

Carla Sofia da Cruz Monteiro

**Manipulação dos Resultados nas PME's
Portuguesas. O Caso das Empresas em
Insolvência Financeira**

Maio de 2017



Carla Sofia da Cruz Monteiro

**Manipulação dos Resultados nas PME's
Portuguesas. O Caso das Empresas em
Insolvência Financeira**

Tese de Mestrado

Mestrado em Finanças Empresariais

Professor Doutor Luís Fernandes Rodrigues

Maio de 2017



RESUMO

A literatura existente relata que existem diversos incentivos para a prática da manipulação dos resultados, através dos *accruals* discricionários. Estes indicam que as principais motivações prendem-se na minimização do pagamento do imposto (motivo fiscal) e o acesso ao financiamento em condições atrativas (motivo financiamento) de modo a influenciar a perceção do mercado acerca da viabilidade e credibilidade da empresa.

O objetivo deste estudo consiste em especificar um modelo que permita analisar a manipulação dos *accruals* discricionários e identificar o efeito moderador que a probabilidade de insolvência financeira poderá ter uma sobre as variáveis que estão associadas às motivações de financiamento e fiscal. Utilizou-se uma amostra de PME's portuguesas, entre 2003 e 2012, para investigar se este tipo de empresas tende a manipular mais a componente discricionária dos *accruals* quando a probabilidade de insolvência é maior. Como *proxy* da manipulação dos resultados utilizou-se os *accruals* discricionários e para estimar a probabilidade de insolvência financeira associada a cada período para cada empresa utilizou-se um método regressão logística.

Os resultados confirmam que os gestores tendem a manipular os seus resultados de acordo com grau de alavancagem da empresa, no sentido de conseguirem obter mais financiamento junto da banca e/ou pelo menos conseguir a sua renovação. Não se encontrou evidências de que os gestores manipulem os *accruals* com o objetivo de minimização do imposto ou que esse tipo de manipulação seja superior nas empresas que estejam numa situação de dificuldade financeira. Pelo contrário, o facto de uma empresa enfrentar uma elevada probabilidade de insolvência parece reduzir a sua propensão à manipulação dos resultados, talvez porque se uma empresa estiver com problemas de solvência, a obtenção de crédito bancário adicional tornar-se-á muito difícil, pelo que em alternativa buscará uma progressiva substituição de crédito bancário por crédito comercial.

Palavras-chave: manipulação de resultados; dificuldades financeiras; *accruals*; *accruals* discricionários; PME's.

ABSTRACT

The existing literature reports that there are several incentives for the practice of earnings management, through discretionary accruals. These indicate that the main motivations are reducing the payment of income tax (tax motive) and being able to access to finance under attractive conditions (financing motive), in order to influence the market perception of the viability and credibility of the company.

The objective of this study is to specify a model that allows to analyzing the manipulation of discretionary accruals and to identify a moderating effect that would allow the study of the influence of a probability financial insolvency on the variables that are associated with a financial and fiscal motivation. A sample of Portuguese SMEs, between 2003 and 2012, was used to investigate whether Portuguese SMEs tend to manipulate the discretionary accruals more intensively in a situation of financial distress.

As a proxy for the manipulation of results, we used the discretionary accruals and to estimate the probability of financial insolvency associated with each period for each company, we used a logistic regression method.

The results suggest the degree that managers tend to manipulate their results it is closely related with the firms' financial leverage, in order to obtain more or *rollover* the financing from the banks. No evidence was found to support that managers use accruals to the minimizing tax and also the results show no evidence that this type manipulation is superior in companies in a situation of financial distress.

In contrast, an increased probability of financial insolvency seems to reduce the propensity to manipulate the results. This occurs because if they are likely to have solvency problems, obtaining additional bank credit will become very difficult, so there will be a gradual substitution of bank credit for commercial credit.

Key words: earnings management, financial distress, accruals, discretionary accruals, SME's.

AGRADECIMENTOS

Agradeço ao meu orientador, Professor Doutor Luís Rodrigues, pela disponibilidade, pelos comentários e sugestões prestadas na execução deste trabalho.

À minha família, nomeadamente à minha mãe, pelo apoio, compreensão e motivação ao longo da realização deste trabalho final de mestrado, mas também de todo o meu percurso académico e pessoal.

ÍNDICE

RESUMO	ii
ABSTRACT	iii
AGRADECIMENTOS	iv
ÍNDICE DE TABELAS	vii
ÍNDICE DE FIGURAS	viii
LISTA DE ABREVIATURAS.....	ix
CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO	10
1.1- Definição do contexto.....	10
1.2- Objetivos e pressupostos do estudo	12
CAPÍTULO 2 - MÉTODOS DE ANÁLISE/DETEÇÃO DA PRÁTICA DE MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS.....	14
2.1- Conceito e objetivos.....	14
2.2- Incentivos à manipulação dos resultados.....	15
2.3- Formas e instrumentos de manipulação dos resultados	16
2.3.1- Manipulação baseada na possibilidade e flexibilidade de escolha de diferentes métodos contabilísticos	16
2.3.2- Manipulação por meio de práticas reais	20
2.3.3- Manipulação contabilística através da prática fraudulenta da informação	20
2.4- Métodos de deteção da manipulação dos resultados	22
2.4.1- Análise de rácios/variáveis e alterações dos métodos contabilísticos	22
2.4.2- Métodos baseados nos <i>accruals</i>	23
CAPÍTULO 3- MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS NAS PME'S EM DIFICULDADES FINANCEIRAS	27
3.1- Incentivos à manipulação dos resultados no contexto português	27
3.2- Empresas em dificuldades financeiras – Legislação do processo de insolvência e recuperação de empresas em Portugal	29
3.3- PME's em dificuldades financeiras e a manipulação dos resultados.....	33

3.4-	A previsão da insolvência financeira	34
3.4.1-	Definição de conceitos.....	34
3.4.2-	Os modelos de regressão logística de previsão de insolvência financeira	36
CAPÍTULO 4 - HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E MODELO PROPOSTO .		38
4.1-	Hipóteses de investigação	38
4.2-	Método de deteção de manipulação dos resultados baseado nos <i>accruals</i>	39
4.3-	O modelo de deteção das práticas de manipulação dos resultados.....	40
4.3.1-	A variável dependente e a estimativa dos coeficientes do Modelo Jones Modificado	41
4.3.2-	As variáveis explicativas	43
4.3.3-	As variáveis de controlo	44
4.4-	O modelo explicativo <i>accruals</i> discricionários considerando o efeito moderador da insolvência	45
CAPÍTULO 5- CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA DE ESTUDO.....		46
5.1-	Estatística descritiva e correlações	47
CAPÍTULO 6- ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....		49
6.1-	Impacto da probabilidade de insolvência enquanto efeito moderador sobre as variáveis do Modelo Base.....	49
6.2-	Teste de robustez dos resultados relativos a alavancagem e o efeito moderador da probabilidade de insolvência sobre as variáveis do Modelo Base	53
CAPÍTULO 7- CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES.....		55
7.1-	Conclusões	55
7.2-	Limitações e Sugestões	58
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		59

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis do Modelo Jones Modificado	42
Tabela 2: Estimativa dos coeficientes do Modelo Jones Modificado	42
Tabela 3: Composição da amostra por ano e setor	46
Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis do modelo	47
Tabela 5: Matriz de correlação das variáveis do modelo	48
Tabela 6: Resultados regressão do modelo base dos <i>accruals</i> discricionários.....	52
Tabela 7: Resultados regressão do modelo reduzido dos <i>accruals</i> discricionários.....	54

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1: <i>Multi Evaluation Objective Rating</i> (MORE).....	47
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS

AD – *Accruals* Discricionários

AND – *Accruals* Não Discricionários

AT – *Accruals* Totais

CIRE - Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas

CPEREF - Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência

EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (resultado antes de juros, impostos, amortizações e depreciações)

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

IRC - Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas

PCGA – Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites

PEC – Pagamento Especial por Conta

PER - Processo Especial de Revitalização

PME – Pequenas e médias empresas

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SIREVE - Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial

CAPÍTULO 1 - INTRODUÇÃO

1.1- Definição do contexto

A informação divulgada pelas empresas reveste-se de extrema importância para a administração da empresa, assim como para os *stakeholders*¹ ajudando-os no processo de tomada de decisões. A produção da referida informação representada nas demonstrações financeiras está regulada por normas e tem como principal objetivo fornecer informações úteis sobre o seu desempenho (Eilifsen et al., 1999). Como fonte privilegiada para a obtenção de informações sobre a “saúde” financeira empresarial, a contabilidade deve prestar informações verídicas aos denominados utentes da informação financeira, preparada de uma forma imparcial e, representando a verdadeira situação da empresa. Mas infelizmente muitas vezes não é o que acontece.

Com a ocorrência de consecutivos escândalos financeiros que envolveram grandes empresas nos Estados Unidos (Enron, Xerox, WorldCom e Adelphia) e Europa (Parmalat e Ahold), no início do século XXI, revelando situações de fraudes e erros contabilísticos, tomou-se consciência que a informação divulgada pelas empresas poderia não representar a sua verdadeira realidade, adulterando a confiança dos investidores na informação divulgada e, conseqüentemente, nos mercados financeiros (Jain e Rezaee, 2006).

No entanto, a proliferação de casos com a crise financeira internacional de 2008 parece revelar que, de forma crescente, apesar de todas as auditorias, a informação financeira divulgada pelas empresas está sujeita à opacidade informacional, impedindo-a de ser aceite de forma acrítica pelos seus utilizadores, ou seja, a informação financeira nem sempre reflete tempestiva e rigorosamente a imagem verdadeira das empresas.

Assim, num ambiente cada vez mais competitivo e globalizado, as empresas tendem a apresentar níveis de rentabilidade operacional equivalentes entre si. O desempenho dos gestores torna-se um fator crítico, obrigados a uma avaliação constante e refinada dos seus resultados. Ocorre, entretanto, que parte desse resultado pode decorrer de ajustes contabilísticos de natureza discricionária, sem qualquer correlação com a realidade da

¹ Refere-se aos fornecedores atuais e potenciais de capital, os trabalhadores, clientes, fornecedores, reguladores e intermediários financeiros, ou seja, todos os agentes económicos com interesses legítimos na empresa.

empresa. Estes ajustes, normalmente, são motivados por influências exógenas à empresa, que condicionam a forma como os gestores direcionam os resultados finais para os níveis mais adequados aos seus objetivos, ou seja, os gestores podem utilizar a flexibilidade das normas e princípios contabilísticos para manipular a informação financeira com o objetivo de fornecer uma imagem económico-financeira da empresa mais próxima dos seus interesses.

É neste contexto que surge a manipulação dos resultados, no sentido da terminologia anglo-saxónica de “*earnings management*”, definida de forma geral como uma estratégia de gestão da informação transmitida (Ronen e Yaari, 2008), o qual será explicado com maior pormenor nos capítulos seguintes.

Existindo manipulação dos resultados não é possível avaliar o real desempenho da empresa, e conseqüentemente, torna-se impossível determinar o seu verdadeiro valor, o que faz com que os investidores tomem decisões com base em informações que não correspondem a realidade, sendo induzidos em erro (Beneish e Nichols, 2005). A evidência empírica demonstra que, os gestores possuem motivações que os levam a escolher discricionariamente determinadas práticas contabilísticas. Entre essas motivações encontra-se, particularmente, o desejo de esconder uma diminuição dos resultados, ou a ocorrência de perdas (Burgstahler e Dichev, 1997). Presume-se ainda que tal motivação seja mais acentuada, para as empresas que se defrontam com dificuldades financeiras, dada a incapacidade de satisfazer os seus compromissos.

Mas o facto de a maioria dos trabalhos dedicarem a sua atenção a grandes empresas e mercados leva a concluir que, se mostra indispensável aprofundar o estudo destas questões no universo das empresas de menor dimensão.

Portugal é constituído maioritariamente por pequenas e médias empresas, cerca de 99,9% do tecido empresarial, é assim notória a importância destas face ao papel que desempenham no crescimento económico do país, ao peso evidenciado na estrutura empresarial e à proeminente contribuição para o emprego gerado. Assim, considerando o universo português, a motivação subjacente a este estudo também tem raízes na literatura disponível, e nas lacunas de investigação no que respeita aos incentivos à manipulação dos resultados, referente às PME's portuguesas que se encontram em situação de dificuldades financeiras.

1.2- Objetivos e pressupostos do estudo

A dependência das empresas em relação as instituições financeiras leva-as a procurarem ocultar resultados negativos, apresentando resultados fictícios. Os períodos de crise são normalmente caracterizados pela implementação de políticas restritivas no setor bancário, dificultando a obtenção de financiamento, daí que as empresas tenham de apresentar uma imagem credível e saudável para poderem recorrer ao financiamento, aumentando, assim, o risco de manipulação por parte dos gestores. Neste seguimento, o objetivo deste estudo passa por averiguar se os gestores das PME's portuguesas manipulam os resultados numa situação de dificuldade financeira, com o intuito de melhorar a imagem da empresa junto dos financiadores existentes e potenciais, para obterem condições de financiamento que lhes permitam ultrapassar a situação de dificuldade. Por outro lado, com a crise veio também o aumento dos impostos, pelo que as empresas com menores capitais alheios vêm-se obrigadas recorrerem a outros escudos fiscais que não a dedutibilidade dos juros dos empréstimos, no sentido de pagarem menos impostos.

Tal pode causar um dilema, sobre qual dos *stakeholders* “agradar”, pois para as empresas com uma forte probabilidade de sofrerem uma crise de insolvência financeira, prevê-se que o reflexo de uma boa imagem aos financiadores sobreponha ao incentivo fiscal, ou seja, preferem pagar imposto (IRC), a “sufocarem” por falta de crédito bancário.

Tendo em conta o objetivo formulado anteriormente, tenciona-se realizar uma reflexão sobre os principais incentivos que levam os responsáveis das PME's a manipular os resultados contabilísticos. Neste caso, espera-se que o contexto económico português tenha alguma influência na produção destas manipulações.

