

HERMANN LENINE MOREIRA TAVARES

**O ENDIVIDAMENTO E A QUALIDADE DA
INFORMAÇÃO FINANCEIRA**

**Orientador: Professora Doutora Lina Capricho
Co-Orientador: Professor João Borralho**

**Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias
Escolas de Ciências Económicas e das Organizações**

Lisboa

2016

HERMANN LENINE MOREIRA TAVARES

O ENDIVIDAMENTO E A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO FINANCEIRA

Dissertação defendida em provas públicas na Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias no dia 27 de Maio de 2016, perante o júri, nomeado pelo Despacho de Nomeação n.º: 241/2006, de 6 de Maio de 2016, com a seguinte composição:

Presidente: Prof.^a Doutora Inna Choban de Sousa Paiva

Arguente: Prof. Doutor Eduardo Manuel Machado de Moraes Sarmento Ferreira

Orientadora: Prof.^a Doutora Lina Isabel de Figueiredo Capricho

Universidade Lusófona de Humanidades e Tecnologias
Escolas de Ciências Económicas e das Organizações

Lisboa

2016

Conformar-se é submeter-se e vencer é conformar-se, ser vencido. Por isso toda a vitória é uma grosseria. Os vencedores perdem sempre todas as qualidades de desalento com o presente que os levaram à luta que lhes deu a vitória. Ficam satisfeitos, e satisfeito só pode estar aquele que se conforma, que não tem a mentalidade do vencedor. Vence só quem nunca consegue.

(Fernando Pessoa)

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus pais, António e Mira que incutiram em mim todos os princípios e valores que me tornaram no homem que sou hoje. Também dedico este trabalho aos meus irmãos, Ismael, Cinira e Cilínio por serem os melhores irmãos que eu poderia desejar e neles confio toda a minha vida sem hesitar.

Agradecimentos

Em primeiro lugar quero agradecer aos meus pais que compartilharam deste sonho, alimentaram e incentivaram-me a prosseguir esta jornada. Eles que mesmo estando longe mantiveram a confiança e estiveram sempre do meu lado. Aqui estou para agradecer e dizer que sou e serei eternamente grato por tudo que me dedicaram e continuam a dedicar.

É com enorme emoção que também agradeço à minha tia Celene e à sua família por tudo o que fizeram por mim, sem vocês não chegaria aqui.

Agradeço aos meus orientadores, Professora Doutora Lina Capricho e Professor Mestre João Borralho, por terem aceitado trilhar esta caminhada comigo, sendo eles as luzes que iluminaram este meu caminho nos momentos escuros.

Aproveito para agradecer a todos funcionários do Grupo Caetano Coatings pela experiência que me proporcionaram, que me permitiu obter as competências que contribuíram para elaborar este trabalho, e que servirão em muito pela minha afirmação enquanto profissional.

Também com especial sentimento, quero agradecer ao Diretor Financeiro da Caetano Coatings Doutor Rui Moreira por todos os ensinamentos, bem como o apoio incondicional que sempre me disponibilizou, muito obrigado.

Por último e não menos importante, quero agradecer a todos os meus amigos pelas palavras e mensagens encorajadoras que me dirigiram, o que me fortaleceu durante esta caminhada.

Obrigado a todos

Resumo

Uma das principais preocupações que se tem com a informação financeira é a qualidade que esta reflete no que respeita à realidade económica e financeira das empresas. Esta dissertação tem por objetivo analisar a influência do endividamento na qualidade da informação financeira.

Os pressupostos levantados, por meio da literatura existente, são de que, à medida que aumenta o endividamento aumentam os incentivos aos administradores para que estes influenciem a qualidade da informação financeira. Sendo que tal influência pode ser positiva, com o objetivo de transmitir informação financeira que reflita melhor a realidade económica e financeira e as perspetivas futuras da empresa, reduzindo assim a assimetria de informação para com os *shareholders* e *stakeholders*, ou negativa, com o intuito de evitar violar os contratos de dívida, bem como induzir os *shareholders* e *stakeholders* a assumir uma postura mais favorável sobre a realidade económica e financeira das empresas.

No estudo empírico, recorrendo a uma amostra de 40 empresas ibéricas do setor de construção, durante o período de 2010 a 2013, foram utilizados os *accruals* discricionários provenientes do modelo de Francis et al. (2005) como *proxy* inversa da qualidade da informação financeira, tendo-se obtido como evidência estatística significativa que o aumento do endividamento influencia o aumento da qualidade da informação financeira.

Palavras-chave: Qualidade da informação financeira, endividamento, *accruals*, manipulação de resultados.

Abstract

One of the main concerns with financial information is the quality that they reflect as regards the economic reality and financial companies. This dissertation aims to analyze the influence of debt on the quality of financial information.

The assumptions raised by existing literature, are that, the increasing indebtedness increases incentives to managers for influencing the quality of financial information. Being that such influence can be positive, with the purpose of transmitting financial information that reflects better economic and financial reality and future prospects of the company thus reducing information asymmetry towards the *shareholders* and *stakeholders*, or negative in order to avoid violating debt contracts, as well as induce the *shareholders* and *stakeholders* to take a more positive stance on the economic and financial situation of companies.

In the empirical study, using a sample of 40 Iberian companies in the construction sector, during the period from 2010 to 2013, were used the discretionary accruals from the model of Francis et al. (2005) as reverse *proxy* for the quality of financial information, having obtained as statistically significant evidence that the debt increase influence the increase of the financial information quality.

Keywords: Quality of financial information, debt, accruals, earnings management.

Listas de abreviaturas

AD – *Accruals* Discricionários

AND – *Accruals* não Discricionários

AQ – *Proxy* qualidade de *Accruals*

BES – Banco Espírito Santo

BPN – Banco Português de Negócios

CFO – *Cash Flow* Operacional

CNMV - *Comissão Nacional Del Mercado de Valores de Espanha*

EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*

EUA – Estados Unidos de América

IAS – *International Accounting Standards*

MQO/OLS – Mínimos Quadrados ordinários

PAT – *positive Accounting Theory*

ROA – Retorno sobre o Ativo/ *Retur On Assets*

TACC – *Accruals* Totais

Índice

Dedicatória	4
Agradecimentos	5
Resumo.....	6
Abstract	7
Listas de abreviaturas.....	8
Índice de Tabelas e de Gráficos.....	10
Introdução.....	11
1 Revisão Literária	14
1.1 A qualidade da “Informação Financeira”	14
1.2 O conceito de “Manipulação de Resultados”	15
1.3 Evidência empírica da influência do endividamento na qualidade da informação	16
2 Medição da qualidade da informação financeira	25
2.1 Análises dos modelos segundo os autores estudados.....	27
3 Estudo Empírico.....	36
3.1 Contextualização do setor.....	36
3.2 Objetivos da Investigação.....	37
3.3 Fundamentação das hipóteses.....	37
3.4 Metodologia	38
3.5 Recolha de dados.....	40
3.6 Desenho da investigação	41
4 Apresentação e análise de resultados	49
4.1 Estimação da <i>proxy</i> da qualidade da informação financeira	49
4.2 Estatística descritiva e correlações entre variáveis	51
4.3 O endividamento e a qualidade da informação financeira	53
Conclusões.....	63

Limitações da Investigação	65
Propostas para investigações futuras	65
Anexo	75

Índice de Tabelas e de Gráficos

Tabela 1 - Resumo dos modelos de <i>accruals</i>	35
Tabela 2 - Resultados da estimação do Modelo de Francis et al. (2005).....	49
Tabela 3 - Estatística descritiva da base de dados	51
Tabela 4 - Correlação de Pearson em percentagem (%).....	52
Tabela 5 - Endividamento e Qualidade da Informação Financeira	54
Tabela 6 - Endividamento e Qualidade da Informação Financeira	58

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Qualidade da informação financeira e o nível do endividamento	56
---	----

Introdução

No atual contexto de incerteza e turbilhão de acontecimentos com que as organizações se deparam, a informação financeira de qualidade constitui um ativo dinâmico e de enorme valor. A informação financeira consiste num elemento básico e perentório do qual dependem os mais variados processos de tomada de decisão: quem dispõe de informação financeira de qualidade fidedigna, no momento certo, alcança vantagens competitivas, explora novas oportunidades e mitiga a sua vulnerabilidade às ameaças no seu setor de atuação.

Segundo Nardi e Nakao (2009), uma informação financeira de qualidade tem a capacidade de permitir aos seus utilizadores, conhecerem a realidade económica e financeira da empresa e disporem de bases sólidas para predições e decisões quanto à alocação de recursos. Posto isto, é necessário que a informação financeira seja fidedigna, dado que as consequências da tomada de decisão, quanto à alocação de recursos, sobre informação financeira de pouca qualidade ou falsa, podem ser desastrosas.

A história tem apresentado vários exemplos concretos de escândalos contabilísticos-financeiros, com consequências catastróficas para a economia, demonstrando que nem sempre a informação financeira reporta a verdadeira realidade económica e financeira das empresas. A título de exemplo citam-se os casos de Barings, Enron, Worldcom, Parmalat, Lehman Brothers, Toshiba e outros. Em Portugal têm-se os casos recentes do BES e BPN. Tais acontecimentos põem a nu o problema da qualidade da informação financeira que os *shareholders* e *stakeholders* dispõem para a tomada de decisão.

A influência do endividamento na qualidade da informação financeira tem sido alvo de várias pesquisas, contudo a evidência obtida pelos mesmos não é consensual. Sendo que por um lado, alguns estudos mostram haver uma relação positiva entre o endividamento e a qualidade da informação financeira, enquanto outros evidenciam uma relação negativa.

Neste âmbito, o presente estudo visa explorar se existe associação entre o nível do endividamento e a qualidade da informação financeira, tendo como base o modelo teórico da

teoria da Agência¹ desenvolvida por Jensen e Meckling (1976) que refere existir um conflito de interesses entre os credores, como principal, e a administração das empresas, como agente, o que pode conduzir à manipulação da informação financeira e à consequente alteração dos resultados das empresas.

Com base na revisão bibliográfica e nos ensinamentos dos autores estudados pretende-se, efetuar um estudo exploratório e constituir uma amostra representativa das empresas ibéricas, portuguesas e espanholas, que atuam no setor da construção civil, com o propósito de demonstrar se existe associação entre as variáveis, endividamento e qualidade da informação financeira, nas empresas da amostra, e verificar qual é a natureza dessa associação (se positiva ou negativa).

Na metodologia utilizada para efetuar o tratamento estatístico da amostra foi utilizada uma técnica que se baseia na qualidade de *accruals*, indicador que permite verificar se existem indícios de práticas de manipulação de resultados que alterem a qualidade da informação financeira. Este modelo, aplicado no estudo empírico, foi desenvolvido por Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2005) e permite quantificar os *accruals* discricionários que se utiliza como medida indireta *proxy*² da qualidade da informação financeira.

A situação de instabilidade da economia atual constitui uma das principais motivações para a realização deste estudo. A crise sub-prime (com início em 2008), desestabilizou todo o sistema financeiro e mergulhou a economia em recessão, criando assim um clima de incerteza quanto à evolução dos mercados (Paulo S. , 2011). Quem partilha desta incerteza são os investidores, pois segundo o Nobel Robert Shiller “os investidores simplesmente não sabem o que virá a seguir” (Rodrigues, 2015).

Neste contexto, o tema deste estudo mostra ser muito relevante pela capacidade que a informação financeira possui para influenciar a redução de tal incerteza, bem como a retoma

¹ A teoria de agência, cujo artigo prolífico se deve aos autores Jensen e Meckling(1976), refere que, perante a situação em que a gestão das empresas não é exercida diretamente pelos detentores de capital (principal) mas sim pelos gestores (agentes), existem conflitos de interesses no sentido em que os agentes deixarão de atuar no atual interesse dos principais e procurarão satisfazer os seus próprios interesses.

² *Proxy* consiste numa medição indireta da variável que o investigador pretende estudar, para o qual é complicado medir ou observar.

da economia. Autores como Li e Shroff (2010) defendem que informação financeira de maior qualidade contribui para uma alocação eficiente de recursos e garante o financiamento em condições sustentáveis para as empresas, o que impulsiona o crescimento económico. Embora esta temática esteja a ser estudada, são poucos os estudos que incidem sobre o mercado ibérico, o que constitui mais um fator motivacional para a realização do mesmo. Também é de destacar que são ainda em menor quantidade os estudos que foram aplicados a bases amostrais com empresas num contexto de crise económica, o que acaba por ser uma motivação extra, com o intuito de entender o comportamento das empresas endividadas quanto à apresentação da informação financeira num contexto económico crítico.

Esta dissertação, encontra-se estruturada em quatro capítulos, dois capítulos que respeitam ao estudo teórico e dois capítulos que desenvolvem o estudo empírico e os seus resultados, sem contar com a presente introdução e com a conclusão. Primeiro apresenta-se uma breve introdução, onde se efetua a apresentação da investigação e a questão a investigar. O primeiro capítulo do estudo teórico contém a revisão literária referente à associação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira. No segundo capítulo do estudo teórico serão apresentados os principais modelos de deteção da manipulação de resultados. O presente estudo empírico inicia-se no terceiro capítulo, que caracteriza o setor e a amostra, define os objetivos, formula as hipóteses de investigação e refere a metodologia adotada para o realizar. O quarto capítulo faz a apresentação e análise dos resultados obtidos com o estudo empírico, confrontando-os com os ensinamentos do estudo teórico e com os objetivos e as hipóteses desta investigação. Por último será efetuada a conclusão geral do estudo, bem como a apresentação das limitações e as propostas para futuras investigações.

