canadian and French cases. *The International Journal of Accounting*, 41(4), 406-435. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2006.09.004>

- Pinto, I., Gaio, C. e Gonçalves, T. (2019). Corporate governance, foreign direct investment, and bank income smoothing in African countries. *International Journal of Emerging Markets*. Em impressão. <https://doi.org/10.1108/IJOEM-04-2019-0297>
- Recomendação da Comissão 2003/361/CE de 6 de maio de 2003. Relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. *Jornal Oficial da União Europeia* [em linha]. <http://www.iapmei.pt/resources/download/r6maio2003.pdf>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102. <https://search.proquest.com/openview/177246e104b43553542ab048997f1a4e/1?pq=-origsite-gscholar&cbl=3330>
- Sundgren, S. (2007). Earnings management in public and private companies – Evidence from Finland. *The Finnish Journal of Business Economics*, 1, 35-63.
- Vander Bauwhede, H., Willekens, M. e Gaeremynck, A. (2003). Audit firm size, public ownership and firms' discretionary accruals management. *The International Journal of Accounting*, 38(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(03\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(03)00004-9)
- Van Tendeloo, B. e Vanstraelen, A. (2008). Earnings management and audit quality in Europe: Evidence from the private client segment market. *European Accounting Review*, 17(3), 447-469. <https://doi.org/10.1080/09638180802016684>
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245-71. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.05.008>