Dadas as motivações, pretende-se saber se os gestores das PME's em dificuldades financeiras chegam, ou não, a adotar técnicas de manipulação com a intenção de modificar os resultados.

A análise dos dados será efetuada através de uma regressão linear estimada para o período entre 2003 e 2012, com o objetivo de testar as hipóteses formuladas e avaliar a existência ou não de um efeito moderador sobre a manipulação dos resultados conforme a empresa esteja ou não sobre o efeito de dificuldades financeiras.

A primeira etapa consistirá no cálculo dos *accruals* discricionários, através do modelo de Jones modificado (1995). Adotou-se o termo inglês *accruals*, pois assim são

denominados na literatura sobre manipulação de resultados e traduzem a diferença entre os resultados e os fluxos de caixa operacionais. Numa segunda etapa, estimar-se-á um modelo de regressão que liga a magnitude dos *accruals* discricionários com uma variável *dummy* de *financial distress* que permita avaliar as formas de manipulação dos resultados numa situação de dificuldade financeira.

Esta dissertação encontra-se organizada em sete capítulos, sendo o primeiro com o objetivo de possibilitar uma melhor compreensão da estrutura do estudo.

No capítulo 2 é efetuada a revisão da literatura que constitui a base teórica do trabalho. Neste ponto são esclarecidos os conceitos fundamentais que sustentam o estudo no que refere ao conceito da manipulação dos resultados, a análise das possíveis causas da sua prática e os incentivos.

Segue-se o capítulo 3, onde é apresentado o conceito de empresas em dificuldades financeiras e discute-se sobre a manipulação dos resultados realizada pelas PME's em dificuldades financeiras, fazendo referência a um modelo de previsão de insolvência.

No capítulo 4 são enunciadas as hipóteses e a metodologia de investigação adotada.

A caracterização da amostra e a análise da evidência empírica são apresentadas e discutidas nos capítulos 5 e 6 respetivamente.

Por último, as conclusões desta pesquisa, onde são apresentadas as suas limitações e sugestões de futuras investigações no capítulo 7.

CAPÍTULO 2 - MÉTODOS DE ANÁLISE/DETEÇÃO DA PRÁTICA DE MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS

A literatura tem utilizado diferentes metodologias, a fim de descobrir a manipulação dos resultados e medir o seu impacto sobre a fiabilidade das demonstrações financeiras.

Pretende-se neste capítulo esclarecer o conceito da manipulação dos resultados, analisando os incentivos e as possíveis causas da sua prática.

2.1- Conceito e objetivos

Segundo Shipper (1989) e Healy e Whalen (1999), a expressão “*earnings management*”, traduzida neste estudo como manipulação dos resultados, refere-se a escolhas contabilísticas por parte dos gestores que utilizam a subjetividade contida nas normas para atuarem sobre as demonstrações financeiras, com o objetivo de as alterar, de modo a enviesar a perceção dos *stakeholders* sobre a performance da empresa.

Beneish (2001) descreve duas perspetivas quando define o que é a manipulação de resultados, uma com o objetivo de introduzir na informação financeira suas expectativas acerca dos *cash-flows* futuros, fornecendo maior conteúdo informativo (perspetiva de informação), ou então, com o intuito dos gestores atingirem determinados objetivos que resultam em benefícios próprios, distorcendo a informação financeira divulgada (perspetiva oportunista).

Para Baraxelis (2004) e Dechow et al. (1996), a definição “*earnings management*” poderá ser vista de forma mais abrangente, considerando quer as situações legítimas, quer as situações de fraude, caso que implicaria a violação dos Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (PCGA) (Dechow e Skinner, 2000).

Em Portugal, a expressão “*earnings management*” pode ser associada a “gestão dos resultados”, “contabilidade criativa” e, num sentido mais amplo, a “manipulação dos resultados” Moreira (2008). Na perspetiva de Rosner (2003) a “manipulação dos resultados” é entendida como sendo mais abrangente que a gestão dos resultados, podendo incluir práticas dos gestores que não se enquadram no mero uso da flexibilidade das normas e 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. Contudo, diferem pelo tipo de técnicas e pela intensidade com que são utilizadas. Também neste estudo, optou-se pela utilização da expressão “manipulação dos resultados” – incluindo quer práticas dentro dos PCGA, quer práticas fraudulentas, onde está o subjacente a ilegalidade e o não cumprimento das normas contabilísticas. A opção pela abrangência do termo deve-se à natureza da amostra utilizada na investigação, composta por pequenas e médias empresas que, não sendo cotadas em bolsa e nalguns casos nem auditadas, aumentam a propensão ao recurso à fraude. Outra razão tem a ver com a dificuldade do investigador perceber onde acaba a utilização flexível das normas contabilísticas e onde começa a prática fraudulenta, daí a utilização de uma definição mais abrangente.

Como já referido, a manipulação oportunista dos resultados, tende a não refletir a imagem verdadeira da empresa, o que leva a que os destinatários tomem decisões incorretas ao basearem apenas nas informações divulgadas. Assim, para prevenir estas situações e como a manipulação não é direta e imediatamente detetável a partir da análise dos relatórios financeiros (Moreira, 2008), torna-se necessário que os destinatários da informação financeira percebam, em cada caso, os incentivos dos gestores para manipularem os resultados. Deste modo, os contextos económicos e legais específicos têm influência no aparecimento desses incentivos.

2.2- Incentivos à manipulação dos resultados

A manipulação dos resultados surge basicamente devido aos interesses e motivações dos gestores em obterem um benefício pessoal ou para a empresa, em detrimento de outros grupos de destinatários da informação. Assim, os gestores apenas adotam medidas tendentes à manipulação dos resultados se os benefícios que esperam retirar forem superiores aos potenciais custos associados. Caso a manipulação seja detetada, existirá uma perda de reputação e credibilidade, o que tenderá a um aumento no custo do capital em virtude dos investidores reverem em baixa as suas estimativas sobre o valor da empresa e da credibilidade das suas demonstrações financeiras (Dechow et al., 1996).

Grande parte da literatura anglo-saxónica destaca como principais incentivos à manipulação dos resultados os originados pelos mercados de capitais, contratos remuneratórios, convénios de dívida e os resultantes da regulação (Watts e Zimmerman, 1978; Healy e Wahlen, 1999). Estes incentivos estão relacionados, essencialmente, com contextos económicos e legais caracterizados por um forte mercado de capitais utilizado como principal forma de financiamento das empresas e uma grande independência entre o sistema contabilístico e fiscal (Moreira, 2006).

Deste modo, constata-se que os incentivos não têm a mesma dimensão e relevância em todos os países, pois dependem da envolvente económica e legal em que os mesmos se inserem. Portanto, como já referido, no caso português, as empresas são na sua maioria pequenas e médias empresas não cotadas e onde existe uma grande interdependência entre a fiscalidade e a contabilidade. Neste sentido, o pagamento de um imposto sobre o rendimento inferior (Eilisen et al., 1999; Moreira, 2006) e a obtenção de financiamento bancário (Moreira, 2006) surgem como os principais incentivos para a manipulação dos resultados. Assim, a generalidade dos incentivos relativos ao mercado de capitais não é aplicável a este estudo, pelo que não serão analisadas.

2.3- Formas e instrumentos de manipulação dos resultados

O sistema normativo contabilístico permite através da flexibilidade/discrecionabilidade dos PCGA e pela possibilidade de estimativas na informação contabilística a prática da manipulação dos resultados.

Relativamente às formas de manipulação dos resultados, a literatura existente identifica três grupos: baseada na possibilidade e flexibilidade de escolha de diferentes métodos contabilísticos; na utilização de práticas reais de manipulação e na manipulação fraudulenta da informação financeira.

2.3.1- Manipulação baseada na possibilidade e flexibilidade de escolha de diferentes métodos contabilísticos

A literatura existente tem permitido constatar que são diversos os instrumentos de que se serve a gestão no momento de manipular as contas, com o objetivo de evitar custos ou

originar benefícios para a própria empresa e/ou conseguir benefícios para si próprios. No entanto, estes instrumentos podem ser decisões de carácter financeiro e decisões reais. As decisões de carácter financeiro referem-se à incorreta aplicação dos princípios contabilísticos da materialidade, da prudência e da especialização (ou do acréscimo), e a alteração de métodos contabilísticos. As decisões reais dizem respeito à escolha do momento adequado para a realização de investimentos ou financiamentos. Estas consistem em ações que desviam a empresa do seu funcionamento normal levadas a cabo pela gestão, com o propósito de atingir determinado resultado, atraindo *stakeholders* no sentido deste ser o normal do negócio (Roychowdhury, 2006).

Segundo Peasnell et al. (2000) os gestores usam os denominados *accruals* e os *cash-flows* como forma de manipular e alisar resultados². Os *cash-flows* representam os fluxos de entrada (recebimentos) e saída (pagamentos) de caixa e seus equivalentes (Silva, 2009).

Os *accruals* calculam-se através da diferença entre os resultados e os fluxos de caixa operacionais. Isto é, se numa empresa todas as operações do período conduzissem a pagamentos e a recebimentos, os fluxos de caixa e os resultados seriam coincidentes. Contudo, nem sempre esta realidade é observável, originando os *accruals* que se consideram normais, ou não discricionários, caso não seja praticada qualquer manipulação contabilística, e os *accruals* discricionários, caso existam desvios à situação considerada normal.

No entanto, devido aos custos inerentes à manipulação dos resultados através dos *cash-flows* e ao facto de essa forma de manipulação implicar o envolvimento de terceiros e ser mais visível, os gestores preferem recorrer aos *accruals* como forma de manipulação dos resultados, por ser uma decisão meramente contabilística (não tem impacto sobre o valor da empresa) e por serem mais difíceis de detetar pelos utentes da informação financeira (Beneish, 2001; Defond e Jimbalvo, 1994; Healy, 1985, Moreira, 2008).

Tal é comprovado por estudos que identificam práticas de manipulação dos resultados levadas a cabo por meio dos ajustamentos para cobranças duvidosas (McNichols e Wilson, 1988), dos ativos e passivos por impostos diferidos (Phillips, Pincus e Rego, 2003), da alteração das fórmulas de custeio dos inventários (Sweeney, 1994), da alteração

² *income smoothing* (na terminologia anglo-saxónica), técnica de manipulação de resultados que consiste em diminuir a variabilidade dos resultados, para o estabilizar ao longo do tempo e assim evitar eventuais ações fiscalizadoras.

de métodos de amortização e da alteração da vida útil dos bens (Keating e Zimmerman, 2000).

Tendo em conta a subjetividade envolvida, os métodos inadequados de **ajustamentos para cobrança duvidosa** podem prejudicar a utilidade das demonstrações financeiras, uma vez que de acordo com a legislação é permitido efetuar uma correção aos registos contabilísticos relativo às perdas sofridas pelos vários ativos ou à respetiva recuperação, o que tenderá a influenciar o resultado do período. Deste modo, a manipulação consiste na forma como a perda ou a recuperação é estimada, dado que não há um método exato que a permite calcular, mas sim um conjunto de princípios, regras e fontes externas e internas de informação.

Os **impostos diferidos** surgem quando o lucro tributável difere do lucro contabilístico e, por isso, só existe quando as normas do relato financeiro não coincidem com as leis fiscais. Desta forma surgem diferenças (temporárias) entre a base fiscal de um ativo ou passivo e o seu valor contabilístico. No entanto há exceções, quando o imposto provenha de uma transação ou acontecimento que seja reconhecido no mesmo ou diferente período, diretamente no capital próprio ou numa concentração de atividades empresariais. Assim, os ativos e passivos por impostos diferidos poderão ser considerados como um instrumento de manipulação devido à flexibilidade existente no tratamento do mesmo.

A **valorização de qualquer elemento do ativo do balanço** de uma empresa tem reflexos naturais ao nível dos seus resultados pelo que os critérios de valorização dos inventários têm de ser ponderados com toda a prudência. Assim, devido a certa flexibilidade no que respeita à valorização dos inventários, é possível registar o valor dos inventários segundo o método do Custo Médio Ponderado (CMP) ou do *First in First out* (FIFO), deixando ao critério do gestor adotar o método que lhe permita aumentar ou reduzir os resultados dado que influenciam diretamente o custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas e o resultado do período e o valor líquido da rubrica inventário no balanço. Ao utilizar o FIFO, o valor das existências finais é superior quando comparada com a utilização do CMP e em relação ao custo das saídas, a valorização é superior quando se utiliza o CMP, já em relação a margem bruta das vendas, esta é inferior quando se utiliza o CMP.

Como mencionado anteriormente, a manutenção de um sistema de valorização requer prudência, dado que há casos em que as empresas são induzidas a subvalorizar os seus

inventários, com o propósito de aumentar o custo das vendas, reduzindo o resultado líquido e a tributação, podendo depois ser compensado com fuga à faturação em períodos seguintes. Deste modo, refere-se como algumas formas de subavaliar os inventários, a avaliação por preço inferior; a diminuição das quantidades físicas; os erros voluntários: somas, multiplicações, passagem de valores, etc.; a omissão na contagem das mercadorias, principalmente as adquiridas perto da data de fecho.

Não obstante, deverá também ser analisada uma potencial sobreavaliação dos inventários por reconhecimento de inventários inexistentes ou por imparidades resultantes de obsolescência ou deterioração (nomeadamente em setores em rápida mutação tecnológica). Tal sobreavaliação poderá ser feita através do registo contabilístico por valores superiores aos que estão no inventário; erros voluntários nos cálculos e na transposição de valores; valor unitário das mercadorias superior ao custo de aquisição.

A alteração do método de depreciação e modificação da vida útil dos bens é utilizada como instrumento de manipulação dos resultados, na medida em que a legislação permite utilizar métodos diferentes para o cálculo das depreciações (Método das Quotas Constantes e Método das Quotas Degressivas) o que origina valores de depreciação distintos. A empresa, ao alterar o prazo da depreciação, provoca, em consequência, alterações nas despesas do período, assim, quanto maior for o período de vida útil de um bem, menor será o valor depreciado e portanto maior o resultado do exercício e vice-versa³.