1 Revisão Literária

1.1 A qualidade da “Informação Financeira”

De acordo com o parágrafo 9 da IAS 1 (2015), “o objetivo das demonstrações financeiras é fornecer informações sobre a posição financeira, o desempenho financeiro e os fluxos de caixa de uma entidade que seja útil a uma vasta gama de utentes na tomada de decisão económicas”. A informação financeira produzida pelas empresas tem a capacidade de influenciar os utilizadores na tomada de decisão, afetando assim a alocação de recursos, o funcionamento dos mercados e consequentemente a eficiência da economia. O que torna necessário que a informação financeira divulgada pelas empresas represente fielmente e de forma verdadeira e apropriada a situação e *performance* da entidade, isto é, a informação deve ser completa, neutra e livre de erro.

Contudo, a informação financeira pode ser manipulada, dado a flexibilidade das normas contabilísticas, ao permitir diversas opções para refletir um determinado evento ou basear-se em estimativas tendo em conta o juízo dos administradores, suscetível de conter um certo grau de subjetividade e incerteza, possibilitando assim a manipulação de resultados ou ‘*earnings management*’³ (Gonçalves, 2014). O que assim, permite aos administradores manipular resultados, escolhendo os procedimentos contabilísticos alternativos não com o objetivo de apresentar a situação e a *performance* financeira da empresa, mas sim distorcer a informação financeira com a intenção de transmitir a imagem desejada, afetando assim o interesse dos utilizadores que tomam decisões com base em tais informações.

³ Ao longo deste trabalho os termos *earnings management* e manipulação de resultados são utilizados indistintamente, não obstante alguns autores tenham traduzido o termo anglo-saxónico como gestão de resultados, por considerarem que ao realizar estas práticas não existe necessariamente intenção de “enganar” por parte da administração da entidade.

1.2 O conceito de “Manipulação de Resultados”

Martinez (2013, p. 5) define manipulação de resultados como: “o uso da discricionariedade gerencial na realização de escolhas contabilísticas (reconhecimento e mensuração), na tomada de decisões operacionais e na seleção dos critérios de apresentação da demonstração de resultado (disclosure). Todas dentro dos limites das normas contabilísticas, visando influenciarem as percepções sobre factos económicos subjacentes, que são refletidos nas medidas do resultado contabilístico.”

Walker (2013, p. 446) define manipulação de resultados como “o uso da descrição pela gestão na elaboração de escolhas contabilísticas (dentro dos princípios geralmente aceitos da contabilidade), de decisões económicas reais de modo a influenciar a forma subjacente como são refletidos os eventos económicos em uma ou mais medidas de ganhos”.

Schipper (1989), Healy e Wahlen (1999), entre outros autores, definem ‘*earnings management*’ como o uso do julgamento por parte dos administradores na elaboração dos relatórios financeiros e na estruturação de operações para alterar os relatórios financeiros, com a intenção de alterar a percepção de alguns ‘*stakeholders*’ sobre a *performance* ou atingir determinados objetivos de natureza contratual que dependem de indicadores contabilísticos.

Estas definições de manipulação de resultados, salientam a ideia de que os administradores atuam de forma a influenciar a percepção dos ‘*stakeholders*’ sobre a *performance* da empresa, de forma a influenciar as suas decisões. Importa destacar que existem duas perspetivas acerca das práticas de manipulação de resultados: uma eficiente e outra oportunista. Por um lado, quando a administração usa discricionariedade para fornecer informações para o mercado sobre as suas expectativas em relação ao futuro da empresa, tal discricionariedade é vista como algo positivo (manipulação eficiente), visto que transmite informação credível não conhecida pelos *shareholders* (Cahan, Liu, & Sun, 2008). Por outro lado, se os incentivos da administração para desenvolver essas práticas visam alcançar metas individuais, em detrimento de outras partes relacionadas para com a empresa, tais como acionistas e credores, este critério é percebido negativamente (manipulação oportunista) (Mendes, Rodrigues, & Esteban, 2012). Contudo, a manipulação oportunista não pode ser confundida com a fraude, pois é desenvolvida dentro da permissividade dos princípios contabilísticos.

No âmbito desta análise, as definições de manipulação de resultados apresentadas, evidenciam de forma implícita alguns dos fatores que facultam a ocorrência da manipulação de resultados, onde se destaca a capacidade discricionária que as normas contabilísticas concedem aos administradores na aplicação de certos princípios contabilísticos, a possibilidade dos administradores recorrerem a diversas opções para refletir um determinado evento, a necessidade dos administradores recorrerem a estimativas para apresentar certos eventos e a liberdade para a determinação do momento de reconhecimento de certas transações.

No entanto, a flexibilidade das normas não deve ser considerada como algo negativo, porque o principal objetivo da mesma é permitir aos administradores a apresentação de uma imagem verdadeira e apropriada da informação financeira, mediante a sua aplicação aos casos concretos das empresas.

1.3 Evidência empírica da influência do endividamento na qualidade da informação

A literatura tem apresentado inúmeros fatores que levam os administradores a manipular resultados de modo a influenciar a tomada de decisão dos *shareholders* e *stakeholders*. O presente estudo foca-se no endividamento como um fator suscetível de influenciar os interesses dos administradores na apresentação da informação financeira aos *stakeholders*.

A influência do endividamento na qualidade da informação pode ser explicada com base na *Positive Accounting Theory* (PAT) desenvolvida por Watts e Zimmerman (1978), que introduziram os conceitos de custos contratuais e custos políticos, como determinantes das escolhas contabilísticas das empresas, num contexto de assimetria de informação⁴. Da relação entre os administradores e os credores figura uma das faces do problema de agência, sendo que os administradores por beneficiarem da assimetria de informação podem tomar decisões que não vão ao encontro dos interesses dos credores. Para atenuar tal situação, os credores

⁴ Assimetria de informação ocorre quando uma das partes numa determinada transação detém informação relevante que a outra parte não possui, criando espaços para comportamentos oportunistas.

recorrem a acordos contratuais (conhecidos como contratos de endividamento) com o intuito de mitigar os custos de agência, isto é, mitigar o risco potencial dos administradores em transferir a riqueza através da diluição de reivindicações dos credores sobre a empresa, nomeadamente, do pagamento excessivos de dividendos, endividamento excessivo (Taylor, 2013).

De acordo com Franz, Hassobelnaby e Lobo (2014) um dos objetivos dos contratos de endividamento é fornecer aos credores um aviso prévio de dificuldade financeira da empresa. Shivakumar (2013, p. 369) define contratos de endividamento como “restrições impostas às atividades de uma empresa devedora ou requisitos para a empresa devedora cumprir determinadas ações”. Segundo Taylor (2013), os contratos baseiam-se nos valores contabilísticos para definir as cláusulas dos contratos de endividamento e os relatórios financeiros formam a base para a monitorização periódica do cumprimento dos contratos de endividamento. Li (2010), com uma amostra de 3.717 contratos de endividamento para 1.938 mutuários, concluiu que o rácio da dívida e o EBITDA foi utilizado em 58% dos casos.

A violação das cláusulas dos contratos de endividamento é geralmente associada como mais custos para os mutuários dependendo das ações tomadas pelos credores (Taylor, 2013). Os contratos do endividamento dão aos credores a opção de exigir o reembolso imediato dos empréstimos em caso de violação das cláusulas dos contratos de endividamento por parte dos mutuários, mas os credores podem renegociar com os mutuários após a violação, levando ao aumento do custo de financiamento, acrescentando outras cláusulas ou apertando as já existentes, ou aumentando a frequência de monitorização e intensidade (Sufi, 2009; Roberts e Sufi 2009a, 2009b).

Neste sentido, os administradores das empresas com altos níveis de endividamento têm de efetuar um *trade-off* entre os benefícios de apresentar informações financeiras de qualidade e os custos de violar as cláusulas dos contratos de endividamento. Neste âmbito, os resultados empíricos quanto à influência do endividamento na qualidade da informação financeira são controversos. Sendo que uma corrente de autores defendem que quanto mais endividada estiver uma empresa maior será o índice de manipulação de resultados, o que diminui a qualidade de informação financeira reportada, isto porque, as empresas manipulam resultados para apresentar uma melhor *performance* financeira de modo a beneficiar da

negociação e renegociação do financiamento para evitar violar cláusulas contratuais de endividamento e para minimizar o risco percebido pelos credores (Valipour & Moradbeygi, 2011; Ghosh & Moon, 2010; Matinfard & Ojagui, 2013; Franz, Hassabelnaby, & Lobo, 2014; Lopes, Cerqueira, & Brandão, 2010; Zhaoguo & Xiaoxia, 2009).

Por outro lado, outros autores (Jha, 2013; Biddle, Hilary, & Verdi, 2009; Rodríguez-Pérez & Hemmen, 2010; Linck, Netter, & Shu, 2013; Alsharairi & Salama, 2011; Karami & Akhgar, 2014) defendem a existência de uma relação negativa entre o endividamento e a manipulação de resultados, o que indica melhor qualidade da informação financeira reportada, isto porque, segundo estes autores as empresas que apresentam um elevado nível de endividamento são sujeitas a um elevado escrutínio de controlo por parte dos credores e reguladores o que dificulta a manipulação de resultados.

1.3.1 Influência positiva do endividamento na qualidade da informação financeira

A informação financeira surge como um fator importante na mitigação dos conflitos de agência, principalmente entre os mutuários e os credores. Uma informação financeira de qualidade permite aos credores prever melhor os fluxos de caixa futuros que serão utilizados para reembolso dos créditos concedidos e o risco dos mutuários em não cumprir com as suas obrigações (Carmo, 2013). Deste modo, a literatura tem defendido que empresas com altos níveis de endividamento são incentivadas a fornecer informações financeiras de melhor qualidade.

São vários os estudos que defendem que o endividamento exerce uma influência positiva sobre a qualidade de informação financeira, começando com Rodríguez-Péres e Hemmem (2010) que analisaram a relação entre o endividamento e a manipulação de resultados num estudo em que seleccionaram as empresas espanholas não financeiras cotadas na bolsa. Os autores utilizaram vários modelos para determinar os *accruals* discricionários na medição da manipulação de resultados, tendo concluído que o endividamento influencia negativamente a manipulação de resultados, o que significa que as empresas mais endividadas apresentam informação financeira de melhor qualidade. Rodríguez-Péres e Hemmem (2010)

justificam que tal resultado deve-se ao facto de que as empresas com alto nível de endividamento estejam sujeitas a um elevado escrutínio por parte dos credores, inibindo assim tais empresas de manipular os resultados contabilísticos.

Karami e Akhgar (2014) investigaram o efeito da dimensão e da alavancagem financeira na qualidade da informação financeira reportada por 120 empresas cotadas na Tehran Stock Exchange, durante o período de 2003 a 2012. Utilizando o modelo de Kasznick (1999) para analisar a qualidade dos *accruals* como sinónimo de qualidade de informação financeira, chegaram à conclusão que a dimensão exerce uma influência negativa e significativa sobre a qualidade da informação financeira, mas que a alavancagem financeira exerce uma influência positiva significativa na qualidade da informação financeira reportada, isto é, quanto maior for o endividamento melhor será a qualidade da informação reportada. Segundo estes autores, o aumento do endividamento indica o uso do capital alheio para o crescimento da empresa a longo prazo, o que sinaliza rendimentos futuros. Posto isto, à medida que as empresas aumentam o endividamento, fazem uso das demonstrações para transmitir informações sobre os futuros *cash flows*, o que consiste em informação financeira de maior qualidade.

Biddle et al. (2009) com o estudo “*How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?*”, utilizaram o modelo de Dechow e Dichev (2002) e o modelo de Wysocki (2008) para medir a qualidade dos *accruals* como indicador de qualidade da informação financeira. Eles concluíram que existe uma relação negativa entre a qualidade da informação financeira reportada e o investimento para as empresas com abundância de *cash-flow* e não alavancados, mas por outro lado encontraram uma relação positiva entre a qualidade da informação financeira reportada e o investimento por parte das empresas com limitações de *cash-flow* e altamente alavancadas. Estes autores justificam que tal resultado deve-se ao facto das empresas em dificuldades financeiras transmitirem informações financeiras de qualidade com o objetivo de reduzir a assimetria de informação para com os credores e assim garantir mais financiamento e em melhores condições e consequentemente a eficiência dos seus investimentos.

Os autores Link, Netter e Shu (2013), com o estudo “*Can Managers Use Discretionary Accruals to ease financial constraints? Evidence from Discretionary Accruals*

Prior to Investment” analisaram se as empresas utilizavam os *accruals* discricionários para melhorar a imagem da empresa nos períodos antecedentes ao investimento com o intuito de facilitar assim a obtenção do financiamento. Para o estudo utilizaram como amostras empresas inseridas nas bases de dados Compustat e CRSP durante os períodos de 1987 a 2009, seguindo a metodologia dos *accruals* calculados pelo modelo desenvolvido por Kothari, Leone e Wasley (2005).