As empresas podem utilizar as depreciações como método de manipulação dos resultados nos anos em que adquirem novos ativos, assim, a compra de ativos de forma discricionária constitui um meio de manipulação, permitindo que as depreciações sejam combinadas no ano em que os ativos são adquiridos. As empresas que adquirem um ativo e/ou o coloquem em funcionamento no último mês do ano fiscal podem, contabilizar a depreciação correspondente ao ano completo (Fernandes, 2012). Tal comportamento é adotado principalmente por empresas que desejam ver os resultados do período reduzidos e, assim, reduzir o montante do imposto a pagar. Este procedimento discricionário é possível de ocorrer em empresa de menor dimensão, por representar maiores reduções na matéria coletável.

³ Conforme o estipulado nas alíneas a) e b), do n.º 2, art. 3.º do Decreto Regulamentar n.º 25/2009.

2.3.2- Manipulação por meio de práticas reais

A manipulação por meio de práticas reais, como referido anteriormente, consiste na escolha do momento oportuno para a realização de investimentos e/ou financiamentos. A literatura sugere que os gestores praticam, temporariamente, descontos no preço das vendas para aumentarem o volume de negócios e reduzem despesas discricionárias para aumentarem as margens divulgadas (Roychowdhury, 2006). Autores como, Healy e Wahlen, (1999); Dechow e Skinner, (2000); Gunny, (2005); Roychowdhury, (2006); Zang, (2007) e Penman, (2008) identificam como práticas de manipulação por decisões reais:

- A redução das despesas com investigação e desenvolvimento e com publicidade, transferindo para períodos seguintes o momento da afetação de recursos.
- Aumento das vendas por recurso à concessão de maiores descontos ou condições de crédito mais vantajosas (que origina um maior influxo *de cash-flow* que serão diminuídos quando a empresa restabelecer a sua atividade), assim como o aumento considerável do volume de vendas no final de um determinado ano para que no início do ano seguinte, se aceitar a sua devolução por parte dos clientes. Em ambos os casos, são situações que caem na fronteira que divide a manipulação dos resultados da mera condução dos negócios empresariais.
- Aumento da produção superior à procura (produção para stock), originando um custo unitário inferior (custos fixos repartidos por maior número de unidades) o que origina o reporte de margens operacionais superiores nas vendas efetuadas.

2.3.3- Manipulação contabilística através da prática fraudulenta da informação

Portugal é constituído na sua maioria por PME, e para a generalidade delas a posse de um sistema de informação contabilística é ainda vista como mera imposição legal destinada a servir de base ao cálculo e pagamento de impostos, não como um instrumento de apoio à gestão. Neste contexto, verifica-se que a qualidade da informação produzida não é considerada pelas empresas, pelo que a manipulação dessa informação tende a ocorrer

por via, por exemplo, da subfaturação das transações efetuadas (“vendas sem fatura”)⁴, que se traduz numa redução (fraudulenta) do montante de imposto a pagar. No entanto, salvo se as empresas também conseguirem comprar os *inputs* na economia “paralela” (economias não registadas oficialmente) com fundos não declarados na respetiva contabilidade, uma situação de subfaturação tenderá a ocasionar para a empresa, problemas de gestão de tesouraria e dificuldades em conseguir cumprir os seus compromissos financeiros (Alves e Moreira, 2009). De modo a evitar tal situação, parte dos montantes financeiros relativos à subfaturação têm de ser repostos na tesouraria da empresa. Os empréstimos dos sócios (suprimentos⁵) surgem assim, como o veículo para introduzir o dinheiro na empresa, utilizados como solução de “lavagem” dos montantes resultantes das vendas sem fatura, assegurando o equilíbrio financeiro da empresa.

A evidência empírica sugere que as empresas defrontam com o incentivo à minimização do imposto a pagar, por via da subfaturação do volume de negócios, estando tal prática positivamente relacionada com os suprimentos recebidos dos sócios. Contudo, é possível que estas variações não sejam exclusivamente determinadas pela existência de subfaturação, podendo em alguns casos, ser justificada pela existência de investimentos que a empresa necessita de financiar. Como a aquisição de financiamento bancário é limitado e mais difícil quanto menores forem os resultados contabilísticos, a solução passa por os sócios financiarem a empresa através de suprimentos que podem ser provenientes das receitas recolhidas do processo de subfaturação (Alves e Moreira, 2009).

⁴ As mercadorias são adquiridas no circuito formal, com o correspondente registo de entrada na contabilidade. Posteriormente saem do armazém sem serem faturadas e, por isso, sem originarem registo de saída.

⁵ Nos termos do n.º 1, 2 e 6 do art. 243.º do Código das Sociedades Comerciais (CSC), considera-se contrato de suprimento o contrato pelo qual o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto do mesmo género e qualidade desde que se estipule um prazo de reembolso superior a um ano sendo que a validade do contrato não depende de qualquer forma especial, pelo que não terá, forçosamente, de ser reduzido a escrito.

2.4- Métodos de deteção da manipulação dos resultados

2.4.1- Análise de rácios/variáveis e alterações dos métodos contabilísticos

Utilizada como uma metodologia tradicional para análise e deteção de práticas de manipulação dos resultados. Rosner (2003) utilizou esta metodologia na sua investigação sobre manipulação dos resultados em empresas falidas. Analisou algumas variáveis fundamentais na manipulação dos resultados e verificou a sua evolução.

Em circunstâncias normais, é de esperar que a relação dos rácios entre determinadas rubricas das demonstrações financeiras apresente um carácter de regularidade ao longo do tempo, caso contrário, podem ser consideradas como indícios para uma potencial existência de manipulação. Deste modo, uma redução na relação gastos/rendimentos pode indiciar a presença e manipulação através da sub ou sobre valorização dos gastos ou rendimentos. Por exemplo, alterações no rácio de vendas com o crédito de clientes, ou, entre as compras e a dívida a fornecedores podem também apontar a existência de manipulação por via da antecipação ou adiantamento de vendas ou compras.

No que respeita às alterações dos métodos contabilísticos, estes podem ser usados como forma de esconder a real situação da empresa. Assim, numa situação de dificuldade, o aumento dos resultados é normalmente obtido através da redução dos custos das mercadorias vendidas e matérias consumidas, dos fornecimentos externos, dos custos com pessoal, das depreciações e provisões do exercício. Sempre que a manipulação é feita via aumento dos rendimentos ou redução dos custos, é de se esperar que os seus efeitos se reflitam nos *accruals* através do aumento das dívidas de clientes, dos inventários ou através dos acréscimos e diferimentos.

No estudo realizado por Oliveira (2008) foram obtidos indícios de manipulação pelas empresas em dificuldades financeiras, dois anos antes da entrada do processo em tribunal, nomeadamente pela via da redução de gastos operacionais e conseqüente aumento dos resultados.

2.4.2- Métodos baseados nos *accruals*

A manipulação dos resultados é um fenómeno complexo, mas que deixa rasto na contabilidade (Moreira, 2006), mas a sua deteção torna-se difícil. Neste sentido, os modelos buscam estimar a componente discricionária dos *accruals* numa perspetiva agregada (Jones, 1991; Dechow et al., 1995), como uma síntese das práticas de manipulação, ou através da análise de um *accrual* específico, procurando modelizar o seu nível normal (McNichols e Wilson, 1998; Marquardt e Wiedman, 2004).

Os modelos baseados nos *accruals* são considerados os modelos clássicos, uma vez que são os mais abordados na literatura (Viana, 2013). Teoh et al. (1998) definem os *accruals* como ajustamentos contabilísticos (correntes e de longo prazo) que correspondem à componente dos resultados ainda não concretizada em pagamentos e recebimentos.

Os ajustamentos nos ***accruals correntes*** são realizados no ativo e no passivo que suporta a atividade diária da empresa (pelo reconhecimento antecipado de receitas através de vendas a crédito, pelo adiantamento do reconhecimento da despesa ou pelo seu diferimento), já os ajustamentos nos ***accruals de longo prazo*** dizem respeito aos ativos e passivos de longo prazo, que podem ser aumentados via diminuição das amortizações, diminuição dos impostos diferidos ou através da realização de ganhos extraordinários (Oliveira, 2008). Neste estudo, será utilizada esta classificação e concentrar-se-á na variação dos ***accruals correntes***. Estes *accruals* surgem quando existe uma discrepância entre o momento do fluxo de caixa e o momento do reconhecimento do resultado (Ronen & Yaari, 2008), assim resulta que os *accruals* podem ser calculados através da diferença entre o resultado líquido contabilístico e os fluxos de caixa operacionais:

$$ACCRUALS = \text{Resultado do período} - \text{Fluxo de caixa líquido operacional}$$

2.4.2.1- Modelo baseado nos *accruals* agregados

Vários modelos baseados nos *accruals*⁶ foram desenvolvidos, sendo a maioria assente na solução inicialmente proposta por Jones (1991), o qual foi alvo de posteriores

⁶ Antes do modelo de Jones (1991), já tinham surgido outros modelos de deteção da manipulação dos resultados por análise dos *accruals* como o modelo de Healey (1985) e o modelo de DeAngelo (1986) os

ajustamentos com modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995) ou na sua vertente *cross-sectional* (DeFond e Jimbalvo, 1994).

Com o intuito de solucionar a limitação do modelo de Healy (1985), Jones (1991) desenvolveu um modelo em que os *accruals* não discricionários (AND) deixam de ser constantes ao longo do tempo, supõe que os *accruals* não discricionários (AND) dependem da variação nos níveis de receitas (rendimentos) e dos valores dos ativos fixos tangíveis.

Quer o modelo de Jones (1991), quer o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) podem ser estimados por indústria para um determinado período, isto é, numa base *cross-sectional* (DeFond e Jimbalvo, 1994). Ao determinar os modelos numa base *cross-sectional* poderá obter-se uma melhor qualidade e maior fiabilidade das estimativas geradas por esses modelos.

Na literatura sobre a manipulação dos resultados generalizou-se o modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) para estimar total dos *accruals* não discricionários (AND), supondo que estes dependem da variação nos níveis de rendimentos e dos valores dos ativos fixos tangíveis.

$$AND_t = \beta_0 + \beta_1 (\Delta VND_t - \Delta Clientes_t) + \beta_2 (AFT_t) + \varepsilon_t$$

Em que,

AND_t = Accruals não discricionários da empresa *i* no ano *t*;

ΔVND_t = Vendas do ano *t* menos as vendas do ano *t-1*, divididos pelo ativo total de *t-1*;

$\Delta Clientes_t$ = Saldo clientes do ano *t* relativamente ao saldo de clientes do ano *t-1*, divididos pelos ativos totais do ano *t-1*

AFT_t = Ativo fixo tangível no ano *t* dividido pelo ativo total de *t-1*;

ε_t – Erro obtido entre o valor estimado pelo modelo e o valor verificado, por diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, no ano *t*.

Este modelo, ao incluir a rúbrica $\Delta Clientes$, assume que estas resultam da discricionariedade dos gestores, ultrapassando um dos erros apontados ao modelo original de Jones (1991).

quais, dadas as suas limitações tais como o facto de usarem estimativas dos *accruals* normais muito incipientes, não serão alvo de apresentação detalhada.

As estimativas dos parâmetros da equação anterior β_0 , β_1 , β_2 , são obtidas recorrendo ao seguinte modelo:

$$AT_t = [\beta_0 + \beta_1 (\Delta VND_t - \Delta Clientes_t) + \beta_2 AFT_t]$$

Em que,

$AT_t = Accruals$ totais da empresa i no ano t divididos pelos ativos totais;

O coeficiente β_1 , adota regularmente valor positivo, existindo assim uma relação linear positiva entre esta variável e os AT . Já o coeficiente β_2 , por corresponder a gastos do exercício que não originam pagamentos, compreendido pelos decréscimos que as depreciações do exercício incitam nos AT , aparece com previsto sinal negativo.

O total dos *accruals* é calculado para cada empresa, considerando o método tradicional do balanço (Dechow et al., 1995; González & García-Meca, 2014), apresentado de seguida:

$$AT_{it} = \Delta AC_{it} - \Delta CX_{it} - \Delta PC_{it} + \Delta DCP_{it} - Dep_{it}$$

Onde,

ΔAC_{it} = Variação do Ativo Corrente da empresa i entre o ano $t-1$ e o ano t ;

ΔCX_{it} = Variação da Caixa e Equivalentes da empresa i entre o ano $t-1$ e o ano t ;

ΔPC_{it} = Variação do Passivo Corrente da empresa i entre o ano $t-1$ e o ano t ;

ΔDCP_{it} = Variação da Dívida de Curto Prazo da empresa i entre o ano $t-1$ e o ano t ;

Dep_{it} = Depreciações e amortizações da empresa i no ano t .

Como os *accruals totais* podem ser escritos como $AT_{it} = AD_{it} + AND_{it}$, a diferença entre o valor estimado dos AND e os AT resulta o erro da previsão (ϵ), que é considerada como *proxy* do AD_{it} corresponde á componente discricionária aos *accruals* da empresa no ano t :

$$\epsilon_t = AT_t - [\beta_0 + \beta_1 (\Delta VND_t - \Delta Clientes_t) + \beta_2 AFT_t]$$

Este modelo será utilizado no capítulo 4 para estimar a variável dependente do nosso modelo explicativo da manipulação dos resultados em PME's portuguesas.

2.4.2.2- Modelo baseado nos *accruals* específicos

A maior parte da literatura disponível não identifica quais os *accruals* específicos que refletem a manipulação, pois identificar de forma específica cada item como indicador de manipulação dos resultados, implica quantidade mais detalhada de observações que nem sempre se encontra disponível. Esta abordagem consiste em modelar o comportamento dos *accruals* específicos, como as imparidades das dívidas a receber e impostos diferidos, com o propósito de verificar se tais fatores são utilizados na manipulação dos resultados.