Link et al. (2013) concluíram que empresas com dificuldades financeira mas com boa oportunidade de investimento, apresentam um elevado nível de *accruals* discricionários nos períodos antecedentes ao investimento. No entanto, estes autores defendem que o elevado nível de *accruals* discricionários não é sinónimo de manipulação de resultados, como outros autores defendem, mas sim, que as empresas em dificuldades financeiras utilizam os *accruals* discricionários para transmitir mais informações e reduzir assim a assimetria de informação, sinalizando perspectivas positivas para obter financiamento em melhores condições. Isto quer dizer que as empresas com dificuldades financeiras utilizam os *accruals* discricionários para transmitir informação financeira de melhor qualidade.

Jha (2013), com o estudo “*Earnings Managment Around Debt-Convenat Violations*”, analisou se as empresas que estão altamente endividadas e prestes a incumprir os contratos de endividamento, manipulam resultados de modo evitar a violação dos contratos de endividamento. Utilizando uma larga amostra de empresas (193.803) prestes a violar os contratos de endividamento e usando os modelos de Jones (1991) e Kothari et al. (2005) para determinar os *accruals* discricionários, como medida de manipulação de resultados. Jha (2013) concluiu que as empresas altamente endividadas e que estão numa situação em que o incumprimento dos contratos de endividamento é inevitável, não manipulam resultados no sentido de melhorar a imagem financeira, mas manipulam sim os resultados, no sentido de apresentar a imagem verdadeira da empresa. Segundo este autor este resultado deve-se ao facto de as empresas que estão altamente endividadas estarem sobre forte monitorização por parte dos credores, o que retrai a manipulação de resultados. Sabendo que a violação dos contratos é inevitável, os administradores optam por apresentar a verdadeira imagem da empresa com o objetivo de facilitar a renegociação após o incumprimento. Jha (2013) ainda afirma que as empresas com altos níveis de endividamento, que violam os contratos de endividamento têm mais a perder se o credor verificar que as demonstrações financeiras são

de má qualidade, o que terá implicações nas condições de financiamento e na renegociação após a violação dos contratos de endividamento. Deste modo, as empresas altamente endividadas apresentarão informação financeira de melhor qualidade por causa do escrutínio dos credores e vantagens na renegociação dos termos dos contratos de endividamento.

Com o estudo “*Does High Impact Earnings Management? Evidence from Non-cash Mergers and Acquisitions*”, os autores Alsharairi e Salama (2011) analisaram se o endividamento influencia a manipulação de resultados através dos *accruals* discricionários, por parte das empresas adquirentes num processo de fusão ou aquisição. Utilizando como amostras as empresas adquirentes, que efetuaram aquisição/fusão nos EUA durante o período de 1999 a 2008 e utilizando o modelo de Kothari et al. (2005) para determinar os *accruals* discricionários, concluíram existir uma relação inversa entre a manipulação de resultados e o endividamento. Tal significa, que o endividamento influencia negativamente a manipulação de resultados, permitindo a apresentação de informação financeira de melhor qualidade por parte das empresas adquirentes. Eles justificam este resultado, considerando o acompanhamento a que as empresas endividadas estão sujeitas.

1.3.2 Influência negativa do endividamento na qualidade da informação financeira

Depois de se ter investigado alguns estudos que defendem que o endividamento influencia positivamente a qualidade da informação financeira, cabe agora analisar os estudos que defendem o contrário, ou seja que o endividamento influencia negativamente a respetiva informação, na perspetiva de que são maiores as motivações dos administradores para a manipulação dos resultados. De acordo com a literatura, os administradores das empresas com altos níveis de endividamento e tendo em conta os contratos de endividamento têm incentivos para manipular resultados de modo a alterar a perceção do risco dos credores, de modo a beneficiar de melhores condições de financiamento e evitar a violação de contratos de endividamentos. Nardi e Nakao (2009, p. 83) consideram a manipulação com vista a atender a estes objetivos, como “manipulação de resultados pós-contrato”, ou seja, a manipulação de resultados para atender a restrições contratuais impostas hoje para facilitar a obtenção de recursos amanhã a custos mais reduzidos.

Nesta linha, Franz et al. (2014) com o estudo “*Impact Of Proximity to Debt Covenant Violation on Earnings Managment*” definiram como objetivo analisar se as empresas que estão mais próximos de violar os contratos de endividamento ou em falência técnica, têm maiores incentivos para manipular resultados em detrimento das que estão mais longe da violação. Utilizaram como amostra de 3.082 contratos de endividamento pertencentes a 1.009 empresas e usaram vários modelos (Dechow et al. 1995; Kothari et al. 2005; Dechow e Dichev 2002) para determinar os *accruals* discricionários, que definiram como sinónimo de índice de manipulação de resultados. Com este estudo, concluíram que as empresas que estão próximas de violar os contratos de endividamento e em falência técnica apresentam maiores níveis de manipulação de resultados, sendo que recorrem tanto a manipulação de resultados através de *accruals* como através de atividades para evitar o incumprimento dos contratos de endividamento, em comparação com as empresas que estão mais longe do incumprimento. Estes autores justificam que tal resultado é devido às consequências que advêm da violação dos contratos de endividamento, pois sendo que a violação destes contratos informa os credores sobre a dificuldade financeira e o risco da empresa em não cumprir com as suas obrigações. Existindo cláusulas que permitem aos credores impor medidas dispendiosas para a empresa faz com que os administradores manipulem resultados, de modo a evitar os tais custos que a violação dos contratos de endividamento acarreta, o que implica o reporte de informação financeira de menor qualidade.

O estudo “*Impact of IFRS Adoption on Accounting Quality in European Firms*”, elaborado por Lopes et al. (2010) evidência uma influência negativa do endividamento sobre a qualidade da informação financeira. Para medir a qualidade da informação financeira utilizaram os *accruals* discricionários numa amostra de 1.284 empresas europeias, determinados através do modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995). Foram utilizadas variáveis como o endividamento, dimensão e tipo de auditor que audita a empresa e concluíram que as empresas com maiores níveis de endividamento tendem a usar mais *accruals* discricionários, o que significa que empresas mais endividadas apresentam menor qualidade de informação.

Matinfard e Ojagui (2013) analisaram a relação entre a manipulação de resultados e a alavancagem financeira. Para o estudo utilizaram como amostra as empresas cotadas no Tehran Stock Exchange entre o período de 2006 a 2011 e usaram o modelo de Jones (1991)

para calcular os *accruals* discricionários, que utilizaram como medida de manipulação de resultados. Como resultado encontraram uma relação positiva e significativa entre a alavancagem financeira e os *accruals* discricionários, o que demonstra que quanto maior o endividamento menor a qualidade da informação financeira reportada.

Com o estudo “*Corporate Debt Financing and Earnings Quality*” os autores Ghosh e Moon (2010) definiram como objetivo estudar a relação entre o endividamento e a qualidade dos resultados, tendo por base a literatura que defende que os credores privados são mais efetivos na monitorização dos mutuários do que os credores públicos e que os credores privados impõem cláusulas mais restritivas aos mutuários (Bharath, Sunder, & Sunder, 2008). A amostra incidiu sobre empresas americanas onde o financiamento é suportado por credores privados (Ex: Bancos), permitindo assim ter melhores resultados tendo em conta o controlo dos credores e o risco de incumprir contratos de endividamento. Utilizando o modelo de Francis et al. (2005) para determinar os *accruals*, concluíram que o endividamento influencia a qualidade dos resultados em duas perspetivas:

1. Para baixos níveis de endividamento existe uma influência positiva do endividamento na qualidade de resultados, o que é atribuído ao facto de que para baixos níveis de endividamento não existe o risco de violar contratos de endividamento, sendo que o único incentivo será reportar resultados de maior qualidade, de modo a que os credores possam prever melhor os fluxos de caixa futuros, e identificar qual é o risco do crédito concedido ser reembolsado, o que contribuirá para diminuir os custos dos empréstimos;

2. Para altos níveis de endividamento as empresas manipulam os resultados para evitar o incumprimento dos contratos de endividamento. Segundo estes autores, a influência negativa do alto nível de endividamento, advém da consequência do custo associado ao incumprimento dos contratos de endividamento, pois sendo o custo do incumprimento destes contratos superior aos benefícios de reportar informação financeira de qualidade, incentiva os administradores a manipularem resultados de modo a evitar suportar tais custos, implicando assim menor qualidade da informação financeira para altos níveis de endividamento.

Seguindo a linha anterior, Valipour e Moradbeygi (2011) examinaram a relação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira reportada por parte das empresas não

financeiras cotadas na Tehran Stock Exchange, durante o período de 2005 a 2009. Neste estudo utilizaram o modelo de Kothari et al. (2005) para estimar os *accruals*, que utilizaram como medida *proxy* da qualidade da informação financeira, e tendo em conta o resultado obtido pelo estudo de Ghosh e Moon (2010), quiseram observar se o endividamento exerce uma influência não monótona na qualidade da informação financeira reportada pelas empresas cotadas na Tehran Stock Exchange. Da análise efetuada obtiveram a evidência de que o endividamento exerce uma influência não monótona assim como foi defendida por Ghosh e Moon (2010), tendo como ponto de inflexão o nível de endividamento em 50%. Valipour e Moradbeygi (2010) justificam que para um baixo nível do endividamento, o incentivo para reduzir o custo de financiamento faz com que os administradores usem da sua descrição para transmitir informação de maior qualidade. Contudo, para altos níveis de endividamento os administradores usam agressivamente os *accruals* para alterar a percepção sobre a *performance* da empresa e assim reduzirem o risco de incumprimento do contrato do endividamento, bem como o custo de financiamento. Estes autores observaram ainda que, à medida que o nível de endividamento vai aumentando, aumenta o incentivo para manipular resultados, muito por culpa do aumento do risco de incumprimento do contrato de endividamento.

Zhaoguo e Xiaoxia (2009) analisaram a relação entre a estrutura de capital e a manipulação de resultados com referência ao mercado de capitais chinês. Utilizaram como amostras 1.052 empresas cotadas nos mercados de capitais de Shanguai e Shenzhen, e os *accruals* discricionários como *proxy* da manipulação de resultados, sendo o modelo utilizado o de Jones modificado (Dechow et al., 1995). Concluíram que existe uma correlação positiva entre a proporção do endividamento e a manipulação de resultados, isto é, quanto mais endividamento menor será a qualidade da informação financeira reportada.

2 Medição da qualidade da informação financeira

A informação financeira é de melhor qualidade, quando consegue refletir melhor a realidade económica e financeira das empresas. Perante tal necessidade, vários autores desenvolveram medidas para aferir sobre a qualidade da informação financeira reportada pelas empresas, sendo que, de entre as mais usadas na literatura, se destacam os *accruals* (Dechow et al., 2010; Dechow et al., 2012; Shivakumar, 2013; Vila, 2012; Pereira, 2015; Martins, 2007).

De acordo com Dechow et al. (2010) a qualidade da informação financeira depende de quanto a mesma é informativa sobre a *performance* da empresa. Segundo estes autores, a *performance* financeira de uma empresa traduz-se em duas componentes: O *cash flow* gerado durante o período e os *accruals*.

Segundo Mendes et al. (2012, p. 6) “*accruals* consiste na diferença entre o resultado económico e o *cash flow*, ou seja os *accruals* que representam o efeito acumulado derivado do regime de competência no modelo convencional de contabilidade”. Isto é, os *accruals* visam relacionar receitas, despesas, ganhos e perdas, aos períodos, de forma a refletir a *performance* efetiva da empresa, em vez de uma mera listagem dos seus pagamentos e recebimentos de *cash flow*. Perante estes autores pode-se especificar a seguinte expressão para os *accruals* referente a uma empresa *i* no período *t*:

$$Accruals_{it} = Resultado_{it} - Cash\ flow_{it}$$

Onde:

i – Índice referente à empresa;

t – Índice referente ao ano.

O uso de *accruals* como medida da qualidade da informação financeira, assenta na premissa de que o resultado é uma melhor medida de *performance* financeira do que os *cash flows* gerados pelas empresas, devido aos *accruals* (Mendes et al., 2012; Crabtree et al., 2014; Cardeira, 2012). Perante a literatura, os *accruals* têm a capacidade preditiva dos futuros *cash flows*, permitindo aos administradores através dos mesmos transmitir informação sobre as

perspetivas futuras da empresa aos investidores, credores e os restantes *stakeholders* (Crabtree et al., 2014; Garcia-teruel et al., 2014; Karami e Akhgar, 2014; Biddle et al., 2009; Dechow e Dichev, 2002; Francis et al., 2005; Gosh e Moon, 2010, etc.). Esta capacidade preditiva dos *accruals* é muito destacada na literatura, sendo que a perspetiva dos futuros *cash flows* permite avaliar a capacidade da empresa em gerar rendimentos para fazer face às suas obrigações para com os credores (Crabtree et al., 2014).

Alicerçando a ideia referida no parágrafo anterior, Dichev, Graham, Harvey e Rajgopal (2013) com o estudo “*Earnings Quality: Evidence from the field*”, efetuaram entrevistas e inquéritos a administradores financeiros, de modo a saber quais as características de resultados de qualidade e segundo estes, as respostas, em larga maioria, destacam que os resultados de qualidade devem ser consistentes e devem ser capazes de prever os futuros *cash flows*. Segundo estes autores o resultado do estudo é coerente com a perspetiva de valorização da empresa, onde os investidores e credores veem a empresa como uma entidade geradora de recursos. Os investidores, os credores e os restantes *stakeholders* estão criticamente interessados na capacidade da empresa em gerar *cash flow*, porque lhes permite efetuar uma análise da empresa a longo prazo e não uma simples análise dos acontecimentos passados.