Esta metodologia apresenta vantagens e desvantagens. Relativamente às vantagens, McNichols (2000) destaca o facto de ser uma metodologia que pode ser aplicada em determinados setores de atividade, uma vez que alguns itens que compõem os *accruals* são relevantes por causa da natureza específica do negócio. Aponta também como vantagem o facto de ser uma metodologia que permite a utilização da intuição na descoberta dos indicadores que influenciam o comportamento dos *accruals*, ou seja, é mais fácil identificar quais os fatores que influenciam uma determinada conta, na ausência de discricionariedade.

Em contrapartida, McNichols (2000) apresenta as desvantagens da utilização deste tipo de metodologia, o facto de se centrar num determinado *accrual*, permitindo ao gestor manipular as contas através de outros componentes, reduzindo a significância do teste, ou seja, se o *accrual* específico não for de facto discricionário, o poder do teste de inferência estatística é reduzido. Além disso, esta metodologia quantifica a manipulação de cada *accrual* específico e não a dimensão da manipulação. Por último, o número de empresas cujo *accrual* específico é manipulado talvez seja menor relativamente ao número de empresas que manipulam vários *accruals* específicos simultaneamente.

De referir que os *accruals* específicos não serão aplicados a este estudo, criando assim, perspectivas para o surgimento de uma futura investigação neste campo. A nossa solução passará então por procurar indícios de manipulação no agregado total.

CAPÍTULO 3- MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS NAS PME'S EM DIFICULDADES FINANCEIRAS

O grande número de empresas em situação financeira difícil tem-se traduzido no incumprimento das suas obrigações, conduzindo assim, a que as empresas menos preparadas entrem em processos especiais de recuperação de empresas e falência.

Pretende-se assim, neste ponto esclarecer o conceito de empresas em dificuldades financeiras e discutir qual o principal motivo que leva os gestores das PME's em dificuldades financeiras a manipular os resultados.

3.1- Incentivos à manipulação dos resultados no contexto português

No contexto empresarial português os principais incentivos à manipulação tendem a associar-se em duas categorias principais: a minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento, e a obtenção de financiamento bancário em condições atrativas.

O contexto económico-legal em que as empresas se inserem parece determinar a natureza dos incentivos à manipulação com que estas se defrontam. O sistema *code-law*⁷, que vigora em Portugal, leva a que as empresas adotem medidas que diminuam o resultado líquido, e, por conseguinte diminuam o imposto a pagar.

Contudo, Sequeira (2014), quando estuda se a crise financeira teve ou não impacto significativo na tomada de decisões que visam manipular os resultados no contexto da crise financeira, concluiu que não é possível demonstrar, que em Portugal, os gestores tendem a manipular os resultados de forma mais intensa numa situação de crise do que numa situação de estabilidade financeira.

Dada a relação existente entre a contabilidade e a fiscalidade, e com o intuito de se evitarem correções na declaração de IRC Modelo 22, as empresas tendem a seguir os critérios fiscais instituídos. Todavia, em determinadas situações a elevada carga fiscal pode estimular a propensão para manipular os resultados (Marques, M., *et al.*, 2011). Por

⁷ Sistema legal predominante nos países como Alemanha, França e Japão, que exige um elevado grau de detalhe das regras a serem cumpridas, incluindo procedimentos a serem observados pelas empresas. Também conhecido como Lei Romana, desenvolvida conforme os termos previstos na lei.

exemplo, as taxas máximas de depreciação fiscalmente permitidas; as percentagens de perdas por imparidades para cobranças duvidosas previstas no código do IRC.

Em Portugal o mercado de capitais é composto por um reduzido número de empresas de grande dimensão, sendo a maior parte do tecido empresarial (cerca de 99% em números absolutos) composta por PME's, Moreira (2006), onde a principal fonte de financiamento externo é obtida através da banca. Estas empresas já terão um conjunto de incentivos semelhantes aos das suas congéneres internacionais.

Nas PME's portuguesas, frequentemente a contabilidade é vista apenas como uma obrigação legal e não é utilizada como ferramenta de gestão, pois existe uma forte ligação entre o sistema contabilístico e o sistema fiscal. Como estas PME's têm geralmente uma ténue separação de propriedade e controlo aumentam os incentivos à prática de manipulação dos resultados, para obter economias fiscais. Esta tendência é frequentemente contrariada pelo incentivo em sentido inverso de apresentar bons resultados junto dos credores com o intuito de obter financiamento em quantidade e boas condições de custo favoráveis.

Considerando o contexto económico-institucional vigente: normativo contabilístico alinhado e regulado pela fiscalidade, a minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento é o objetivo principal da maioria das PME's portuguesas.

Marques M., (2008) refere que empresas com taxas de impostos superiores ao estabelecido na lei fiscal, tendem a manipular os resultados no sentido descendente, com vista a minimização do pagamento de impostos. Ou seja, apresentam resultados inferiores, na medida em que um resultado mais conservador pode traduzir-se num menor resultado fiscal uma vez que o apuramento deste imposto depende dos resultados líquidos reportados.

Contudo, não se admite que o efeito último da manipulação seja reportar resultados negativos, pois as empresas ao apresentarem estes resultados de forma sistemática têm uma maior probabilidade de ver as suas contas auditadas pela Autoridade Tributária e,

dado que as empresas têm (quase) sempre de pagar um mínimo de imposto por via do PEC – Pagamento Especial por Conta⁸ (Moreira,2006).

Outra forma de manipular os resultados é no sentido ascendente, na tentativa de obter a desejada qualidade de informação económica e financeira e, por conseguinte melhores condições de financiamento. No caso das PME's portuguesas, que dependem do sistema bancário para se financiar com empréstimos, a informação financeira que disponibilizam é determinante não só por ter efeitos sobre o custo do financiamento, mas também sobre o próprio acesso a este.

Se por um lado a minimização do imposto a pagar passa por uma manipulação dos resultados no sentido descendente, por outro lado, a obtenção de financiamento requer resultados positivos, que se traduz na manipulação dos resultados no sentido ascendente. Deste modo, as empresas defrontam-se com um dilema quando preparam as demonstrações financeiras (Elifsen *et al.*, 1999). Assim, se os gestores pretenderem 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).

3.2- Empresas em dificuldades financeiras – Legislação do processo de insolvência e recuperação de empresas em Portugal

Dada a situação de crise atravessada por Portugal refletida na atividade do tecido empresarial, muitos responsáveis das empresas viram-se preocupados com a condição futura de insolvência ou não insolvência.

As empresas ao longo da sua vida passam por um conjunto de fases: a introdução, o crescimento, a maturidade e o declínio. Assim, neste ponto, importa discutir a fase do declínio, ou seja, a fase em que as empresas enfrentam dificuldades financeiras, onde procuram a sua recuperação.

⁸ A situação de incumprimento fiscal generalizado por parte das empresas, e a dificuldade da máquina fiscal para o enfrentar, deu origem ao Pagamento Especial por Conta (PEC). O objetivo da implementação do PEC era o de submeter as empresas a um mínimo de tributação, devido à situação de incumprimento fiscal generalizado por parte das empresas que tentam minimizar o seu resultado líquido. O PEC apenas é dedutível quando o imposto efetivo a pagar apurado no final de cada ano é superior aos pagamentos efetuados nesse período.

Diversos são os fatores que podem conduzir uma determinada empresa a enfrentar uma crise económico-financeira. A má ação dos gestores das empresas é apontada como uma das principais causas das falências, e estes, tendo conhecimento da situação em que se encontra a empresa tentam muitas vezes camuflar o estado da empresa manipulando o valor do património. Em alguns casos, em que os gestores se apercebem a tempo que a empresa está a entrar numa zona de insolvência tentam rodear o problema, apresentando soluções como a reestruturação da empresa.

No entanto, se for dada atenção aos indícios de uma possível crise e se os gestores agirem rapidamente, esta pode ser contornada, e o equilíbrio económico-financeiro das empresas ser recuperado.

A legislação sobre a recuperação de empresas em Portugal tem sofrido diversas alterações. Esta tem evoluído no sentido de permitir a reabilitação das empresas consideradas economicamente viáveis e a cessação daquelas que são irrecuperáveis do ponto de vista financeiro.

Aprovado pelo Decreto-Lei nº 132/93, de 23 de Abril, surge o Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF) que atribuía como pressupostos do processo, duas situações: empresa insolvente, caracterizada por não cumprir as suas obrigações, em virtude do seu ativo disponível ser inferior ao seu passivo exigível; e empresa em situação económica difícil quando evidenciasse dificuldades económicas e financeiras, que impeçam o normal funcionamento da empresa (nº 1 e 2 artº 3 do CPEREF).

Em 2004, com a entrada em vigor do Decreto-Lei nº 53/2004, de 18 de Março, fez-se uma nova reforma ao direito que regula a recuperação e a falência das empresas. Este Decreto-Lei aprovou o novo Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), o qual veio a revogar o Dec. Lei 132/93 de 23 de Abril. Com a entrada em vigor do CIRE, passa a existir uma definição mais abrangente, e passam a ser consideradas insolventes. Este refere que uma empresa é considerada em situação de insolvência quando se encontra impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas ou quando o seu passivo seja manifestamente superior ao ativo, avaliados segundo as normas contabilísticas aplicáveis.

Com a Lei nº 16/2012, de 20 de Abril, o CIRE sofre a sua sexta alteração. Este diploma simplifica formalidades e procedimentos e instituiu o processo especial de revitalização

(PER). De acordo com o nº 1, do artigo 17º- A do CIRE: O processo especial de revitalização destina-se a permitir ao devedor que, comprovadamente, se encontre em situação económica difícil ou em situação de insolvência meramente iminente, mas que ainda seja suscetível de recuperação, estabelecer negociações com os respetivos credores de modo a concluir com estes, acordo conducente à sua revitalização. De referir que até 31 de Dezembro de 2014 foram registados 1.834 processos especiais de revitalização de empresas, no qual 825 foram encerrados com a homologação dos respetivos planos de recuperação. Destas 825 empresas salvas ao abrigo do PER, concluiu-se que 88% são micro e pequenas empresas, com um volume de negócios abaixo de dois milhões de euros e com menos de 49 trabalhadores.

O Decreto-Lei nº 178/2012, de 3 de Agosto introduziu a possibilidade de encetar um processo recuperação de empresas por via extrajudicial através SIREVE - Sistema de Recuperação de Empresas por Via Extrajudicial. O SIREVE destina-se a apoiar as empresas que se encontrem numa situação financeira difícil ou numa situação de insolvência iminente ou atual, através da ação do IAPMEI, de forma a celebrar um acordo com os seus credores, que lhes permita continuar com a sua atividade económica.

A entrada em vigor do novo Decreto-Lei nº 26/2015, de 6 de Fevereiro, cria novas condições de acesso ao SIREVE que passa a ser restritivo relativamente a empresas em situação de insolvência, e na criação de um mecanismo que fomente a sinalização atempada de empresas em dificuldades, permitindo que estas iniciem com a maior antecedência o processo de reestruturação. Ou seja, deixa de ser possível que empresas em situação de insolvência recorram ao SIREVE, passando a ser obrigatório o cumprimento de um conjunto de rácios mínimos em termos de capitais próprios, EBITDA, dívida financeira e encargos financeiros.

Elucidada a legislação sobre a recuperação de empresas em Portugal, torna-se conveniente esclarecer que insolvência não tem o mesmo significado que falência. A insolvência, como já referido anteriormente, implica uma impossibilidade de a empresa cumprir as suas obrigações, podendo a situação ser reversível. Já a falência, “ (...) pressupõe a inviabilidade económica da empresa e a sua não recuperação financeira, constituindo, pois, uma situação irreversível (...) ” (Oliveira, 2008).

Deste modo, e tendo em conta o objetivo do estudo, considera-se como empresas em dificuldades financeiras as que se encontram impossibilitadas de cumprir pontualmente as suas obrigações vencidas ou que apresentem um ativo insuficiente para satisfazer o seu passivo exigível, ou seja, as que sem intervenção do Estado, são incapazes, com os seus próprios recursos financeiros ou com os recursos dos seus proprietários/acionistas, de suportar prejuízos que a condenam ao desaparecimento quase certo a curto ou médio prazo.

Segundo Gilson, (1989); John, (1993), uma empresa em dificuldades financeiras será caracterizada pelo seu ativo líquido ser insuficiente para cumprir todas as suas obrigações e compromissos (com os fornecedores, com os trabalhadores e os seus contratos de dívida). Esta situação surge pelo facto de a empresa ter uma falta de articulação entre o seu ativo líquido e o seu passivo.

Para Wruck (1990) as dificuldades financeiras são visíveis numa situação em que o fluxo de caixa é insuficiente para cobrir as obrigações correntes. Neste caso podem ser adotadas duas perspetivas partindo de uma situação saudável para uma problemática. A primeira relacionada com o próprio desempenho económico seja pela queda nas vendas ou pela diminuição na rentabilidade e a segunda que pode levar à insolvência é o do imprevisto, como, por exemplo, o de uma situação de perdas extraordinárias. Isso pode levar a empresa, dependendo da intensidade das perdas, a entrar em um ciclo de dificuldades financeiras de que não se recupere.

Kahl (2002) por sua vez expõe que, os credores deverão conseguir distinguir as empresas que são economicamente viáveis e, por conseguinte, recuperáveis das que deverão ser liquidadas. Tal decisão, prende-se com o facto de manter as empresas viáveis no mercado, retirando se as empresas inviáveis e, simultaneamente, que as empresas em causa recuperem de forma rápida as suas dificuldades financeiras para que possam aproveitar as oportunidades de um investimento lucrativo.

Em suma, verifica-se que a definição na literatura existente para o conceito empresas em dificuldades financeiras é semelhante ao que vai ser utilizado neste estudo. Assim, o ponto seguinte visa abordar as motivações que estas empresas detêm para manipular os resultados.

3.3- PME's em dificuldades financeiras e a manipulação dos resultados

A partir da análise dos estudos efetuados no sentido de compreender as motivações/incentivos à manipulação de resultados, as evidências apontam que no caso das PME's portuguesas as principais motivações se centram na minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento e o acesso ao financiamento em condições atrativas.

Com o tecido empresarial constituído na sua essência por PME dirigidas pelos próprios empresários, o recurso às instituições financeiras aparece como a principal fonte de financiamento. A imagem económica e financeira da empresa é determinante para a aprovação do financiamento, assim como para a obtenção e manutenção de taxas de juro favoráveis. Neste contexto, a “**motivação financiamento**”, passa por manter, mesmo que artificialmente, um nível de atividade e resultados que “agrade” às instituições bancárias.

Consequentemente, as empresas ao divulgarem resultados líquidos menores têm cláusulas de financiamento mais exigentes. Assim, quando as empresas dependem da banca para o respetivo financiamento enfrentam constrangimentos que limitam a “**motivação fiscal**” inerente à redução do imposto a pagar. O desejo de atrair financiamento a baixo custo (Dechow et al., 1996) tornar-se-á a principal motivação para a manipulação dos resultados.

“Em tempos de crise económica, em que o nível de negócio das empresas se reduz naturalmente, a necessidade de apresentar resultados positivos, é ainda maior. Vale tudo para o conseguir, sob pena de poderem perder o apoio financeiro da banca. Por isso, em vez de subfaturarem o volume de negócio, como nos casos em que prepondera a “**motivação fiscal**”, as empresas tendem a subavaliar o volume de gastos para aumentarem o resultado. *É este tipo de motivação que parece preponderar atualmente.*” (Moreira, 2013).

Conforme referido, nesta secção pretende-se analisar os incentivos à manipulação dos resultados com que gestores das PME's enfrentam, quando se encontram numa situação de dificuldade financeira e quais as soluções adotadas para ultrapassar esta dificuldade.

Assim, a literatura existente aponta que os gestores têm motivações mais fortes para a manipulação dos resultados quando se encontram em dificuldades financeiras e pressionadas com a falência. De acordo com Moreira (2008), uma empresa que deseje obter apoio financeiro estável e em boas condições tem de sinalizar a sua qualidade. Para o efeito, utilizará as suas demonstrações financeiras que são um instrumento de sinalização dessa qualidade (Baraxelis, 2004; Missionier-Piera, 2004).

Num ambiente onde as empresas adquirem a maioria dos seus fundos através dos bancos, a forma de conseguir e manter estes apoios financeiros é através da apresentação de informação de qualidade e de resultados sustentados e com solvabilidade de forma a mitigar o risco de incumprimento (Moreira, 2006). A gestão tende a alterar as políticas contabilísticas com o objetivo de proporcionar um impacto positivo no que respeita a viabilidade e credibilidade da empresa (Burgstahler e Dichev, 1997; Rosner, 2003; Lara et al., 2006; Schawrtz, 1982; Sharma e Stevenson, 1997).

Se a instituição financeira verificar que a empresa não possui condições suficientes que lhe permitem cumprir a dívida, então o pedido de financiamento poderá ser recusado ou, simplesmente, deferido a um custo superior.

No que concerne as PME's que enfrentam dificuldades financeiras presume-se que o incentivo que assume maior relevância seja o do financiamento.

3.4- A previsão da insolvência financeira

3.4.1- Definição de conceitos

A crise das dívidas soberanas na União Europeia a partir de 2010 traduziu-se em Portugal, a partir de 2011 numa política de austeridade com severo impacto em numerosas PME's portuguesas cuja falta de flexibilidade financeira impossibilitou de cumprir com as obrigações financeiras, entrando num ciclo de dificuldades, antes de entrarem num processo judicial de falência (Ward e Foster, 1997). Pode-se afirmar que a maioria das ordens jurídicas reconhece a falência enquanto um estado continuado de incumprimento das obrigações financeiras, e/ou quando o passivo da empresa ultrapassa o seu ativo, apresentando uma situação patrimonial negativa.

O processo de insolvência é um processo de execução universal que tem como finalidade a liquidação do património de um devedor insolvente e a repartição do produto obtido pelos credores, ou a satisfação destes pela forma prevista num plano de insolvência, que nomeadamente se baseie na recuperação da empresa compreendida na massa insolvente (Art.º 1 do CIRE). Uma condição associada aos problemas financeiros é o incumprimento ou *default*, que envolve a violação do contratado entre o devedor e o credor, podendo originar uma execução judicial da dívida. Por fim tem-se a falência (*bankruptcy*), que é normalmente caracterizada por capitais próprios negativos. A declaração judicial dessa condição é acompanhada de um processo para liquidação do património. Em Portugal, juridicamente, a insolvência é caracterizada no n.º 1 do Art.º 3.º do CIRE como referido anteriormente: *É considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas.*

Existe uma vasta literatura internacional dedicada à estimação de modelos que procuram identificar os sinais de alerta que antecedem a entrada em rutura financeira de uma empresa. Altman (1968) desenvolveu um modelo de previsão de insolvência, conhecido por modelo *Z-Score* amplamente aplicado e ponto de referência na investigação nesta área. O modelo *Z-Score* expressa a probabilidade de uma empresa entrar em insolvência, dentro de um período de 2 anos. Mais tarde, em 1977, Altman, Haldeman e Narayanan, reformulam o modelo inicial originando o modelo *Zeta*, que inclui 7 variáveis discriminantes: rendibilidade do ativo, estabilidade da rendibilidade, serviço da dívida, rendibilidade acumulada, liquidez, capitalização. Na sequência dos trabalhos de Opler e Titman (1994), Andrade e Kaplan (1998), e Pindado, Rodrigues e de la Torre (2008), considera-se que uma empresa está em *financial distress* ou insolvência financeira, quando está incapaz de liquidar os seus compromissos financeiros.

Altman (1968) e Ohlson (1980) utilizaram a definição e a declaração jurídica para incluírem as empresas insolventes nos seus estudos, apesar de posteriormente, Altman (1984) evidenciar a necessidade de se recorrer a uma definição para dificuldades financeiras, independentemente das consequências dessas circunstâncias.

O termo *financial distress* em termos gerais significa a incapacidade de cumprir com as obrigações quando devidas. Neste estudo adota-se um conceito amplo de insolvência financeira. Adaptando a regra de Pindado, Rodrigues e da la Torre (2008), utiliza-se o critério da presença de incidentes financeiros, para classificar a amostra em dois grupos

e construir uma variável dependente binária que tomará o valor de um para as empresas sujeitas a *financial distress* e zero para as restantes.

3.4.2- Os modelos de regressão logística de previsão de insolvência financeira

Nos anos 80 a análise discriminante começou gradualmente a ser substituída por modelos de probabilidade condicionada. Ohlson (1980) torna-se pioneiro na aplicação da regressão logística, em que a variável dependente assume dois valores possíveis, a probabilidade ou não do evento ocorrer.

Pindado, Rodrigues e da la Torre (2008), utilizaram a regressão logística, para estimar a probabilidade de dificuldades financeiras, distinguindo este conceito do mero critério jurídico. Este modelo foi recentemente aplicado com sucesso num estudo internacional sobre *financial distress* em PME's (Keasey, Pindado e Rodrigues, 2015).

Os autores referem que as dificuldades financeiras podem ser explicadas pela Rendibilidade do Ativo, o peso dos Gastos Financeiros e a Rendibilidade Acumulada.

Genericamente a função define-se como:

$$\frac{\text{Prob. Insolvência}}{\text{Prob. não Insolvência}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RO_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{GF_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{RT_{it}}{AT_{it-1}}$$

Onde:

RO- Resultado antes de Gastos de Financiamento e Impostos ou também reconhecido como Resultado Operacional

GF- Gastos de Financiamento

RT- Resultados Acumulados (não distribuídos)

Todas as variáveis são escaladas pelo Valor Total do Ativo (AT) para o ano anterior e as variáveis são indexadas a i para cada indivíduo e a t para cada ano da amostra.

Tendo presente o modelo proposto por Pindado, Rodrigues e de la Torre (2008), consideram-se três variáveis, nomeadamente:

- O Resultado Operacional em função do Ativo (Altman, 1968; Altman, Haldeman e Narayanan, 1977; Gilbert, Menon, e Schwartz, 1990) que surge como uma medida de rendibilidade, que capta a eficácia da empresa em gerir os seus ativos e gerar fundos para cumprir com os seus compromissos financeiros, assumindo

uma influência negativa na probabilidade da empresa incorrer em dificuldades financeiras ou *financial distress*.

- Os Gastos de Financiamento que têm sido referidos na literatura recente como uma medida explicativa mais indicada que o nível da dívida (Pindado, Rodrigues e de la Torre, 2008)., pois impõe regras mais rígidas nas políticas das empresas (Asquith, Gertner e Scharfstein, 1994) concluíram que associadas às dificuldades económicas individuais e setoriais, as despesas financeiras constituem uma das causas mais frequentes de possibilidade de incumprimento.
- Os Resultados Retidos (Altman, 1968; Altman, Haldeman e Narayanan, 1977; Gilbert, Menon e Schwartz, 1990; Pindado, Rodrigues e de la Torre, 2008) que surgem como uma medida de rendibilidade histórica ou de lucro acumulado, e são frequentemente reconhecidos como um dos principais preditores de crise financeira.

CAPÍTULO 4 - HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO E MODELO PROPOSTO

Após uma abordagem teórica no que respeita às práticas de manipulação dos resultados nas PME's em dificuldades financeiras descritas na literatura, pretende-se neste capítulo desenvolver as hipóteses de investigação a testar, assim como o delineamento metodológico e a descrição das variáveis utilizadas para a análise empírica desta investigação.

4.1- Hipóteses de investigação

Em casos de crise económica e financeira, prevê-se que as PME's endividadas tenham maiores dificuldades em se financiar juntos dos bancos e outros financiadores. Assim, estas empresas para que não percam o controlo da empresa necessitam de provar uma certa capacidade de cumprir os compromissos para que não seja posta em causa a sua continuidade.

Tendo isto em conta, a primeira hipótese pode ser demonstrada como segue:

***H1:** As PME's mais endividadas são mais propensas a se envolverem em práticas de manipulações dos resultados.*

Assim, no caso concreto das empresas mais alavancadas, prevê-se que a motivação para os gestores aumentarem os resultados seja superior, com o propósito de continuarem a obter financiamento e, assim, evitarem estrangulamento financeiro.

Considerando o tecido empresarial português, constituído maioritariamente por PME's e num contexto em que a contabilidade e a fiscalidade estão extremamente aglutinadas, a minimização do imposto sobre o rendimento a pagar e a obtenção de financiamento bancário em condições atrativas surgem como os principais incentivos para a manipulação dos resultados (Eilifsen et al., 1999). Como já mencionado, a minimização do imposto a pagar passa por uma manipulação dos resultados no sentido descendente, correspondendo a uma redução dos resultados por outro lado, a obtenção de financiamento requer um aumento dos resultados que se traduz na manipulação de

resultados no sentido ascendente. E é neste sentido que surge a segunda hipótese de investigação:

H2: As PME's com maior efeito fiscal são mais propensas a se envolverem em práticas de manipulações dos resultados.

De acordo com a literatura (Burgstahler e Dichev, 1997; Rosner, 2003 e Lara et al., 2006) os gestores das empresas em dificuldades financeiras são mais propensos a realizar maiores manipulações contabilísticas de forma a proporcionar um impacto positivo sobre os resultados da empresa, do que os gestores das empresas que não se encontram nessa situação.

Dessa forma, uma terceira hipótese de investigação é formulada:

H3: A manipulação dos resultados é maior quando as PME's se encontram em dificuldades financeiras.

Esta hipótese também pode ser investigada, tendo em conta o efeito do fator tempo. Os gestores tendem a encarar a situação de dificuldade como sendo temporária e como consequência, eles são estimulados a esconder a deterioração das condições financeiras, melhorando-as através de manipulações no sentido ascendente. Por outro lado, quando os gestores estão conscientes de que a situação problemática não é temporária, a manipulação poderá não ser suficiente para esconder a situação urgente da empresa, pelo que poderão optar por aumentar materialmente os resultados para esconder a real situação da empresa. A probabilidade de reportarem resultados positivos é maior nas empresas com maiores necessidades de financiamento, e tendem a apresentar resultados positivos acima dos valores mínimos.

4.2- Método de deteção de manipulação dos resultados baseado nos *accruals*

No que tange à estimação dos *accruals*, com já referido, existem várias maneiras apresentadas pela literatura (Jones, 1991; Dechow, Sloan e Sweeney, 1995; Kang e Silvaramakrishnan, 1995; Defond e Park 2001). Para fins desta pesquisa foi utilizado o modelo Jones Modificado (Dechow, Sloan e Sweeney, 1995), devido à sua ampla aplicação nas pesquisas em contabilidade e finanças (Healy e Wahlen, 1999).

O modelo desenvolvido por Jones (1991) inclui as variáveis variação das vendas, dado que as variações nas contas de fundo de maneo⁹ dependem de variações nas vendas. O ativo fixo tangível, componente principal dos *accruals* de longo prazo é incluído para captar a parte dos *accruals* totais relacionadas com as amortizações não discricionárias. Ambos os membros da equação são deflacionados pelo ativo total do período anterior para reduzir os problemas de heterocedasticidade e para que se possa fazer comparações entre empresas, na medida em que é controlado o efeito “ dimensão da empresa”.

Uma das principais limitações deste modelo reside no facto da autora considerar as vendas como não discricionárias. No entanto, as vendas também podem ser objeto de manipulação. É com base na limitação apresentada no modelo Jones original, que Dechow et al. (1995) propuseram uma versão modificada do modelo de Jones (1991). Assume-se assim que as variações nos proveitos resultam da manipulação de resultados. Assim, o modelo ajustado, propôs a correção dos rendimentos pelas contas de recebimentos.