No entanto, os utilizadores da informação financeira que tomam decisões sobre alocação de recursos, com base na mesma, estão sujeitos a apoiarem-se em informações que facilmente podem ser manipuladas, visto que os *accruals* são fruto de julgamentos, estimativas e alocações (fluxos de caixas a acontecer em períodos futuros). Com vista a inferir sobre a qualidade dos *accruals*, como sinónimo da qualidade da informação financeira, vários modelos têm sido desenvolvidos com vista a analisar a qualidade dos *accruals*, sendo que os modelos mais utilizados segundo Dechow et al. (2010) e Dechow et al. (2012) são: Jones (1991), Modelo de Jones Modificado (Dechow et al., 1995), *Performance Matched* (Kothari et al., 2005; Holthausen et al., 1995), Dechow e Dichev (2002), Mc Nichols (2002) e Discretionary estimation errors (Francis et al., 2005).

A literatura divide os *accruals* em *accruals* não discricionários e *accruals* discricionários, sendo que os *accruals* não discricionários visam captar os ajustamentos de modo a refletir a *performance* real da empresa e assim reduzir a assimetria de informação

entre a empresa e os usuários da informação financeira, enquanto os *accruals* discricionários visam capturar distorções provocadas pela aplicação errada dos princípios contabilísticos, incerteza do ambiente, ou manipulação de resultados, contribuindo para que a informação financeira seja de menor qualidade.

Os modelos acima citados têm como foco isolar os *accruals* discricionários que representam distorções, erros ou manipulações de resultados. Vários estudos têm analisado os modelos de modo a averiguar a sua capacidade em isolar os *accruals* discricionários. Segundo Dechow et al. (2010), estes modelos podem cometer *erros do tipo 1*, que consistem em classificar *accruals* como discricionários quando na verdade representam a verdadeira *performance* (isto é, um falso positivo), e *erros do tipo 2*, que consistem em classificar como *accruals* normais quando na verdade são *accruals* discricionários.

2.1 Análises dos modelos segundo os autores estudados

De modo a que se compreenda como cada modelo tenta isolar os *accruals* discricionários apresentamos uma síntese de cada modelo.

2.1.1 Modelo de Jones (1991)

Começando com o modelo de Jones (1991), este considera que os *accruals* são gerados em função do crescimento das vendas e do ativo fixo tangível bruto. A ideia do modelo de Jones é de que o volume de *accruals* correntes necessários dependem dos rendimentos das vendas e os *accruals* não correntes dependem do montante do ativo fixo tangível (depreciação/amortização). O modelo de Jones (1991) é apresentado pela seguinte equação:

$$TACC_{it} = a + \beta_1 \Delta VEN_{it} + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

$TACC_{it}$ – *Accruals* totais no ano t para a empresa i;

ΔVEN_{it} – Variação do volume de negócios do ano t relativamente ao ano t-1 para a empresa i;

- AFT_{it} – Ativos fixos tangíveis no ano t para a empresa i ;
 a – Constante da regressão linear;
 $\beta_1 - \beta_2$ – Coeficiente das variáveis;
 t – Índice referente ao ano t ;
 i – Índice que representa a empresa;
 ε_{it} – Resíduos (erro de estimação) da empresa i , no período t .

Uma vez que o modelo de Jones seja aplicado, executando uma regressão linear múltipla, o investigador utiliza os coeficientes estimados (β_1 e β_2) para calcular os *accruals* não discricionários (AND) e a partir da diferença em relação aos *accruals* totais resultará os *accruals* discricionários (AD). Isto é, o investigador vai utilizar os seguintes modelos:

$$AND_{it} = a + \beta_1 \Delta VEN_{it} + \beta_2 AFT_{it} \quad (2)$$

Legenda: Idem ao modelo de Jones (1991)

&

$$Accruals \text{ discricionários (AD)} = Accruals \text{ totais (TACC)} - Accruals \text{ não discricionários (AND)}$$

Jones (1991) interpreta a qualidade dos *accruals* e por conseguinte a qualidade da informação financeira, em função dos *accruals* discricionários, sendo que quanto maior forem estes menor é a qualidade da informação financeira. Contudo, o poder explicativo do modelo de Jones (1991) é considerado fraco, conseguindo explicar apenas 10% da variação dos *accruals* segundo Dechow et al. (2010). Os resíduos do modelo de Jones têm uma relação elevada para com o total de *accruals*, sendo uma relação na ordem de 80% e estão positivamente correlacionados com os resultados e negativamente correlacionados com os *cash flows* (Dechow et al. 2010). Segundo Dechow et al. (2010) estas características são sugestivos de que o modelo de Jones é suscetível de cometer o erro do *tipo I* com uma elevada taxa. Ainda Dechow et al. (1995) demonstra que os *accruals* discricionários do modelo de Jones (1991) são menos poderosos que o total de *accruals* na deteção da manipulação de resultados, o que indica que utilizando os *accruals* discricionários do modelo de Jones (1991) como *proxy* da manipulação de resultados está-se sujeito a cometer o erro do *tipo II*.

2.1.2 Modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995)

Dechow et al. (1995) modifica o modelo de Jones (1991) ajustando o crescimento de vendas à concessão de crédito numa tentativa de reduzir erros do *tipo II*. Segundo estes autores, as vendas a crédito são frequentemente manipuladas, permitindo assim aumentar o poder do modelo de Jones na produção dos resíduos, que não são correlacionados com o crescimento das vendas, contribuindo assim para que o modelo reflita melhor a manipulação de resultados, através de *accruals* discricionários. A modificação de Dechow et al. (1995) ao modelo de Jones (1991) é apresentada da seguinte maneira:

$$TACC_{it} = \alpha + \beta_1(\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde:

ΔREC_{it} - Variação das vendas a crédito no ano t para a empresa i;

Idem ao modelo de Jones (1991) para os restantes.

Dechow et al. (1995) baseia-se em Jones (1991) para analisar e inferir sobre a qualidade dos *accruals*, isto é, em função dos *accruals* discricionários. Contudo, Dechow et al. (2010) efetuou uma análise à modificação do modelo Jones (1991) feita por Dechow et al. (1995) e constatou que o modelo modificado de Jones continua a sofrer de erros do tipo I, talvez até mais que o modelo original de Jones.

2.1.3 *Performance matched* de Kothari et al. (2005)

Na procura para melhorar a capacidade desses modelos em isolar *accruals* discricionários Holthausen, Larcker e Sloan (1995) e Kothari et al. (2005) sugeriram formas para combater o problema da correlação entre a *performance* real e os resíduos do modelo de Jones (1991) e Jones Modificado (Dechow et al., 1995). Ambos os autores sugeriram o controlo do nível dos *accruals* condicionada ao ROA (*Retur On Assets*/Rendibilidade líquida

dos ativos). Kothari et al. (2005) identifica empresas da mesma indústria com o nível de ROA aproximado das empresas da amostra e determina os *accruals* discricionários da empresa de controlo em relação aos da amostra, sendo a diferença interpretada como a manipulação de resultados por parte da empresa de controlo.

$$DisAcc_{i,t} = Matched\ firm's\ DisAcc_t \quad (4)$$

Onde:

DisAcc_{i,t} - *Accruals* discricionários da empresa i no ano t;

Matched firm's DisAcc_t - *Accruals* discricionários da empresa de controlo;

No entanto, sabendo que os modelos de Jones (1991) e Jones Modificado (Dechow et al., 1995) apenas explicam entre 10 a 12% da variação dos *accruals*, faz com que este ajuste sugerido adicione ruídos na medição dos *accruals*. Pois segundo Dechow et al. (2010), o ajuste destes autores pode extrair elevados *accruals* discricionários quando se efetua a manipulação de resultados, diminuindo assim o poder do modelo.

2.1.4 Modelo de Dechow e Dichev (2002)

Numa perspetiva diferente, os autores Dechow e Dichev (2002) visualizam os *accruals* em função da harmonização dos fluxos de caixa, isto é, o modelo desenvolvido por estes autores determina os *accruals* em função dos fluxos de caixa passados, atuais e futuros. Segundo estes autores, esta forma de calcular os *accruals* faz mais sentido, visto que os *accruals* visam antecipar os futuros pagamentos e recebimentos de caixa e reverter quando o pagamento ou recebimento dá entrada efetiva em caixa. A equação desenvolvida por Dechow e Dichev (2002) para calcular os *accruals* é assim apresentada:

$$TACC_{it} = a + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

TACC_{it} – *Accruals* totais, no ano t para a empresa i;

CFO – *Cash Flow* Operacional;

α – Constante da regressão linear;

$\beta_1 - \beta_2 - \beta_3$ - Coeficiente das variáveis;

t - Índice referente ao ano t ;

i – Índice que representa a empresa;

ε_{it} – Resíduos (erro de estimação) da empresa i , no período t .

Os resíduos da regressão (ε_{it}) do modelo de Dechow e Dichev (2002) refletem os *accruals* que não tenham relação com realizações de *cash flows* e o desvio padrão desses resíduos são a medida da qualidade dos *accruals*, sendo que a qualidade dos *accruals* diminui com o aumento do desvio padrão. Segundo estes autores, uma estimação precisa dos *accruals* traduzirá uma boa relação entre os *accruals* correntes e os *cash flows* passados, presentes e futuros, em quanto que, uma estimação imprecisa ou errada dos *accruals* reduz a capacidade preditiva dos *accruals* em prever futuros *cash flows*.

O modelo de Dechow e Dichev (2002) apresenta uma maior capacidade explicativa em comparação com o modelo de Jones e Jones modificado, representando uma capacidade explicativa na ordem de 47% a nível de empresa, 34% a nível de indústria e 29% por nicho de empresa. Cabe ressaltar que Dechow e Dichev (2002) não interpretam o elevado nível de desvio padrão dos resíduos do modelo como *proxy* da manipulação de resultados. Porém, os mesmos autores constataram que empresas que apresentam elevados níveis de desvio padrão dos resíduos têm resultados menos persistentes, longos ciclos operacionais, elevados *accruals* e maior volatilidade de *cash flows*. Segundo estes autores, empresas com tais características têm maior probabilidade de cometer erros na estimação de *accruals* e portanto menor qualidade de *accruals*, o que implica menor qualidade de informação financeira.

O modelo de Dechow e Dichev (2002) apresenta uma melhoria considerável na capacidade explicativa em relação aos restantes modelos já apresentados, contudo autores como McNichols (2002) e Francis et al. (2005) mostram que o modelo de Dechow e Dichev (2002) contém uma grande limitação por não poder identificar distorções induzidas a longo prazo, sendo que as imparidades dos ativos fixos tangíveis e o *goodwill* são suscetíveis de refletir manipulação de resultados ou distorções contabilísticas muito importantes, para avaliar a qualidade dos *accruals* e consequentemente a qualidade da informação financeira.

2.1.5 Modelo de McNichols (2002)

Deste modo McNichols (2002) efetua uma análise ao modelo de Dechow e Dichev (2002) e Jones (1991), tentando entender a capacidade explicativa dos mesmos e onde se encontram as falhas de cada um. Da análise, McNichols (2002) sugere a junção dos dois modelos visto que o modelo de Dechow e Dichev (2002) tem melhor capacidade explicativa que o modelo de Jones (1991), mas por sua vez, o modelo de Dechow e Dichev (2002) só consegue identificar distorções induzidas a curto prazo, o que contrapõe com o modelo de Jones que consegue identificar tais distorções induzidas a longo prazo. Assim, McNichols (2002) sugere o seguinte modelo:

$$TACC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta VEN_{it} + \beta_5 AFT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Onde:

$TACC_{it}$ – *Accruals* totais no ano t para a empresa i;

CFO – *Cash Flow* Operacional;

ΔVEN_{it} – Variação do volume de negócios do ano t relativamente ao ano t-1 para a empresa i;

AFT – Ativos fixos tangíveis no ano t, para a empresa i;

α_0 – Constante da regressão linear;

$\beta_{1,2,3,4 \text{ e } 5}$ – Coeficiente das variáveis;

t - Índice referente ao ano t;

i – Índice que representa a empresa;

ε_{it} – Resíduos (erro de estimação) da empresa i, no período t.

McNichols (2002) mostra que a junção dos dois modelos aumenta significativamente a capacidade explicativa do modelo acima referido, mais precisamente um aumento da capacidade explicativa do modelo para os 30%. Seguindo Dechow e Dichev (2002), McNichols (2002) utiliza o desvio padrão dos resíduos como medida da qualidade dos *accruals*, sendo que o elevado desvio padrão dos resíduos significa *accruals* de menor qualidade.

2.1.6 Erros de Estimativas Discricionárias (Francis et al., 2005)

Por sua vez, Francis et al. (2005) com vista a suprir o problema do Modelo de Dechow e Dichev (2002) segue a sugestão de Mc Nichols (2002), acrescentando variáveis (Variação das vendas e Depreciações/Amortizações de Ativo fixo tangível) com o intuito de captar distorções induzidas a longo prazo e assim conseguir melhor inferir sobre a qualidade dos *accruals*. No entanto, este difere de Mc Nichols (2002) por usar variáveis do Modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995). O modelo apresentado por Francis et al. (2005) é apresentado do seguinte modo:

$$TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 (\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_5 AFT_{it} + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Onde:

$TACC_{it}$ – *Accruals* totais no ano t para a empresa i ;

CFO – *Cash Flow* Operacional;

ΔVEN_{it} – Variação do volume de negócios do ano t relativamente ao ano $t-1$ para a empresa i ;

ΔREC_{it} – Variação das vendas a crédito no ano t relativamente ao ano $t-1$ para a empresa i ;

AFT_{it} – Ativos fixos tangíveis no ano t para a empresa i ;

α_0 – Constante da regressão linear;

$\beta_{1,2,3,4 \text{ e } 5}$ – Coeficiente das variáveis;

t – Índice referente ao ano t ;

i – Índice que representa a empresa;

ε_{it} – Resíduos (erro de estimação) da empresa i , no período t .

Com a adição das variáveis do Modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) ao modelo de Dechow e Dichev (2002), por Francis et al. (2005), é aumentada para 50% a capacidade do modelo acima referido para explicar as variações dos *accruals*. Estes autores também seguem o método do desvio padrão dos resíduos para avaliar a qualidade dos *accruals*. Segundo Francis et al. (2005), a razão para utilizar o desvio padrão dos resíduos do seu modelo como medida de qualidade, deve-se ao facto das empresas poderem apresentar elevados resíduos (*accruals* discricionários) sem o intuito de manipular resultados, com o propósito de transmitir mais informação e reduzir a assimetria de informação. Deste modo,

analisam a qualidade dos *accruals* em função do desvio padrão dos resíduos, significando que mesmo que as empresas apresentem elevados resíduos (*accruals* discricionários), mas sendo o desvio padrão dos mesmos pequeno, quer dizer que tais empresas apresentam *accruals* de qualidade, isto porque existe pouca incerteza sobre os *accruals*.

A seguir apresenta-se de forma resumida, numa tabela, os modelos e as suas principais características assim como as diferenças entre os mesmos.

Tabela 1 - Resumo dos modelos de *accruals*

Modelos dos <i>accruals</i>	Teoria	Notas
Modelo de Jones (1991) $TACC_{it} = \alpha + \beta_1 \Delta VEN_{it} + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it}$	<i>Accruals</i> são determinados em função do crescimento das vendas e depreciação e amortização do Ativo fixo tangível.	Os resíduos do modelo são altamente correlacionados com os <i>accruals</i> totais (80%).
Modelo Modificado de Jones (Dechow et al., 1995) $TACC_{it} = \alpha + \beta_1 (\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 AFT_{it} + \varepsilon_{it}$	Modifica o modelo de Jones (1991) ajustando o crescimento de vendas ao crédito a clientes numa tentativa de reduzir erros do tipo II.	Contribui para o aumento da capacidade explicativa quando as vendas são manipuladas.
Performance Matched (Kothari et al., 2005) $DisAcc_t = Matched\ firm's\ DisAcc_t$	Identifica empresas da mesma indústria com o nível de ROA aproximado das empresas da amostra e determina os <i>accruals</i> discricionários, sendo a diferença correspondente a manipulação de resultados.	Pode aumentar ruídos aos testes.
Dechow e Dichev (2002) $TACC_{it} = \alpha + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{it}$	Os <i>accruals</i> são calculados em função do <i>cash flow</i> passado, presente e futuro.	$\sigma(\varepsilon_{it})$ é a medida da qualidade dos <i>accruals</i> . Este modelo centra-se nos <i>accruals</i> de curto prazo, não identificando assim estimativas erradas de <i>accruals</i> a longo prazo.
Mc Nichols (2002) $TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 \Delta VEN_{it} + \beta_5 \Delta AFT_{it} + \varepsilon_{it}$	Ajusta as variáveis do modelo de Jones (1991) ao modelo de Dechow e Dichev (2002) de modo a que o modelo consiga identificar as distorções de longo prazo, o que aumenta a capacidade deste modelo perante o modelo de Dechow e Dichev (2002).	O desvio padrão $\sigma(\varepsilon_{it})$ é a medida de das estimativas erradas dos <i>accruals</i> , sendo que maiores desvios, correspondem a resultados de menor qualidade.
Francis et al. (2005) $TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 (\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_5 AFT_{it} + \varepsilon_{it}$	Ajusta as variáveis do Modelo modificado de Jones (Dechow et al., 1995) ao modelo de Dechow e Dichev (2002) permitindo aumentar a capacidade do modelo para explicar a variação dos <i>accruals</i> , superando assim a capacidade explicativa do modelo de McNichols (2002).	O desvio padrão $\sigma(\varepsilon_{it})$ é a medida da qualidade dos <i>accruals</i> , sendo que elevados desvios padrão correspondem a <i>accruals</i> mais incertos e de menor qualidade.

Fonte: Elaboração própria

3 Estudo Empírico

3.1 Contextualização do setor

Por forma a melhor compreender as razões que levaram a escolha do sector da construção para aplicação do presente estudo, efetua-se uma breve contextualização do respectivo setor no período em estudo.

A crise, que teve início em 2008, desestabilizou todo o sistema financeiro e mergulhou a economia em recessão, tendo repercussões em todos os setores, sendo o da construção civil um dos mais fustigados pela crise (Lampreia, 2015). Neste contexto, os estados ibéricos, devido a elevados défices orçamentais, foram obrigados a aplicar programas de austeridade, o que limitou severamente o investimento público no setor de construção, sendo esta uma das principais bases de apoio ao mesmo.

Perante a escassez de recursos, já existente no mercado, fruto da crise, os elevados défices orçamentais e as políticas de austeridade implementadas contribuíram para intensificar e materializar o risco de crédito e as restrições de financiamentos inerentes a toda a economia. Neste círculo, dado o risco que as instituições financeiras estavam expostas, as empresas encontraram fortes limitações no acesso ao crédito e um agravamento das condições de financiamento (Vieira, 2013). Esta realidade constitui um contexto crítico para o setor da construção da zona ibérica, isto porque, o tecido empresarial do setor ibérico é caracterizado pela elevada dependência de capitais alheios, particularmente de empréstimos junto das instituições de crédito (Banco de Portugal, 2014; International Monetary Fund, 2015).

Perante tal contexto, a constituição da amostra por empresas do setor da construção da zona ibérica acaba por ser mais uma valia, tendo em conta o incentivo tanto para apresentar informação de qualidade, bem como para manipular resultados que alterem a perceção dos *stakeholders*. Nesta sequência, a informação financeira apresentada pelas empresas assume assim um papel de destaque na obtenção de financiamento e no custo do mesmo.

3.2 Objetivos da Investigação

Esta investigação visa analisar a qualidade da informação financeira, nas empresas ibéricas do setor da construção, tendo como fator explicativo o endividamento. A relação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira pode ser descrita através da “teoria de agência”. Sendo que neste âmbito o problema de agência ocorre do conflito de interesses entre os credores, como principal, e da administração das empresas, como agente. Segundo a “teoria de agência” as empresas operam em condições de incerteza e isso leva-as a potenciais assimetrias de informação entre os agentes e o principal, considerando que os agentes, por estarem na posse de melhor informação do que o principal, são eles mesmos os responsáveis pela produção da informação financeira podendo explorar melhor as suas vantagens e definir estratégias de apresentação dessa informação que não vão ao encontro dos interesses dos credores, principal, mas que estão de acordo com os seus interesses, e com os interesses dos acionistas (Gârleanu & Zwiebel, 2009).

Nesta perspetiva, a literatura defende que o endividamento tem a capacidade de influenciar o comportamento da administração, nas suas estratégias quanto à produção e à divulgação da informação financeira, o que explica a sua relevância, e em particular nesta investigação, para aferir da qualidade da informação financeira nas empresas ibéricas do setor da construção.

3.3 Fundamentação das hipóteses

Alguns dos autores estudados na revisão bibliográfica, argumentam, com base em vários estudos realizados, que as empresas que tenham altos níveis de endividamento suportam elevados custos, o que fomenta um elevado escrutínio por parte dos credores no acompanhamento da dívida, bem como na sua cobrança, provocando um aumento na qualidade da informação financeira reportada. Estes estudos ainda acrescentam que tal escrutínio incentiva os administradores das empresas endividadas a apresentar informação financeira de melhor qualidade, permitindo assim reduzir a assimetria de informação para

com os credores, podendo estes estimarem melhor o risco de reaver o investimento efetuado (Jha, 2013; Biddle, Hilary, & Verdi, 2009; Rodríguez-Pérez & Hemmen, 2010; Linck, Netter, & Shu, 2013; Alsharairi & Salama, 2011; Karami & Akhgar, 2014).

Por outro lado, em outros estudos, sobre esta mesma temática, outros autores demonstram haver uma relação negativa entre o endividamento e a qualidade da informação financeira, sugerindo que tal influência existe porque as empresas com altos níveis de endividamento recorrem à manipulação de resultados para evitar violar as cláusulas contratuais da dívida, bem como para melhorar o poder de negociação dessa mesma dívida. Segundo os mesmos estudos, estas empresas, com altos níveis de endividamento, manipulam resultados com o intuito de induzir os credores a assumir uma postura favorável à empresa, de modo a facilitar a aprovação dos limites de crédito e a redução do custo do mesmo (Valipour & Moradbeygi, 2011; Ghosh & Moon, 2010; Matinfard & Ojagui, 2013; Franz, Hassabelnaby, & Lobo, 2014; Lopes, Cerqueira, & Brandão, 2010; Zhaoguo & Xiaoxia, 2009)

Assim, numa estreita relação com e a evidência empírica apresentada pela literatura, no estudo teórico, definem-se as seguintes hipóteses de investigação:

H₁: O endividamento influencia positivamente a qualidade da informação financeira reportada pelas empresas ibéricas do setor da construção;

H₂: Os elevados níveis de endividamento influenciam negativamente a qualidade da informação financeira reportada pelas empresas ibéricas do setor da construção;

3.4 Metodologia

Neste estudo definiu-se como método de abordagem o método dedutivo, visto que as hipóteses que serão desenvolvidas no estudo empírico serão para comprovar algo que já foi investigado, em outras empresas e setores de atividade, tal como foi abordado na revisão literária. Isto é, o raciocínio dedutivo tem por objetivo explorar o conteúdo das premissas, ou

seja, toda a informação ou conteúdo factual da conclusão já esta implicitamente nas premissas.

Quanto ao tipo de pesquisa esta será de caracter explicativo, sendo que a presente investigação tem por objetivo averiguar se existe alguma relação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira, mais concretamente se o nível de endividamento explica a qualidade da informação financeira, nas empresas ibéricas do setor da construção, permitindo assim a constituição de hipóteses para o desenvolvimento do presente estudo.

Quanto à estratégia de investigação, esta pesquisa será de caracter experimental, visto que a análise que vai ser efetuada, recorrendo aos modelos econométricos estudados, vai permitir verificar a influência da variável independente (endividamento) sobre a variável dependente (qualidade da informação financeira).

Em termos metodológicos, existe uma vasta gama de técnicas para medir a qualidade da informação financeira, sendo que as mais comuns e as mais utilizadas pela literatura são as que se baseiam na qualidade de *accruals*. O objetivo principal desta técnica consiste em determinar em que medida a componente dos resultados, relativa aos *accruals*, contem significativa discricionariedade, que é o mesmo que dizer, se existem indícios de práticas de manipulação de resultados o que implica menor qualidade da informação financeira.

Para obter a *proxy* da qualidade de informação utilizou-se o modelo desenvolvido por Francis et al. (2005), sendo esta estimada com base nos princípios dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO/OLS). Como amostra utilizámos as empresas, portuguesas e espanholas, do sector de construção, cobrindo um período de 2010 a 2013.

Relativamente ao método aplicado ao nível da recolha e análise de dados, este será de natureza quantitativa, visto que os dados serão tratados recorrendo a *softwares* estatísticos (SPSS & Eviews) permitindo assim classificar a relação entre as variáveis do estudo.

3.5 Recolha de dados

A maioria dos estudos desenvolvem modelos específicos de *accruals* para amostras de empresas homogéneas, com o objetivo de nestas investigações se desenvolverem modelos que consigam captar melhor as componentes dos *accruals* permitindo gerar *accruals* discricionários menos ruidosos, contribuindo assim para obter testes mais consistentes. Dechow et al. (2010) reforça a filosofia referida, defendendo que tal especificação permite obter coeficientes constantes por indústria. Isto porque, algumas das empresas podem apresentar elevados níveis de *accruals* induzidos pela variação da indústria e não por causa de erros de estimação ou manipulação de resultados.

Neste sentido, escolheu-se aplicar esta metodologia, neste estudo empírico, às empresas do setor da construção civil. Perante a dificuldade em encontrar um número razoável de empresas portuguesas, no setor da construção, que disponibilizassem informações financeiras, expandiu-se o espaço da amostra e incluíram-se também, nesta investigação, empresas espanholas do mesmo setor. A escolha do setor da construção para a aplicação do presente estudo, deve-se ao contexto económico e às características específicas (nível do endividamento) das empresas deste setor durante o período selecionado para o estudo.