4.3- O modelo de deteção das práticas de manipulação dos resultados

Efetuada a revisão da literatura, e a sua tradução em hipóteses e metodologias sobre o tema manipulação dos resultados em contexto de crise financeira pretende-se neste ponto propor um modelo que permita validar empiricamente as hipóteses. Ele tem o propósito de avaliar se as dificuldades financeiras das PME's tem impacto na forma como os resultados são manipulados.

De modo a executar o objetivo deste estudo, de estimar a prática de manipulação dos resultados num ambiente de dificuldades financeiras através do nível dos *accruals* discricionários foi desenvolvido um modelo regressão linear para determinar os *accruals* discricionários incorporados nos resultados, estimados a partir do modelo de Jones, (1991) modificado por Dechow et al. (1995).

⁹ Fundo de maneo (*working capital*) = Ativos Correntes – Passivos Correntes. Ao analisar os *accruals* deve-se excluir as disponibilidades no cálculo do fundo de maneo.

Contudo, para ultrapassar limitações do modelo Dechow et al. (1995) no que respeita a falhas na medição das influências das circunstâncias económicas nos *accruals* não discricionários, o que pode levar ao enviesamento das conclusões obtidas, reconstruiu-se um modelo utilizando a variável necessidade financiamento (denominada neste estudo como alavancagem) sugerida por Moreira (2006), que defende que empresas com maiores necessidades de financiamento tendem a utilizar técnicas que aumentem os resultados. A outra variável a ser utilizada é o efeito fiscal por considerar que as empresas tendem a desenvolver práticas manipulativas para diminuir os encargos com o imposto sobre o rendimento, tal como referiu Marques (2008). A estas variáveis incluiu-se ainda um efeito moderador de modo a estudar a influência de uma situação de insolvência sobre as variáveis que estão associadas às denominadas motivação de financiamento e fiscal, com o intuito de investigar se as PME's portuguesas tendem a manipular os resultados de forma mais intensa numa situação de dificuldade financeira.

4.3.1- A variável dependente e a estimativa dos coeficientes do Modelo Jones Modificado

Neste estudo, a manipulação dos resultados assume-se como variável dependente medida através do cálculo dos *accruals* discricionários. A primeira fase do estudo consiste no cálculo destes *accruals* pelo modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) em que:

$$AND_t = \beta_0 + \beta_1 (\Delta VND_t - \Delta Clientes_t) + \beta_2 (AFT_t) + \varepsilon_t$$

E dado que, ε_t é o erro obtido entre o valor estimado pelo modelo e o valor verificado, por diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários, no ano t.

De modo que *accruals totais* podem ser descritos como $AT_{it} = AD_{it} + AND_{it}$, a diferença entre o valor estimado dos AND e os AT resulta o erro da previsão (ε), que é considerada como *proxy da componente discricionária dos accruals* ou AD_{it} .

$$\varepsilon_t = AT_t - [\beta_0 + \beta_1 (\Delta VND_t - \Delta Clientes_t) + \beta_2 AFT_t]$$

4 - Hipóteses de investigação e modelo proposto

Para verificar se as expectativas do modelo correspondiam aos obtidos no nosso estudo, procedeu-se ao cálculo das estatísticas descritivas e estimativas dos coeficientes com referência ao modelo de Jones Modificado.

Tabela 1: Estatística descritiva das variáveis do Modelo Jones Modificado

Estatística descritiva das variáveis do Modelo Jones Modificado					
Variável	Obs	Média	Desvio-padrão	Min	Max
AT	75232	-.0011776	9.894473	-728.623	2272.2
1/ta	80041	.002786	.0119452	6.83e-07	1
Δ VND- Δ Cientes	72045	.2306468	28.10699	-28.37781	6626
AFT	79974	.645008	31.47796	-.0506329	5455.259

Tabela 2: Estimativa dos coeficientes do Modelo Jones Modificado

Estimativa dos coeficientes do Modelo Jones Modificado				
AT	Coefficiente	Desvio-padrão	Estatística-t	Valor-P
1/ta	-502.7157	5.034009	-99.86	0.000
Δ VND- Δ Cientes	.3062053	.0015201	201.44	0.000
AFT	-.0184954	.0015359	-12.04	0.000
R ²	0.4504			
R ² ajustado	0.4504			
F- statistic	19218.77			
Prob (F-statistic)	0.0000			

Na tabela 2 é possível observar que o modelo é estatisticamente significativo ao nível de 0,01. O coeficiente de determinação (R² ajustado) de 45,04% revela uma boa capacidade explicativa do modelo.

Tendo por objetivo a análise dos coeficientes, constata-se que os resultados obtidos são consistentes com as expectativas do modelo, pois coeficiente da variável $\Delta VND - \Delta Clientes$ aparece com valor positivo, demonstrando assim uma relação linear positiva entre esta variável e os AT. Já a variável AFT aparece com o previsto valor negativo, esta influência deve-se ao facto de que um aumento no AFT provocar um aumento na amortização e depreciação o que afeta negativamente os *accruals*. Os sinais dos coeficientes estão de acordo com as expectativas do modelo.

4.3.2- As variáveis explicativas

Para testar as hipóteses de investigação, estima-se um modelo de regressão que liga a magnitude dos *accruals* discricionários como *proxy* da manipulação dos resultados, com a variável dificuldade financeira como fator macroeconómico (variável de interesse) e com outras variáveis explicativas e de controlo para verificar outros fatores ao nível da empresa que podem influenciar a manipulação dos resultados. De seguida, são apresentadas as variáveis explicativas consideradas e incluídas no modelo.

A alavancagem (**LEV**) pode ser medida como o rácio entre o passivo total sobre o capital próprio. Estudos anteriores apontam que a alavancagem financeira está positivamente relacionada com a manipulação dos resultados (por exemplo Dechow et al., 1995). Consequentemente espera-se que quanto maior o índice de alavancagem, mais frequentes serão as práticas de manipulações dos resultados, assim, prevê-se que o coeficiente desta variável seja positivo.

Empresas com menores capitais alheios só podem recorrer a outros escudos fiscais que não a dedutibilidade dos juros dos empréstimos, no sentido de pagarem menos impostos. Um indicador do **efeito fiscal** é o rácio RAI/RL que reflete o impacto no imposto efetivamente pago e que seria de esperar pela mera aplicação da taxa legal ao RAI. Tal, como já referido, pode causar um dilema, sobre qual dos *stakeholders* “agradar”, pois para as empresas com uma forte probabilidade de sofrerem uma crise de insolvência financeira, prevê-se que o reflexo de uma boa imagem aos financiadores sobreponha ao incentivo fiscal.

Uma variável **dummy de financial distress** pode servir para avaliar este potencial dilema entre formas de manipulação dos resultados. Dado que a maioria das PME's portuguesas se apoiam nos créditos bancários para financiarem as suas operações, supõem-se que as empresas em dificuldades são mais propensas a práticas de manipulações com o objetivo de obterem mais crédito. Também será de esperar que uma empresa, que esteja a enfrentar numa situação de dificuldade financeira, tente melhorar a imagem da empresa junto dos financiadores existentes e potenciais, para obterem condições de financiamento vitais para a sua sobrevivência.

Para construir esta variável utilizou-se a metodologia exposta no subcapítulo 3.4.2 desenvolvida por Pindado, Rodrigues e da la Torre (2008). Estes autores utilizaram a regressão logística, para estimar a probabilidade de dificuldades financeiras. Genericamente a função define-se como:

$$\frac{\text{Prob. Insolvência}}{\text{Prob. não Insolvência}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{RO_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_2 \frac{GF_{it}}{AT_{it-1}} + \beta_3 \frac{RT_{it}}{AT_{it-1}}$$

Os autores referem que as dificuldades financeiras podem ser explicadas pela Rendibilidade do Ativo, o peso dos Gastos Financeiros e a Rendibilidade Acumulada.

4.3.3- As variáveis de controlo

Uma vez que o nível de *accruals* pode alterar-se ao longo do tempo e entre setores, considera-se ainda como variáveis de controlo o ano e o setor (Peni & Vähämaa, 2010).

- **SETOR** – permite controlar as diferenças entre os setores de atividade. Maiores ciclos operacionais traduzem-se em mais incertezas, o que implica mais juízos de valor por parte dos gestores e conseqüentemente maior probabilidade de se estar perante erros de estimação e assim de uma menor qualidade da informação (Gaio, 2010). Representa o conjunto de variáveis *dummy* para cada setor e que tomam valor 1 se a empresa pertencer a esse setor cuja *dummy* foi criada e valor 0, caso contrário.
- **ANO** – é utilizado na maioria dos estudos, como forma de controlar os efeitos conjunturais e genéricos associados a cada exercício. Desta forma serão criadas n-1

variáveis *dummy* correspondente aos anos da amostra de dados, tomando estas o valor 1 caso a observação pertença a esse ano, ou o valor 0, caso contrário.

4.4- O modelo explicativo *accruals* discricionários considerando o efeito moderador da insolvência

O modelo desenvolvido para explicar a manipulação discricionária dos *accruals* inspira-se na literatura, com a inovação da introdução no modelo explicativo de um efeito moderador introduzindo uma *dummy* insolvência financeira que interage com as variáveis que representam a alavancagem e o efeito fiscal.

Utilizou-se uma variável que mede o risco de insolvência para definir a variável *dummy* que toma o valor 1, quando a empresa tem uma probabilidade de insolvência superior a 20% e 0 caso contrário: $dD = 1$ se $\text{Prob} \geq 20\%$.

Desta forma, temos o seguinte modelo:

$$AD = \alpha + \beta_1 (1 - \gamma_1 dD) LEV + \beta_2 (1 - \gamma_2 dD) \frac{RAI}{RL}{}_{t-1} + dSetor + dAno + \epsilon_i$$

CAPÍTULO 5- CARACTERIZAÇÃO DA AMOSTRA DE ESTUDO

O trabalho tem por objetivo explorar a relação entre os comportamentos de manipulação dos resultados e as PME's em dificuldades financeiras, nomeadamente aos casos em que elas recorrem a técnicas de manipulação com o intuito de subavaliar a real situação económica e financeira da empresa, com o propósito de divulgar uma melhor imagem da empresa e assim obterem financiamento.

Tabela 3: Composição da amostra por ano e setor

Setor	Ano										Obs
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	
Indústrias transformadoras	4221	5026	9151	9384	9683	9683	9596	9080	9080	9080	83984
Construção	145	167	179	180	181	181	180	32	32	32	1309
Transportes	12	14	21	21	21	21	21	11	11	11	164
Serviços	529	639	712	719	722	722	704	148	148	148	5191
Total	4907	5846	10063	10304	10607	10607	10501	9271	9271	9271	90648

De modo a levar a cabo esta investigação, utilizou-se uma amostra de um conjunto de PME's portuguesas obtidas através da base de dados SABI¹⁰ no período de 2003 e 2012, a partir do qual foi selecionado um subgrupo em dificuldades financeiras de acordo com a classificação do *Multi Evaluation Objective Rating* (MORE), propriedade da Bureau Van Dijk, que avalia o nível da qualidade económico-financeira de uma determinada empresa, utilizando como referência os dados incluídos nas demonstrações financeiras, atribuindo assim uma classificação final.

No nosso estudo considerámos em insolvência financeira as empresas que tinham um rating inferior ou igual a C (empresas em risco substancial).

¹⁰ SABI – Sistema de Análise de Balanços Ibéricos. Base de dados de informação económico-financeira de empresas portuguesas e espanholas.

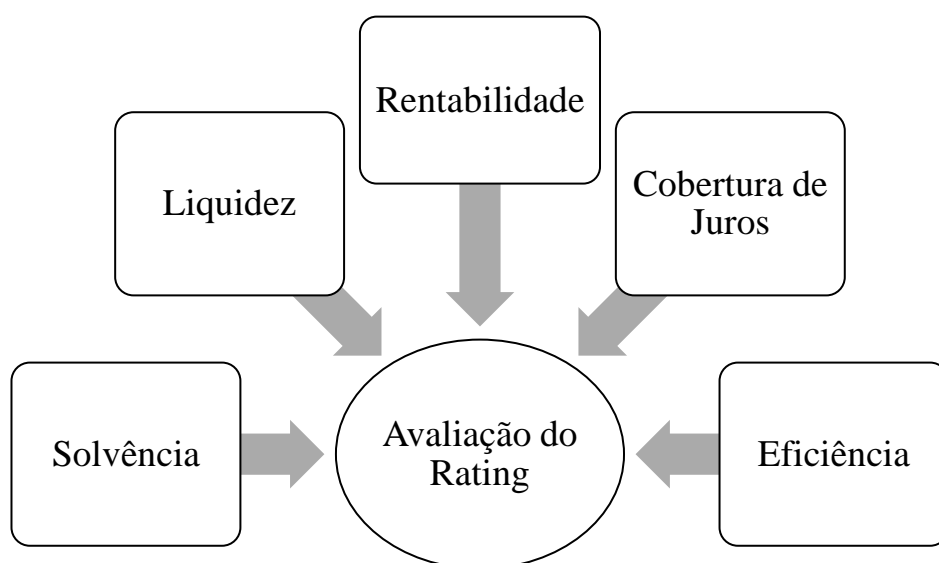


Figura 1: *Multi Evaluation Objective Rating (MORE)*

5.1- Estatística descritiva e correlações

As estatísticas descritivas e correlações relativas às variáveis utilizadas no modelo são apresentadas na tabela 4 e 5 respectivamente.

Tabela 4: Estatística descritiva das variáveis do modelo

Variável	Obs	Média	Desv. Padrão	Min	Max
AD	90648	.81379	6.565	-660.1	1497.4
Alavancagem	90607	.68736	.644	0	100.3
Efeito fiscal	89536	1.62265	17.742	-198.7	4812

5- Caracterização da amostra de estudo

Através desta tabela, verifica-se que as empresas exibem um nível médio de *accruals* discricionários de 81,379% indicando que os gestores das empresas gerem os resultados com o intuito de os aumentar.