Para a seleção das empresas portuguesas recorreu-se ao *site* da Câmara do Comércio de Portugal⁵, de onde se extraiu a lista das cem maiores empresas portuguesas do setor de construção. Quanto às empresas espanholas recorreu-se em primeiro ao *site* da *Comissão Nacional Del Mercado de Valores de Espanha* (CNMV). No entanto, como só foi possível encontrar a informação financeira pretendida, num reduzido número de empresas (só foram encontrados dados referentes a oito empresas)⁶ recorreu-se também à informação apresentada

⁵ O link referente Câmara do Comercio de Portugal é o seguinte, <http://www.aeportugal.pt/index.asp>. Para obter a lista das cem maiores empresas seguiu o respetivo link <http://www.aeportugal.pt/Aplicacoes/SectoresEmpresariais/Top100.asp?IDSector=22>.

⁶ Link seguido referente a Comissão Nacional de Mercado de Valores é <http://www.cnmv.es/portal/home.aspx>, no entanto para chegar aos diretamente aos dados das empresas seguiu-se o seguinte <http://www.cnmv.es/ipps/default.aspx?vista=2>.

a página da *Einforma*⁷ onde se obteve a lista do *ranking* das melhores empresas do setor da construção em Espanha.

As informações financeiras referentes às empresas selecionadas foram, na sua maioria, extraídas através das demonstrações financeiras disponibilizadas pelas empresas nos seus *sites*, com exceção das que foram retiradas diretamente do *site* da CNMV. Basicamente foram utilizados dados extraídos do Balanço, Demonstrações de Resultados e Demonstrações de Fluxos de Caixa.

O período considerado para o presente estudo é de 2010 a 2013, no entanto, tendo em conta o modelo de *accruals* adotado para este estudo foi necessário que os dados recolhidos abarcassem um período mais alargado, mais concretamente dados entre o período de 2009 a 2014, correspondendo assim a dados referentes a seis exercícios económicos. No processo de recolha de dados, foram eliminadas as observações que não apresentavam todos os valores necessários para a determinação da totalidade das variáveis consideradas no modelo.

A amostra final obtida é constituída por quarenta empresas do setor de construção, sendo vinte e uma portuguesas e dezanove espanholas. No que diz respeito à aplicação dos modelos que visam estudar a influência do endividamento na qualidade da informação financeira, importa mencionar que foram excluídas cinco observações, que estavam a distorcer a capacidade do modelo⁸, sendo assim, obtivemos um total de cento e cinquenta e cinco observações durante os quatro anos.

3.6 Desenho da investigação

Em linha com a revisão literária recorremos à qualidade dos *accruals* para estudar a qualidade da informação financeira, seguindo a mesma filosofia em dividir os *accruals* em *accruals* não discricionários e *accruals* discricionários. Posto isto, o presente estudo empírico

⁷ Para se obter o ranking das melhores empresas no sector de construção seguiu o respetivo link, http://ranking-empresas.eleconomista.es/ranking_empresas_nacional.html?qSectorNorm=4122.

⁸ As cinco observações excluídas são referentes as seguintes empresas: duas observações referentes a Conduril, duas observações referentes a Duro Felguera e uma observação referente a Elencor.

foi dividido em dois momentos por forma a permitir atingir os objetivos propostos de forma eficiente.

No primeiro momento, visando a obtenção da estimativa da componente *accruals* discricionários aplicou-se o modelo de Francis et al. (2005). Escolheu-se este modelo por causa da sua maior capacidade explicativa em relação aos restantes modelos (o único que conseguiu explicar a variação dos *accruals* em 50%), o que permite uma melhor especificação dos *accruals* discricionários (resíduos). O método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO/OLS) foi o utilizado neste estudo para estimar o modelo de Francis et al. (2005), considerando dados *cross-sectional*, o que permite que se obtenha resíduos anuais por empresa, resultantes da diferença entre os *accruals* estimados pela regressão e os efetivamente observados, sendo estes resíduos (ε_{it}) a base para o presente estudo, visto que representam os *accruals* discricionários, isto é, a medida *proxy* da qualidade da informação financeira.

O modelo utilizado é o seguinte:

$$TACC_{it}/Mativo_{i,t} = \alpha_0/Mativo_{i,t} + \beta_1(CFO_{i,t-1}/Mativo_{i,t}) + \beta_2(CFO_{i,t}/Mativo_{i,t}) + \beta_3(CFO_{i,t+1}/Mativo_{i,t}) + \beta_4((\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it})/Mativo_{i,t}) + \beta_5(AFT_{it}/Mativo_{i,t}) + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

Onde:

$TACC_{it}$ – *Accruals* totais no ano t para a empresa i ;

CFO – *Cash Flow* Operacional no ano t para a empresa i ;

ΔVEN_{it} – Variação do volume de negócios do ano t relativamente ao ano $t-1$ para a empresa i ;

ΔREC_{it} – Variação das vendas a crédito no ano t relativamente ao ano $t-1$ para a empresa i ;

AFT_{it} – Ativos fixos tangíveis no ano t para a empresa i ;

$Mativo_{i,t}$ – Total médio do ativo da empresa i para o ano t (determinado com base no total de ativo da empresa i no ano t e ano $t-1$);

α_0 – Constante da regressão linear;

$\beta_{1,2,3,4 \text{ e } 5}$ – Coeficiente das variáveis;

t – Índice referente ao ano t ;

i – Índice que representa a empresa;

ε_{it} – Resíduos (*accruals* discricionários) da empresa i , no período t .

Os resíduos (ε_{it}) do modelo estimado constituem a sua parte inexplicada que reflete a parte dos *accruals* que não se encontra relacionada com a realização dos *cash flows* das variações de vendas, depois de se ter retirado as vendas a crédito e o ativo fixo tangível, isto é, os *accruals* discricionários. Os *accruals* discricionários (ε_{it}) visam refletir os erros de estimação intencionais que provêm de incentivos para manipular resultados e erros não intencionais, bem como de erros de gestão na aplicação de princípios contabilísticos e até de erros resultantes de incertezas ambientais. Contudo, a fonte do erro não é relevante para o presente estudo, dado implicarem em menor qualidade dos *accruals* e por conseguinte menor qualidade da informação financeira. Assim, os *accruals* visam captar o risco da informação financeira que não pode ser diversificada.

Posto isto e seguindo a filosofia de autores como Dechow e Dichev (2002), McNichols (2002), Francis et al. (2005) e Vila (2012) que defendem que quanto maior forem os *accruals* menor será a qualidade, vai ser utilizada a magnitude dos *accruals* discricionários como medida inversa da qualidade da informação financeira. Segundo, Dechow e Dichev (2002) maiores magnitudes dos *accruals* discricionários indicam mais estimação e erros de estimação, e portanto, baixa qualidade dos *accruals*. Deste modo, o valor absoluto dos resíduos (*accruals* discricionários) anuais obtidos da regressão por empresa é a *proxy* inversa da qualidade dos *accruals* ($AQ_{it} = |\hat{\varepsilon}_{it}|$) que será adotada no presente estudo.

Em conformidade com o referido no parágrafo anterior, não se optou por utilizar o desvio-padrão dos resíduos (*accruals* discricionários) como *proxy* da qualidade da informação financeira, devido ao facto da base de dados ser muito limitada e o uso deste mecanismo necessitar de uma base de dados com um período temporal mais alargado de modo a que fosse eficiente.

A escolha do valor absoluto dos *accruals* discricionários ($|\hat{\varepsilon}_{it}|$) como *proxy* inversa da qualidade da informação financeira, deve-se ao facto de que a manipulação dos resultados poder vir a ser efetuada com o objetivo de aumentar, bem como de diminuir o resultado, dependendo do interesse que se pretende atingir.

Seguindo autores como Francis et al. (2005), García-Teruel, Martínez-Solano & Sánchez-Ballesta (2014), Ghosh e Moon (2010), Lopes et al. (2010), todas as variáveis do

modelo Francis et al. (2005) foram divididas pelo total do ativo médio do ano t ($MA_{ativo_{i,t}}$)⁹ com o objetivo de reduzir o problema da heterocedasticidade, visto que as empresas que constituem a amostra têm dimensões diferentes. Este procedimento foi utilizado porque diminui o risco do efeito da dimensão de uma empresa para distorcer os resultados da regressão (Kennedy, 2006). Cabe ressaltar que, caso o modelo apresente características de heterocedasticidade esta será corrigida recorrendo ao *Teste White*.

No segundo momento, de modo a analisar se as hipóteses propostas se confirmam, vai estimar-se uma segunda regressão com base em dados de painéis¹⁰, onde o valor absoluto dos *accruals* discricionários (resíduos provenientes do modelo de Francis et al. (2005)) que constituem a *proxy* inversa da qualidade da informação financeira ($AQ_{it} = |\hat{\varepsilon}_{it}|$), vai constituir a variável dependente neste modelo e como variável explicativa teremos a variável endividamento. O desafio de estimar o modelo, com base em dados painel, é a possibilidade de permitir controlar o impacto da heterogeneidade não observada (efeito específico de cada empresa).

A metodologia acima referida permite controlar o impacto das variáveis independentes sobre os coeficientes estimados, que é causado por variáveis não inseridas no modelo. Pois as empresas são heterogêneas e, como consequência, sempre há características que são difíceis de medir, ou observar, o que leva a obter resultados tendenciosos. Os efeitos da heterogeneidade podem ser aleatórios ou fixos, posto isto, os dados de painéis permitem estimar o modelo em função dos efeitos, podendo ser o modelo de efeitos aleatórios, quando se trata de efeitos aleatórios, ou estimar o modelo de efeitos fixos quando se trata de efeitos fixos. Para a seleção do modelo a aplicar recorre-se ao teste de Hausman¹¹.

⁹ Total do ativo médio ($MA_{ativo_{i,t}}$) é calculado para a empresa i no ano t como a média do ativo total da empresa i no ano t e ano $t-1$.

¹⁰ Os dados de painéis são caracterizados por possuírem observações em duas dimensões que em geral são no tempo e no espaço. Escolheu utilizar os dados organizados em dados de painéis pelas vantagens que os mesmos possibilitam, segundo Marques (2000, p. 1) “os dados de painel providenciam uma maior quantidade de informações, maior variabilidade dos dados, menor colinearidade entre as variáveis, maior número de graus de liberdade e maior eficiência na estimação dos parâmetros”.

¹¹ O teste de Hausman avalia a consistência de um estimador comparado com outro estimador alternativo. Isto é, o teste de Hausman calcula a diferença entre os coeficientes da regressão por efeitos fixos e efeitos aleatórios. Se a diferença for estatisticamente significativa o teste aponta para o uso de modelo de efeitos fixos, mas se a diferença não for estatisticamente significativa o teste aponta para o uso de modelo de efeitos aleatórios.

Com o intuito, de aumentar a capacidade explicativa e dar mais consistência ao modelo a estimar com o objetivo de analisar a influência do endividamento na qualidade da informação financeira, vai considerar-se variáveis de controlo que a literatura evidencia como fatores que influenciam a qualidade da informação financeira, nomeadamente a Dimensão, o ROA e a Variação do volume de vendas. O modelo fica assim configurado:

$$AQ_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 ENDIV_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 DIM_{it} + \alpha_4 \Delta Vol. vendas_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

(Modelo 1)

Onde:

AQ_{it} - Proxy qualidade de *Accruals* no ano t para a empresa i;

α_0 – Constante da regressão linear;

$ENDIV_{it}$ - Endividamento no ano t da empresa i;

ROA_{it} – Retorno sobre o ativo no ano t para a empresa i;

DIM_{it} – Dimensão da empresa no ano t para a empresa i;

$\Delta Vol. vendas_{it}$ - Variação do volume de vendas no ano t para a empresa i;

ε_{it} - Termo do erro.

Sendo que $AQ_{it} = |\hat{\varepsilon}_{it}|$ representa o valor absoluto dos resíduos (*accruals* discricionários), $ENDIV$ é a variável endividamento e é determinado pelo total do passivo sobre o ativo total e ROA é a variável Retorno sobre o Ativo e é determinado pelo resultado sobre o ativo total. DIM representa a variável dimensão e é determinada pelo logaritmo do total do ativo. $\Delta Vol. vendas_{it}$ mede a evolução do volume de negócios e é determinado pela divisão do volume de negócios em t pelo volume de negócios em t-1.

A regressão do **modelo 1** vai possibilitar estudar a relação entre a qualidade da informação financeira (AQ_{it}) e as variáveis explicativas (Endividamento, Retorno sobre o ativo, Dimensão e Variação do volume de vendas), permitindo analisar a capacidade das variáveis explicativas em explicarem a variação da qualidade da informação financeira.

Com o propósito de atenuar o efeito dos possíveis *outliers*, todas as variáveis do modelo exceto a variável Dimensão¹² foram *winsorizadas* a 1% a 99% percentis. Este procedimento foi seguido por autores como Francis et al. (2005), Biddle et al. (2009), Ghosh e Mooh (2010), Allen et al. (2013), Alves (2014) entre outros. Este procedimento consiste em substituir os valores extremos observados pelo maior ou menor valor observado que não seja extremo.

3.6.1 Análise complementar da influência do endividamento na qualidade da informação financeira

Tendo em conta os resultados obtidos pelos estudos de Ghosh e Moon (2010) e Valipour e Moradbeygi (2011), consideramos a possibilidade de poder existir uma associação não linear entre a qualidade da informação financeira e o nível de endividamento. Neste sentido, seguiu-se a técnica aplicada por Ghosh e Moon (2010) para confirmar a existência de tal influência, não monótona, através duma regressão. Este método consiste em dividir a variável endividamento em duas variáveis tendo em conta o nível do endividamento (Endividamento1 & Endividamento2) e assim verificar se existe diferença em termos de influência na variável a ser explicada. Visto que, não se sabe em que nível poderá acontecer a mudança de influência do endividamento na qualidade da informação financeira, vai-se recorrer à técnica usada por Ghosh e Moon (2010) para averiguar o ponto de inflexão.

O método aplicado por Ghosh e Moon (2010) consiste em dividir a variável endividamento em quintis e estudar a média de *accruals* discricionários que cada quintil apresenta, sendo que o ponto médio do endividamento onde acontece, a mudança da tendência média de *accruals* discricionários (AQ), considerada como o ponto de inflexão. Esta análise será efetuada a partir do seguinte modelo:

¹² A variável Dimensão não é winsorizada por causa da transformação logarítmica, o que faz com que o problema de *outliers* desta variável não seja severo como das outras variáveis.

$$AQ_{IT} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ENDIV1}_{it} + \alpha_2 \text{ENDIV2}_{it} + \alpha_3 \text{ROA}_{it} + \alpha_4 \text{DIM}_{it} + \alpha_5 \Delta \text{Vol. vendas}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (10)$$

(Modelo 2)

Onde:

AQ_{IT} - Proxy qualidade de *Accruals* no ano t para a empresa i;

α_0 – Constante da regressão linear;

ENDIV1_{it} - Endividamento no ano t da empresa i (até ao ponto de inflexão);

ENDIV2_{it} - Endividamento no ano t da empresa i (superior ao ponto de inflexão);

ROA_{it} – Retorno sobre o Ativo no ano t para a empresa i;

DIM_{it} – Dimensão da empresa no ano t para a empresa i;

$\Delta \text{Vol. vendas}_{it}$ - Variação do volume de vendas no ano t para a empresa i;

ε_{it} - Termo do erro.

3.6.2 Variáveis de controlo

A literatura, salienta uma certa atenção para as imperfeições na capacidade dos modelos em separar os *accruals* discricionários dos *accruals* não discricionários, neste sentido vários autores sugerem variáveis que segundo os mesmos influenciam ou explicam a variação dos *accruals*. Assim, seguindo autores como Dechow e Dichev (2002), Francis et al. (2005), Lopes et al. (2010), Karami e Akhgar (2014), Ghosh e Moon (2010), García-Teruel et al. (2014), (Borrallho, 2007) inseriu-se nos modelos (1 & 2) como variáveis de controlo a Dimensão, o ROA (*Retur On Assets* – Retorno sobre o ativo) e a Variação do volume de vendas, com o intuito de aumentar a capacidade do modelo, tornando-o mais eficiente.

Tendo em conta a variável Dimensão, a literatura tem encontrado resultados divergentes. A título de exemplo, autores como Lopes et al. (2010) concluíram que a dimensão das empresas influencia positivamente a qualidade da informação financeira. Os mesmos justificam que tal influência deve-se ao facto de que as grandes empresas apresentam melhores serviços de contabilidade, apresentando assim informação financeira de melhor qualidade.

No entanto, por outro lado, autores como Rodríguez-Peréz e Hemmen (2010) concluíram que as empresas de maiores dimensões apresentam menor qualidade de informação financeira, em comparação com as empresas de menor dimensão, defendendo que as empresas maiores aproveitam de maior assimetria de informação para manipular resultados. Karami e Akhgar (2014) também concluíram que a dimensão influencia negativamente a qualidade da informação financeira, segundo estes autores as empresas maiores estão sujeitas a grandes pressões para atingir a expectativa dos analistas o que leva à manipulação dos resultados com vista a atingir tais objetivos.

Referente à variável ROA seguiu-se a filosofia de Kothari et al. (2005) que defende que “...as empresas classificadas como tendo altos ou baixos níveis de manipulação de resultados, são aquelas empresas que manipulam mais do que seria esperado tendo em conta o nível do desempenho das mesmas”. Neste sentido inseriu-se a variável ROA no sentido de captar a influência do desempenho na qualidade da informação financeira.

Seguindo Borralho (2007), introduziu-se como variável a Variação do volume de negócios com o intuito de captar o efeito do acréscimo ou decréscimo do volume de negócios nos *accruals* discricionários. Apesar de esta variável ser muito referenciada como uma das variáveis que facilita a manipulação de resultados, espera-se que as empresas que não apresentam uma evolução satisfatória recorram aos *accruals* para alterar a perceção sobre a *performance* da empresa.

4 Apresentação e análise de resultados

4.1 Estimação da *proxy* da qualidade da informação financeira

A primeira etapa para a efetivação do estudo empírico é a quantificação dos *accruals* discricionários que constitui a *proxy* da qualidade da informação financeira, sendo que para tal foi aplicado o modelo de Francis et al. (2005). A tabela nº 2 apresenta o resultado da estimação do modelo de Francis et al. (2005) para a obtenção dos *accruals* discricionários.

Tabela 2 - Resultados da estimação do Modelo de Francis et al. (2005)

$TACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \beta_4 (\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_5 AFT_{it} + \varepsilon_{it}$			
Variáveis	Coefficiente	T estatístico	Prob (t statistic)
Constante	-0,006	-0,819	0,414
$CFO_{i,t-1}$	0,238***	2,876	0,005
$CFO_{i,t}$	-0,112	-1,178	0,241
$CFO_{i,t+1}$	0,195**	2,177	0,031
$(\Delta VEN_{it} - \Delta REC_{it})$	-0,104**	-2,073	0,040
AFT_{it}	-0,052	-1,262	0,209
f-estatístico	5,149***		
Prob (f-estatístico)	0,000		
R ²	14,3%		
R ² Ajustado	11,5%		

*, **, *** Indica a significância estatística a 0.10, 0.05 e 0.01 respetivamente.

Fonte: Elaboração própria

Efetuada uma sintética análise ao *output* obtido, constata-se que o modelo é globalmente significativo apresentando um f estatístico de 5,149 e sendo significativa a um nível de significância de 0,01. Quanto à capacidade explicativa do modelo obteve-se um R² de 14,3% e um R² ajustado de 11,5%, o que constatou ser inferior aos obtidos na literatura. No

entanto justifica-se essa baixa capacidade explicativa com a elevada variação dos resíduos. Segundo Ortiz e Inchausti (2005, p. 173) que afirmam: “um alto R^2 não é necessário para obter bons estimadores, o R^2 pode ser baixo devido à alta variância dos resíduos”. Posto isto, articula-se que o R^2 reduzido que for conseguido não tira qualidade aos estimadores do modelo obtido.

Tendo por objetivo a análise dos coeficientes, constata-se que os resultados obtidos são consistentes com Dechow e Dichev (2002) pois obteve-se uma influência negativa do CFO t para com os *accruals* e positiva no que refere aos CFO t-1 e CFO t+1 para com os *accruals*, o que corrobora a teoria de que “*accruals* são negativamente relacionados com os fluxos de caixa atuais e positivamente relacionados com os fluxos de caixa passados e futuros” (Dechow & Dichev, 2002, p. 40).

Quanto a variável Variação do volume de negócio, depois de expurgados os créditos, obteve-se um coeficiente negativo o que é contraditório com evidência empírica, estando associado à influência negativa do crescimento superior da dívida de clientes em relação ao crescimento das vendas (crescimento da dívida de clientes provocado pela dificuldade dos mesmos em obterem recursos para cumprir com as suas obrigações, muito por culpa da recessão económica). A título de exemplo temos o estudo de Paulo (2007) que encontrou evidências de que os modelos para estimar os *accruals* sofrem variações nas suas capacidades preditivas quando aplicados em ambientes diferentes, dadas as diferenças entre países sobre os sistemas de contabilidade, desempenho económico, características institucionais, sociais, legais e ambiente político, o que afeta os dados financeiros.

Para a variável Ativo Fixo Tangível obteve-se uma influência negativa em consonância com a evidência empírica. Esta influência deve-se ao facto de que um aumento no Ativo Fixo Tangível provocar um aumento na amortização e depreciação o que afeta negativamente os *accruals*.

4.2 Estatística descritiva e correlações entre variáveis

Após a apresentação do resultado obtido na estimação do modelo de Francis et al. (2005) que permitiu quantificar a *proxy* da qualidade da informação financeira, vai ser apresentada uma análise descritiva na tabela nº 3, de todas as variáveis inseridas no presente estudo, permitindo assim ter um melhor conhecimento dos resultados obtidos na amostra do presente estudo.

Tabela 3 - Estatística descritiva da base de dados

<i>Variável</i>	<i>Obs.</i>	<i>Média</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Mediana</i>	<i>Máximo</i>
AQ	155	0,0346	0,028	0,00031	0,0294	0,105
Endividamento	155	0,795	0,136	0,459	0,797	1,074
Dimensão	155	7,59	1,264	3,751	7,636	9,577
Retorno sobre o Ativo	155	-0,00265	0,0568	-0,306	0,00967	0,090
Var. Volume de vendas	155	0,965	0,182	0,577	0,9703	1,349

Fonte: Elaboração própria

Ao que se pode averiguar, a *proxy* da qualidade da informação financeira (AQ) obtida através da aplicação do modelo de Francis et al. (2005) apresenta uma média (mediana) de 0,0346 (0,0294). O desvio padrão da *proxy* AQ apresenta um valor de 0.028, valor este que se encontra muito próximo das médias das *proxys* obtidas pela evidência literária (Alves Andreia, 2014; Francis et al. 2005; Ghosh e Moon, 2010) embora obtidas em mercados diferentes e com uma amostra significativamente superior à amostra utilizada neste estudo. Numa análise mais pormenorizada ao desvio padrão da *proxy* AQ, pode-se verificar uma grande variação do mesmo, isto porque apresenta um desvio padrão de 0.028 o que corresponde a uma variação de 81% em relação a média.

No que toca ao endividamento as empresas da amostra em estudo apresentam uma média de endividamento na ordem dos 79,5% (0,795) e uma mediana de 79,7% (0,797), pelo que podemos constatar que existe uma leve assimetria positiva. O desvio padrão desta variável (0,136) demonstra não existir uma grande dispersão dos valores em relação à média,

o que demonstra que as empresas da amostra recorrem muito ao financiamento externo para financiar as suas atividades.

Quanto à variável dimensão, constata-se que as empresas da amostra apresentam uma dimensão média de 7,59 e uma mediana de 7,636, o que podemos constatar que existe uma leve assimetria positiva. A variável Dimensão apresenta um desvio padrão de 1,264, o que corresponde que não existe uma grande dispersão em termos da dimensão das empresas da amostra em relação a dimensão média da amostra.

Em média as empresas da amostra obtiveram um Retorno sobre o Ativo (ROA) de -0.265% e uma mediana de 0.97%. Analisando tal informação pode constatar-se que apesar de 50% das empresas apresentarem um ROA superior a 0.99%, há empresas que durante o período em estudo apresentam um ROA muito negativo o que faz com que a média seja -0.265%. Isto evidencia dificuldades em que algumas destas empresas o que faz sentido num período económico de muitas incertezas.

Na tabela nº 4, apresenta-se a matriz de correlação de Pearson das variáveis do estudo. A análise do coeficiente de correlação de Pearson entre 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 do endividamento na qualidade da informação financeira.

Tabela 4 - Correlação de Pearson em percentagem (%)

Vaiáveis	AQ	Endividamento	ROA	Dimensão	Var. Volume de vendas
AQ	100				
Endividamento	-6,1	100			
ROA	-25,9	-39,5	100		
Dimensão	-17,3	3,8	10	100	
Var. Volume de vendas	-0,8	11,9	4,9	5,5	100

Fonte: Elaboração própria

Analisando a matriz de correlação de Pearson das variáveis do estudo, verifica-se que o endividamento e a *proxy* de AQ estão negativamente correlacionados entre si (-6,1%).

Sendo que, quanto maior for a *proxy* qualidade da informação financeira (AQ) menor é a qualidade da informação financeira, este resultado apresenta uma evidência preliminar de uma associação positiva entre o endividamento e a qualidade da informação financeira. É de se salientar que as outras variáveis do modelo (ROA, Dimensão e Variação do Volume de vendas) influenciam também positivamente a qualidade da informação financeira.

Cabe ainda, analisar a correlação existente entre as variáveis explicativas do modelo com o intuito de verificar se existe o problema da multicolinearidade ¹³. Analisando a correlação entre as variáveis explicativas, é possível observar que a correlação mais forte existe entre a variável ROA e a variável endividamento, sendo uma correlação na ordem dos - 39,5%, o que pode confirmar, que no geral, as correlações entre as variáveis explicativas são fracas, demonstrando que o problema de multicolinearidade não se encontra presente.