No que toca a alavancagem, as empresas da amostra em estudo apresentam uma média de alavancagem na ordem dos 68,74%, tal como previsto no estudo de Dechow et al., 1995 onde associam um índice elevado de alavancagem a uma maior prática de manipulação dos resultados. O desvio padrão desta variável (0.644) aponta que não existe uma grande dispersão dos valores em relação à média, o que demonstra que as empresas tendem a recorrer ao financiamento externo para financiar as suas atividades.

Em relação ao efeito fiscal, esta apresenta uma média de 1.62 e um desvio padrão de 17.74, o que indica que existe uma dispersão considerável dos valores em relação à média.

Tabela 5: Matriz de correlação das variáveis do modelo

	AD	Alavancagem	Efeito Fiscal
AD	1		
Alavancagem	0.0694***	1	
Efeito Fiscal	-0.0002	-0.0027	1

*** Significância estatística ao nível de 0.01

A tabela 5 indica os coeficientes de correlação entre as variáveis do modelo. A análise do coeficiente de correlação entre as variáveis tem por base analisar a existência de uma relação de interdependência entre as variáveis do estudo, o que permite ter uma visão preliminar quanto à influência da alavancagem e do efeito fiscal na manipulação dos resultados.

Deste modo, analisando os resultados, verifica-se uma correlação significativa de 0.0694 que confirma os estudos anteriores que apontam que a alavancagem está positivamente correlacionada a práticas de manipulação dos resultados.

Os resultados da correlação indicaram uma relação negativa entre a variável efeito fiscal e a *proxy* de manipulação dos resultados.

CAPÍTULO 6- ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

6.1- Impacto da probabilidade de insolvência enquanto efeito moderador sobre as variáveis do Modelo Base

O estudo da possível associação entre a *proxy* de manipulação dos resultados e as dificuldades financeiras das empresas foi estimado pelo modelo explicativo da manipulação discricionária dos *accruals* referido no subcapítulo 4.4.

Tendo em conta o sentido da manipulação praticada pelos gestores, poderá se dizer, que estes possuem dois objetivos para a manipular os resultados de forma a obter os objetivos desejados, um com **impacto sobre os resultados** (quer por minimização dos resultados com vista a minimização do imposto a pagar, quer por aumento dos resultados com vista a apresentação de qualidade nas demonstrações financeiras com vista a obtenção e manutenção de taxas de juros favoráveis junto das instituições bancárias), outro com **impacto sobre o endividamento** (quer pela adoção de políticas contabilísticas que favoreçam o aumento dos resultados de modo a facilitar o acesso ao crédito bancário e/ou minimizar o seu custo, quer pela adoção de políticas contabilísticas mais conservadoras, uma vez que estas são encaradas pelas instituições bancárias como sinónimo de resultados com qualidade mais elevada).

De acordo com a literatura, empresas com altos níveis de endividamento têm incentivos para manipular os resultados de modo a alterar a perceção do risco dos credores e assim beneficiar de melhores condições de financiamento e evitar a violação de contratos de endividamentos.

Os resultados do modelo são apresentados na tabela 6. Tendo em conta o nível de significância do modelo, verifica-se que o modelo proposto é válido para a explicação dos *accruals* discricionários. Adicionalmente, é possível verificar que as variáveis introduzidas no modelo explicam aproximadamente 2,66% da variância dos AD (R^2 ajustado = 0.0263) o que significa que o modelo tem subjacente uma capacidade explicativa baixa.

A variável alavancagem permite a análise da existência de correspondência entre o endividamento da empresa e a prática de manipulação dos resultados. Através dos resultados obtidos, a variável alavancagem mostrou-se significativa ao nível de mais de

1% e com o sinal esperado, demonstrando que as PME's alavancadas são mais propensas a fazer escolhas que aumentem seus resultados. Os resultados sugerem que a alavancagem pode ser o principal fator explicativo para a manipulação dos resultados. Estes resultados estão de acordo com a investigação seminal de DeFond e Jiambalvo (1994) que evidenciaram que os gestores utilizam *accruals* discricionários para evitar violar cláusulas contratuais de dívida, ou seja, satisfazer as exigências dos contratos de dívida e/ou apresentar indicadores propícios para aprovação de crédito.

Na mesma linha, recentemente Franz et al. (2014) concluíram que as empresas com maior dificuldade em respeitar as cláusulas dos contratos de dívida apresentam maiores níveis de manipulação dos resultados, dado que recorrem à manipulação dos resultados tanto através de *accruals* (manipulação contabilística) como através da sua atividade real (escolhas diárias que interferem no negócio e nos *cash-flows*) para alterar a perceção sobre a performance da empresa para evitar o risco de incumprimento. Estes autores justificam este resultado com o efeito informativo que a violação de um contrato de dívida sobre o risco da empresa em não cumprir com as suas obrigações financeiras.

A variável independente efeito fiscal apresentada também na tabela 6 não foi reconhecida como estatisticamente significativa pelas estimações do modelo e sustentando-se na correlação negativa entre esta variável e a *proxy* da manipulação dos resultados, rejeita-se assim a segunda hipótese do estudo. Este resultado corrobora os resultados obtidos pela corrente de literatura (Burgstahler e Dichev, 1997; Rosner, 2003 e Lara et al., 2006) que defende que os gestores das empresas em dificuldades financeiras preferem realizar escolhas contabilísticas mais no sentido ascendente do que no sentido descendente. Os gestores de empresas com uma dependência crescente de dívida parecem recorrer servir-se das opções de contabilização para aumentar os resultados apresentados pela empresa. Não se encontrou um comportamento consistente com a hipótese de procura da minimização do imposto sobre os lucros através da manipulação dos *accruals*.

Quando se considera a interação da *dummy financial distress*, sobre a variável alavancagem, verifica-se que esta apresenta um coeficiente negativo (-0,3609) estatisticamente significativo (p-value=0,000). Portanto, embora a alavancagem afete a manipulação através dos *accruals* discricionários, ela não afeta as magnitudes relatadas de manipulação dos resultados quando as empresas já estão com uma grande probabilidade de insolvência. Já Park & Shin (2004) tinham alertado para o facto das

empresas endividadas, ou com dificuldades financeiras se encontrarem sobre intenso escrutínio financeiro por parte dos credores, o que pode levar a que a prática de manipulação dos resultados por parte dos gestores diminua. Também o estudo de Sequeira (2014) não permitiu demonstrar, que os gestores das empresas portuguesas manipulassem os resultados de forma mais intensa numa situação de crise financeira. A hipótese 3 não pode ser aceite com o sinal esperado. Porém, a interação da dummy de insolvência com a variável de endividamento é estatisticamente significativa apenas com o sinal oposto ao esperado. Tal é consistente com os resultados que Keasey, Pindado e Rodrigues (2015) obtiveram num estudo europeu para o comportamento do financiamento das PME's em sobre *financial distress*, que substituem crédito bancário por comercial face às restrições impostas pelos bancos às empresas nessa situação.

Em relação às variáveis *dummy* ano e setor, são significativas no modelo, o que permite concluir que quer os anos quer os setores da economia têm influência na manipulação dos resultados. Segundo Healy e Wahlen (1999), empresas de setores económicos sujeitos ao controlo das demonstrações financeiras por parte das entidades reguladoras, apresentam incentivos para manipular as variáveis das demonstrações financeiras que são de interesse do órgão regulador. Isto significa que o ambiente legal envolvente à empresa pode influenciar práticas de manipulação, como consequência da legislação que a afeta, e se a empresa puder ser beneficiada com a prática.

Tabela 6: Resultados regressão do modelo base dos *accruals* discricionários

$$AD = \alpha + \beta_1 (1 - \gamma_1 dD) LEV + \beta_2 (1 - \gamma_2 dD) \frac{RAI}{RL} t-1 + dSetor + dAno + \varepsilon_i$$

Modelo Base				
(Observações: 89524)				
	Sinal Esperado	Coefficientes	t	P-value
Alavancagem	+	1.13057	14.10	0.000
dD * Alavancagem	+	-.3609773	-4.57	0.000
Efeito Fiscal	+	-.0120179	0.63	0.529
dD * Efeito Fiscal	?	0.0117491	6.52	0.539
Dummy Ano		Incluído		
Dummy Setor		Incluído		
R ²		0.0266		
R ² ajustado		0.0263		
F- statistic		69.99		
Prob > F		(0.000)		

dD = *Dummy financial distress*

dD*Alavancagem = termo de interação *dummy financial distress* sobre alavancagem

dD*Efeito Fiscal = termo de interação *dummy financial distress* sobre efeito fiscal

Estes resultados, apesar de não estarem totalmente de acordo com o esperado, poderão ser explicados pelos incentivos defrontados pelas empresas para a prática de manipulação dos resultados. Deste modo, o sinal negativo da interação a *dummy financial distress* e alavancagem com a *proxy* manipulação dos resultados poderá ser explicado pelo facto de que num período de crise, existir uma maior qualidade na auditoria, portanto uma menor manipulação dos resultados por parte dos gestores Francis et al., (2013).

6.2- Teste de robustez dos resultados relativos a alavancagem e o efeito moderador da probabilidade de insolvência sobre as variáveis do Modelo Base

Para testar as hipóteses, duas regressões foram operadas separadamente, uma em que a interação da probabilidade de insolvência atua sobre a alavancagem e o efeito fiscal (tabela 6) e outra em que esta mesma interação atua somente sobre a variável alavancagem dado que a variável efeito fiscal não se mostrou como estatisticamente significativa.

No entanto, para averiguar a robustez dos resultados obtidos no primeiro modelo, estimou-se uma segunda regressão (modelo reduzido) apenas com o efeito moderador da *dummy financial distress* sobre a alavancagem, no sentido de examinar se os resultados obtidos para o modelo são robustos a inclusão ou exclusão de variáveis.

Semelhante ao modelo base, verifica-se que o modelo agora proposto é válido para a explicação dos AD. Ou seja, através do teste-F, rejeita-se a hipótese de nulidade conjunta dos coeficientes das variáveis explicativas, demonstrando que as variáveis do modelo são significativas para explicar a variação dos *accruals* discricionários confirmando assim a validade do modelo. A combinação das variáveis independentes explica 2,60% da variância dos AD.

Desta forma, é possível constatar que, apesar de existirem algumas diferenças entre o modelo base e o modelo reduzido desenvolvido para o teste de robustez (pequena redução da variância total explicada), verifica-se que as conclusões decorrentes do modelo inicial são semelhantes. Em face do exposto, pode confirmar-se a robustez dos resultados, dado que a exclusão da variável efeito fiscal não alterou as características preditivas das restantes variáveis.

Tabela 7: Resultados regressão do modelo reduzido dos *accruals* discricionários

$$AD = \alpha + \beta_1 (1 - \gamma_1 dD) LEV + dSetor + dAno + \varepsilon_i$$

Modelo Reduzido			
(Observações: 90607)			
	Coefficientes	t	P-value
Alavancagem	1.035177	13.85	0.000
dD * Alavancagem	-.4097659	-5.63	0.000
Dummy Ano	Incluído		
Dummy Setor	Incluído		
R ²	0.0264		
R ² ajustado	0.0260		
F- statistic	74.38		
Prob > F	(0.000)		

CAPÍTULO 7- CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES

7.1- Conclusões

Desde a falência da Worldcom da Enron e da crise das empresas tecnológicas em 2002 passando pelo clímax da grande crise financeira internacional em Setembro de 2008 até à crise das dívidas soberanas da Zona Euro, encontrou-se crescente evidência empírica de que os gestores possuem motivações que os levam a escolher de forma discricionária certas práticas contabilísticas com o objetivo de conseguirem o resultado que mais se adequa aos seus interesses.

No caso português onde o tecido empresarial é na sua essência PME's, existe um forte alinhamento entre o sistema fiscal e contabilístico, pelo que a minimização do imposto a pagar surge como o principal incentivo à manipulação dos resultados com o intuito de reduzir ao máximo os resultados a divulgar. Contudo, quando a necessidade de financiamento existe, a imagem económica e financeira da empresa é determinante para a aprovação do financiamento sobrepondo-se à conveniência de minimização de imposto sobre o rendimento. Deste modo, quanto maior credibilidade a empresa demonstrar, maior será a probabilidade de obter um parecer de crédito favorável, bem como a obtenção de menores taxas de juros. Neste caso, os gestores possuem incentivos para aumentar os resultados a divulgar.

Com a crise financeira e consequente deterioração da economia portuguesa, muitas empresas encontravam-se em dificuldade financeiras e com inúmeros obstáculos no acesso ao crédito. A recuperação de muitas destas empresas estava dependente da obtenção de financiamento, estimulando os gestores a adotar técnicas para a prática da manipulação dos resultados no sentido ascendente, mesmo que tal situação implicasse um valor de imposto superior. Tal, vai de encontro ao estudo de Moreira (2006), onde o autor conclui que as empresas com maior necessidade de financiamento, ao contrário das empresas com menores necessidades de financiamento externo, tenderão a gerir os seus resultados adotando medidas que os aumentem.

A procura de financiamento adicional traduzir-se-á num incentivo a uma maior qualidade da informação financeira, uma vez que a concessão e manutenção de crédito pelo sistema

bancário são baseadas nas informações financeiras produzidas pelas empresas. Isto constitui assim, para as empresas, um incentivo para adotar critérios e políticas contabilísticas que favoreçam o aumento dos resultados. É neste sentido que surge a motivação financiamento, que consiste em manter, mesmo que artificialmente, um nível de atividade e resultados que “agrade” às instituições bancárias.

Apoiando nestes factos, este estudo pretende, assim, analisar se os gestores das PME's portuguesas tendem a manipular os resultados forma a obter o tão desejado financiamento junto a banca. A literatura sugere que é espectável que a qualidade dos resultados seja inferior durante um período de crise quando as empresas enfrentam uma situação de insolvência financeira.

Como *proxy* da manipulação dos resultados utilizou-se os *accruals* discricionários provenientes do resíduo do Modelo de Jones Modificado (1995). Para testar as hipóteses de estudo, estimou-se um modelo base de regressão associando a magnitude dos *accruals* discricionários com a variável dificuldade financeira (*financial distress*) juntamente com as variáveis explicativas alavancagem, efeito fiscal e variáveis de controlo setor e ano.

As estatísticas descritivas demonstraram que as empresas da amostra exibem em média um nível de 81,379% de *accruals* discricionários evidenciando práticas de manipulação dos resultados por parte dos gestores.

A média da alavancagem rondou os 69% e tal como previsto no estudo de Dechow et al. (1995), consideram valores elevados de alavancagem associados a uma maior prática de manipulação dos resultados. A variável efeito fiscal apresentou uma média e desvio padrão de 1.62 e 17.74 respetivamente, indicando uma dispersão considerável dos valores em relação à média.

Os resultados da correlação sugeriram uma relação positiva entre a variável alavancagem a *proxy* de manipulação dos resultados e negativa entre a variável efeito fiscal e *proxy* de manipulação dos resultados.

Com os resultados obtidos do modelo estimado, observou-se um coeficiente positivo e estatisticamente significativo entre o nível de alavancagem e a *proxy* de manipulação dos resultados, indicando que os gestores das PME's com dependência crescente de capital

de terceiros, podem utilizar técnicas contabilísticas para aumentar os resultados através dos *accruals* discricionários para evitar violar cláusulas contratuais de dívida, ou seja, satisfazer as exigências dos contratos, como também para apresentar indicadores propícios para aprovação de crédito.

O efeito fiscal demonstrou-se não significativo, reforçando assim a ideia de que os gestores das empresas em dificuldades financeiras tendem a manipular os resultados mais numa ótica do financiamento do que numa ótica da minimização do imposto.

Para estimar a probabilidade de insolvência financeira associada a cada período para cada empresa utilizámos um método regressão logística desenvolvida por Pindado, Rodrigues e da la Torre (2008). Com esta estimativa da probabilidade de dificuldades financeiras construímos uma variável *dummy* de insolvência que introduzimos no modelo como um efeito moderador.

No que respeita a interação da variável alavancagem com a *dummy* insolvência financeira, obteve-se um coeficiente negativo estatisticamente significativo, pelo que nos leva a concluir que embora a alavancagem afete os *accruals* discricionários, ela não afeta as magnitudes da manipulação dos resultados quando as empresas se encontram em insolvência financeira. No mesmo sentido da evidência obtida por Sequeira (2014), também não nos foi possível obter evidência que os gestores das PME's manipulem os resultados de forma mais intensa numa situação de crise financeira.

Os resultados obtidos para as PME's portuguesas não estão de acordo com a literatura que defende que os gestores tendem a manipular os resultados de forma mais intensa num contexto de dificuldades financeiras. Talvez porque apesar da dificuldade financeira ser encarada como uma oportunidade para a prática de manipulação dos resultados, efetivamente uma empresa em dificuldades financeiras tenha menores possibilidades de sinalizar a sua qualidade de resultados através suas demonstrações financeiras. De facto, quando as cláusulas contratuais já se encontram violadas e as empresas já se encontram em insolvência financeira poderão não ter o mesmo incentivo por acharem que essa fonte de financiamento já esteja perdida. Neste caso, a empresa vê-se obrigada a buscar formas alternativas de financiamento como o crédito de fornecedores, mesmo que isto implique um custo superior.

Uma justificação adicional poderá ser dada pelo facto de a empresa deixar de poder usufruir de alguns benefícios associados ao endividamento, como por exemplo, o efeito alavancagem¹¹ e os benefícios fiscais que constituem uma vantagem, até um determinado limite, comparando com o financiamento através de capitais próprios.

Por último, temos que este comportamento possa ser explicado pelo facto de num período de crise haver mais controlo por parte da auditoria conduzindo assim, a uma menor manipulação dos resultados por parte dos gestores Francis et al., (2013).

As variáveis *dummy* ano e setor demonstraram ser significativas no modelo, concluindo assim que os anos e os setores da economia têm influência na manipulação dos resultados.

7.2- Limitações e Sugestões

Neste trabalho utilizou-se a componente discricionária dos *accruals* como medida da manipulação dos resultados. Contudo assumiu-se essa variável como não diretamente observável, mas que se possam captar componentes não discricionários para que a componente discricionária se possa determinar por diferença. Uma linha de investigação que possibilite tornar mais precisos os resultados passaria pela determinação dos vários tipos de *accruals* de uma forma individual, ou seja estudar vários tipos *accruals* separadamente ou complementar o estudo sobre manipulação de *accruals* com a manipulação do relato sobre o nível da atividade da empresa.

¹¹ Efeito produzido pelo período de tempo no qual o custo do capital de uma empresa é inferior à rentabilidade dos capitais próprios desta empresa. O efeito de alavancagem permanecerá enquanto for possível aumentar a rentabilidade dos capitais próprios da empresa através do endividamento da mesma, utilizando capital de terceiros.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E.I. (1968), Financial ratios, discriminant analysis and prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*;23:589-609.
- Altman, E., R. Haldeman, and P. Narayanan, (1977), "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," *Journal of Banking and Finance*.
- Altman E. (1984), A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *J Finance* ;39:1067– 89.
- Alves e Moreira (2009). "Subfaturação e Suprimentos: Duas Faces da Mesma Moeda? Estudo para o caso Português", Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Bragança.
- Asquith, P., Gertner, R., & Scharfstein, D. (1994), Anatomy of Financial Distress: An Examination of Junk-Bond Issuers. *The Quarterly Journal of Economics*, Volume 109 (3), pp. 625-658.
- Andrade G. and Kaplan S., (1998), How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Become Distressed, *Journal of Finance* 53.
- Baralexis, S. (2004), "Creative accounting in small advancing countries". *Managerial Auditing Journal*, vol. 19, no.3, pp. 440-461.
- Beneish, M. (2001), "Earnings management: A perspective, *Managerial Finance*".
- Beneish, M. e Nichols, D. (2005), "Earnings Quality and Future Returns: The Relation between Accruals and the Probability of Earnings Manipulation", Working paper, Indiana University.
- Burgstahler, D. e Dichev, I. (1997), "Earnings management to avoid earnings decreases and losses", *Journal of Accounting and Economics*.
- Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE).
- Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência (CPEREF).

Referências bibliográficas

- Dechow, P., Sloan, R. e Sweeney, A. (1995), "Detecting earnings management", *The Accounting Review*.
- Dechow, P., Sloan, R. e Sweeney, A. (1996), "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, Nº 1, pp. 1-36.
- Dechow and Skinner (2000), *Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators*.
- DeFond, M. e Jiambalvo, J. (1994), "Debt covenant violation and manipulation of accruals", *Journal of Accounting and Economics*, vol. 17, nº 1-2, pp.145-176.
- Eilifsen, A., Knivsfla, K. e Sættem, F. (1999), "Earnings Manipulation: cost of capital versus tax", *The European Accounting Review*, vol. 8, nº 3.
- Fernandes, S. (2012), *A Contabilidade criativa e os factores capazes de prevenir a manipulação contabilística: Análise econométrica às empresas portuguesas*, Universidade Lusíada de Vila Nova de Famalicão.
- Francis, B., Hasan, I., and Wu, Q., (2013), "The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis", *Accounting Horizons*, 27: 319-346.
- Franz, D., Hassabelnaby, H., & Lobo, G. (2014), Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.
- Gaio, C., (2010), "The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality Around the World", *European Accounting Review* 19, 693-738.
- Gilbert, L. R., Menon, K., & Schwartz, K. B. (1990), Predicting bankruptcy for firms in financial distress. *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 17 (1), pp. 161–171.
- Gilson, S. (1989), "Management Turnover and Financial Distress" – *Journal of Financial Economics*, vol. 25, pp. 241-262.

Referências bibliográficas

- González, J. A. S., & Garcia-Meca, E. (2014), Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethic*, 121(3), 419–440.
- Gunny, K. (2005), What Are the Consequences of Real Earnings Management? Boulder: University of Colorado.
- Healy, P. (1985), "The effect of bonus schemes on accounting decisions.", *Journal of Accounting and Economics*, 7 , pp. 85-107.
- Healy, P. e Whalen, J. (1999), "A Review of Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, 13, pp. 365-383.
- Jain, P.K. & Rezaee, Z. (2006), The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and the security market behavior: early evidence. *Contemporary Accounting Research*, 23 (3): 629-654.
- John, K. (1993), "Managing Financial Distress and Valuing Distressed Securities: A Survey and a Research Agenda", *Financial Management*, vol. 22, issue 3, pp. 60-78.
- Jones, J. (1991), "Earnings management during import relief investigations", *Journal of Accounting Research*, 29 (Autumn), pp. 193-228.
- Kahl, M. (2002), “Economic Distress, Financial Distress, and Dynamic Liquidation” – *The Journal of Finance*, vol. 51, n° 1, pp. 135-168;
- Kang, S. e K. Sivaramakrishnan (1995), "Issues in Testing Earnings Management and an Instrumental Variable Approach", *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, no 2. pp. 353-367.
- Keasey, K., Pindado, J. and Rodrigues, L., (2015), “The determinants of the costs of financial distress in SMEs”, *International Small Business Journal*., Vol. 33, pp. 862-881.
- Keating, A. S., Zimmermann, J. L. (2000), Depreciation – Policy Changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, p. 359 – 389.
- Kothari, S., Mizik, N. & Roychowdhury, S. (2012), Managing for the moment: The role of earnings management via real activities versus accruals in SEO valuation.

Referências bibliográficas

- Lara, J.M., Osma B. e Neophytou E. (2006), “Earnings Quality in failing firms”.
- Marquardt, C. A. e C. I. Wiedman. (2004), How Are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals. *Contemporary Accounting Research*, 21 (2): 461-491.
- Marques, M., (2008), *A Manipulação de Resultados Induzida, pelo Planeamento Fiscal: O caso das pequenas e médias empresas portuguesas*, Universidade do Minho.
- Marques, M., Rodrigues, L. L. e Craig, R. (2011), “Earnings management induced by tax planning: The case of Portuguese private firms”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, vol. 20, pp. 83–96.
- Missonier-Piera, F. (2004), “Economic Determinants of Multiple Accounting Method Choices in a Swiss Context”. *Journal of International Financial Management & Accounting*, vol. 15, no. 2, pp. 118-144.
- Moreira, J. (2006), “Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms”, Working Paper, 2006-10, Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Moreira, J., (2008), "A Manipulação dos Resultados das Empresas: Um Contributo para o Estudo do Caso Português", *Jornal de Contabilidade da APOTEC*.
- Moreira, J., (2013), “Pode um investidor medianamente diligente detectar a manipulação dos resultados nas empresas? Estudo do caso Worldcom”, Working Paper, no. 29, Observatório de Economia e Gestão de Fraude.
- McNichols, M. e Wilson P. (1988), "Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts", *Journal of Accounting Research*, 26: 1-31.
- McNichols, M. (2000), "Research design issues in earnings management studies", *Journal of Accounting and Public Policy*, vol. 19, pp. 313-345.
- Ohlson J. (1980), Financial ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *J Acc Res*;18:109–31.
- Oliveira, Margarida Mora (2008), "Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um Caso Português", Faculdade Economia da Universidade do Porto.

Referências bibliográficas

- Opler, T.C. and S. Titman, (1994), Financial Distress and Corporate Performance. *Journal of Finance* 49.
- Park, Y. W.; Shin, H., (2004), “Board composition and earnings management in Canada”, *Journal of Corporate Finance*, 10, p. 431-457.
- Peasnell, K., P. Pope, e S. Young. 2000, “Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models”. *Accounting and Business Research*, v. 30, no. 4, pp. 313-326.
- Peni, E. & Vähämaa, S., (2010), Female executives and earnings management. *Managerial Finance*, 36 (7), pp.629 – 645.
- Penman, S. H. (2008), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. 3rd Edition, McGraw-Hill. New Delhi.
- Pindado, Julio & Rodrigues, Luis & de la Torre, Chabela, (2008), Estimating financial distress likelihood, “ *Journal of Business Research*, Elsevier, vol. 61(9), p. 995-1003.
- Phillips, J., Pincus, M. e Rego, S. (2003), “Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense”, *The Accounting Review*, vol. 78, pp. 491-521.
- Ronen, J. e Yaari, V. (2008), “Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research”. *Springer Series in Accounting Scholarship*.
- Rosner, R. L. (2003), “Earnings Manipulation in Failing Firms”. *Contemporary Accounting Research*.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp. 335-370.
- Sharma, D. e P. Stevenson (1997), “The Impact of Impending Corporate Failure on the Incidence and Magnitude of Discretionary Accounting Policy Changes” – *British Accounting Review*, 29, pp. 129-153.
- Sequeira, Joana Sofia (2014), *Qualidade da informação em Pequenas e Médias Empresas num contexto de crise financeira: estudo para o caso português*.

Referências bibliográficas

- Silva, A. (2009), “O Impacto da Auditoria na Gestão dos Resultados: o caso das PME”, Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Universidade de Aveiro.
- Sweeney, A. (1994), "Debt covenant violations and managers' responses", *Journal of Accounting and Economics*, pp. 281-308.
- Teoh, S., Welch, I. e Wong, T. (1998), "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings", *Journal of Financial Economics*, (50), pp. 63-99.
- Viana, L. (2013), “Modelos de Detecção de Manipulação de Resultados”, pp.1-23.
- Viana, P. e Rodrigues, L. (2016), The determinants of Investment in Working Capital: The moderator effect of the probability of financial distress, 9th Finance Conference of the Portuguese Finance Network, Covilhã.
- Ward, T. J., Foster, B. P., (1997), Using Cash Flow Trends to Identify Risks of Bankruptcy. *The CPA Journal* , 60-61.
- Watts, Ross L.; Zimmerman, Jerold L. (1978), Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*. v. 52, n. 1, Jan.
- Wruck, K. (1990), “Financial distress, reorganization, and organizational efficiency”, *Journal of Financial Economics*.
- Zang, A. Y. (2007), “Evidence on the Trade-off Between Real Manipulation and Accrual Manipulation”.