4.3 O endividamento e a qualidade da informação financeira

4.3.1 Análise prévia

Em função dos resultados obtidos pelos estudos de Ghosh e Moon (2010) e de Valipour e Moradbeygi (2011), equacionou-se a possibilidade de existir uma influência não monótona do endividamento para com a qualidade da informação financeira. Posto isto, seguiu-se o método adotado por Ghosh e Moon (2010) para averiguar a existência de tal influência não monótona. Este Método consiste em dividir a variável endividamento em quintis e assim estudar a distribuição das médias dos *accruals* discricionários que cada quintil apresenta. Sendo que o primeiro quintil (1Q) diz respeito às empresas que apresentam menor nível de endividamento (média de 58,78%), enquanto o quinto quintil (5Q) representa empresas com maior nível de endividamento (média de 96,5%). A qualidade da informação financeira vai ser assim captada pela média da *proxy* da qualidade da informação financeira

¹³ A Multicolinearidade é um termo que se refere a correlação entre variáveis explicativas em um modelo de regressão múltipla, que geralmente é invocado quando algumas correlações são altas, mas uma magnitude real não é bem definido (Wooldridge, 2002, p. 798). Autores como Gujarati (2004) defendem que existe sérios problemas de multicolinearidade se os coeficientes de correlação ultrapassem os 80%.

(AQ) apresentada por cada quintil, sendo que quanto maior for a média da *proxy* AQ, menor é a qualidade da informação financeira. Assim sendo apresenta-se a seguinte tabela:

Tabela 5 - Endividamento e Qualidade da Informação Financeira

<i>Endividamento Quintil</i>	<i>Endividamento</i>	<i>AQ</i>
	<i>Média</i>	<i>Média</i>
Painel A: Média de resíduos por quintil		
1ºQ (Mais baixo)	0,5878	0,0452
2ºQ	0,7304	0,0336
3ºQ	0,8042	0,0318
4ºQ	0,8704	0,0351
5ºQ (Mais alto)	0,9652	0,0383
Painel B: diferença entre médias		
3ºQ-1ºQ		0,0135
Variação %		29,87%
5ºQ-3ºQ		0,0066
Variação %		21%

Fonte: Elaboração própria

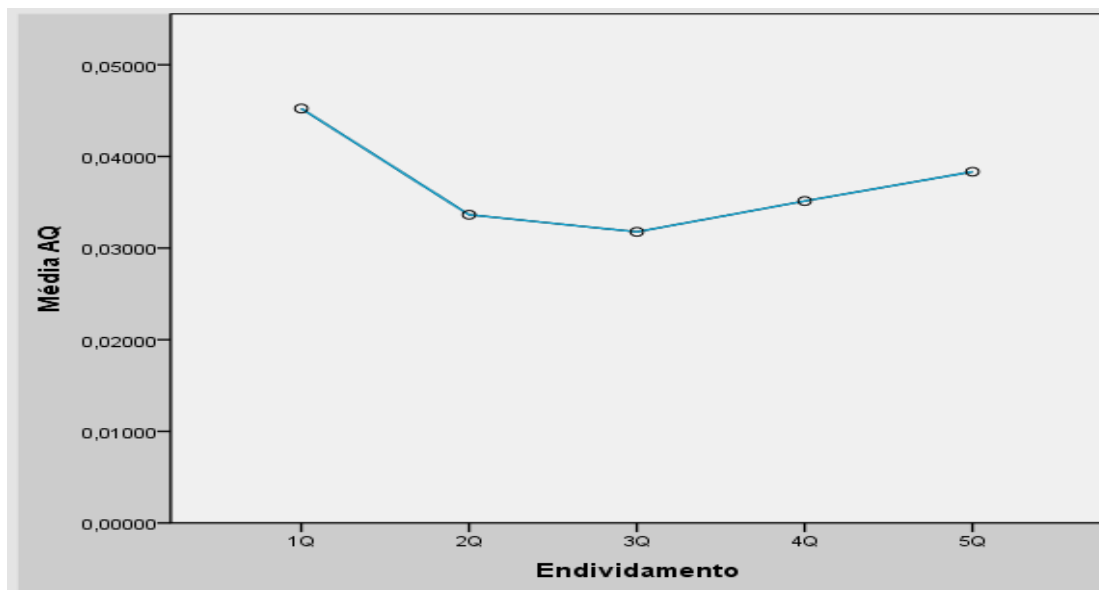
Numa primeira abordagem aos dados da tabela nº 5, pode verificar-se, através do Painel A, que as premissas defendidas por Ghosh e Moon (2010) se confirmam. Pois da análise do painel “A” constata-se haver uma influência não monótona do endividamento para com a qualidade da informação financeira. Sendo que a qualidade da informação financeira aumenta até determinado nível médio de endividamento e depois diminui com o seu aumento. No primeiro momento, o endividamento exerce uma influência positiva sobre a qualidade da informação financeira, isto é, a qualidade da informação financeira aumenta com o aumento do endividamento, sendo que a média da *proxy* da qualidade da informação decresce de 0,0452 do 1ºQ para 0,0318 do 3ºQ. No entanto, no segundo momento, a qualidade da informação financeira decresce com o aumento do endividamento, pois há um aumento da média da *proxy* da qualidade da informação financeira entre o 3ºQ e o 5ºQ, mais concretamente a média passa de 0,0318 para 0,0383 demonstrando haver uma influência negativa do alto nível de endividamento para com a qualidade da informação financeira. Esta inversão da influência do endividamento para com a qualidade da informação financeira ocorre a um nível médio do endividamento de 80%, isto é, o crescimento do endividamento exerce uma influência positiva para com a qualidade da informação financeira até chegar a

um nível médio do endividamento de 80%, a partir daí o crescimento do endividamento exerce uma influência negativa para com a qualidade da informação financeira.

O painel B apresenta as diferenças entre as médias e as respetivas variações percentuais de modo a percebermos melhor o nível de aumento e diminuição da qualidade da informação financeira mediante o crescimento do nível de endividamento. A diferença entre a média AQ apresentada no 3ºQ e 1ºQ é de -0,0135, uma diferença que aparenta ser significativa visto representar um declínio médio na ordem dos 29,87%, que corresponde a uma melhoria significativa na qualidade de informação financeira, o que é consistente, com a visão de que para baixo nível de endividamento, por não existir o risco de violar os contratos de endividamento, os administradores apresentam informação de melhor qualidade de modo a reduzir a assimetria de informação para com os credores, e assim obterem mais financiamento e em melhores condições. Contudo, a diferença entre a média de AQ do 5ºQ e o 3ºQ é de 0.0066, o que consiste num aumento médio da *proxy* AQ na ordem dos 21%. Este resultado demonstra uma perda de qualidade da informação financeira com o aumento do endividamento a partir do 3ºQ, sendo que o mesmo é consistente com a visão oportunista, isto é, que os administradores face ao alto nível de endividamento manipulam resultados para evitar violar contratos de endividamento, tentando alterar a perceção dos utilizadores da informação financeira quanto à situação da empresa.

O Gráfico nº 1 permite ver a evolução da qualidade da informação nos diferentes níveis de endividamentos.

Gráfico 1 - Qualidade da informação financeira e o nível do endividamento



Fonte: Elaboração própria

O resultado obtido com esta análise, representado no gráfico 1, é consistente com os resultados apresentados nos estudos de Ghosh e Moon (2010) e de Valipour e Moradbeygi (2011). Este resultado suporta a teoria de que o endividamento exerce uma influência não monótona para com a qualidade da informação financeira. Perante o gráfico 1, vê-se que há uma diminuição da média da *proxy* AQ entre o 1ºQ e o 3ºQ, o que consiste numa melhoria da qualidade da informação financeira com o aumento do endividamento. Contudo, a partir do 3ºQ para o 5ºQ nota-se haver um aumento da média da *proxy* AQ, o que demonstra uma mudança de tendência da influência do endividamento para com a qualidade da informação financeira, isto é, o endividamento passa a exercer uma influência negativa para com a qualidade da informação financeira. Posto isto, constata-se que o aumento do endividamento exerce uma influência positiva na qualidade da informação financeira, porém quando o endividamento começa a atingir altos níveis, passa a existir uma influência negativa do endividamento para com a qualidade da informação financeira.

4.3.2 Análise multivariável

Nesta secção, apresenta-se os resultados das regressões estimadas (Tabela nº 6) com o propósito de testar a hipótese da associação entre o endividamento e a qualidade da

informação financeira. Assim como anteriormente apresentado, os modelos foram estimados com base no Método dos Mínimos Quadrados com os dados dispostos em painel. Posto isto, foi aplicado o teste de Hausman que indicou a aplicação do modelo com efeitos variáveis¹⁴. Tendo em conta o resultado obtido da análise da distribuição das médias, considerou-se a possibilidade de haver uma influência não monótona. Assim sendo, estimou-se dois modelos sendo que no Modelo 1 não se levou em consideração a hipótese de existir uma influência não monótona, considerando assim a variável Endividamento no seu todo. Já no modelo 2, considerou-se a hipótese de haver uma influência não monótona, deste modo seguiu-se a técnica aplicada por Ghosh e Moon (2010) para confirmar a existência de tal influência não monótona através duma regressão, isto é, verificar se tal influência não é meramente ocasional. Este método consiste em dividir a variável endividamento em duas variáveis tendo em conta o nível (Endividamento1 & Endividamento2) e assim verificar se existe diferença em termos de influência. Sendo que o Endividamento1 corresponde ao nível de endividamento que vai até ao máximo de 80% e a variável Endividamento2 corresponde ao nível de endividamento superior a 80%¹⁵.

¹⁴ Para o teste de Hausman utilizou-se um nível de significância de 5%. O teste de Hausman em ambos os modelos indicou o uso dos modelos com efeitos variáveis.

¹⁵ Considerou-se o ponto de inflexão em 80% tendo em conta, que foi a partir do nível medio do endividamento de 80% que se deu a troca da influência (Tabela nº 5).

Tabela 6 - Endividamento e Qualidade da Informação Financeira

Variáveis explicativas	Variável dependente: AQ	
	Coeficiente (t-statistic)	
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,076*** (4,449)	0,089*** (4,562)
Endividamento (1)	-0,037** (-2,325)	-0,058*** (-2,623)
Endividamento2		-0,049*** (-2,693)
Dimensão	-0,002* (-1,765)	-0,002 (-1,544)
ROA	-0,225*** (-5,953)	-0,22*** (-5,771)
Var. Volume de Vendas	0,004 (0,357)	0,0037 (0,333)
f-estatístico	10,247***	8,625***
Prob (f-estatístico)	0,000	0,000
R² (%)	21,46%	22,44%
R² Ajustado (%)	19,37%	19,84%
Hausman test	8,524*	8,948

*, **, *** Indica a significância estatística a 0.10, 0.05 e 0.01 respetivamente.

Fonte: Elaboração própria

Analisando o modelo 1, no que diz respeito à variável explicativa principal - o endividamento, constata-se que o seu coeficiente é negativo e estatisticamente significativo a um nível 5% (-0,037, t-statistic = -2,325). Sendo que numa regressão linear, um coeficiente negativo corresponde a uma variável que exerce uma influência negativa sobre a variável dependente, o que neste caso corresponde a uma associação negativa entre a variável endividamento e a *proxy* AQ (*accruals* discricionários), o que significa, que o endividamento exerce uma influência positiva na qualidade da informação financeira. O mesmo será dizer que, o aumento do endividamento faz aumentar a qualidade da informação financeira apresentada pelas empresas. Este resultado corrobora os resultados obtidos pela corrente da literatura que defende existir uma influência positiva do endividamento para com a qualidade da informação financeira. Assim sendo, este resultado confirma a hipótese1 desta investigação (H1) visto que o endividamento influencia a qualidade da informação financeira apresentada pelas empresas, sendo que tal influência é no sentido positivo para com a qualidade da informação financeira. Este resultado, é consistente com a visão de que o aumento do

endividamento fomenta o aumento do escrutínio por parte dos credores, instituições de controlo, o que conduz em menores índices de práticas de manipulação de resultados, isto é, o endividamento atua como mecanismo de controlo incentivando assim a apresentação da informação financeira de qualidade, no sentido de reduzir a assimetria de informação entre os administradores, os *stakeholders* e os *shareholders*.

No que se refere à variável de controlo Dimensão, obteve-se coeficiente negativo e estatisticamente significativo a um nível de 10% (-0.002, *t-statistic* = -1,765). O que implica, que quanto maior a dimensão menor é a magnitude da *proxy* AQ (*accruals* discricionários), isto é, quanto maior a dimensão maior será a qualidade da informação financeira reportada. O que é consistente com a evidência empírica obtida por Lopes et al. (2010), que sustenta que tal influência deve-se ao facto de que as grandes empresas apresentam melhores serviços de contabilidade, o que contribui assim para reportar informação de melhor qualidade. Pois, quando maior a empresa maior serão as exigências em termos de apresentação da informação financeira. Isso advém, de as empresas de maiores dimensões despertarem maior atenção e exposição, o que contribui para um aumento do escrutínio por parte dos credores e das instituições de controlo, contribuindo assim para que quanto maior for a empresa, melhor será a qualidade da informação financeira apresentada.

Quanto a variável ROA, esta apresenta coeficiente negativo de (-0.225) e é estatisticamente significativo a 1%. Este coeficiente negativo é indicador de que as empresas utilizam os *accruals* discricionários para influenciar os resultados, visto que a *performance* exerce uma influência negativa forte sobre os *accruals* discricionários. Pois, tal influência negativa demonstra que as empresas da amostra utilizam os *accruals* discricionários tanto para aumentar como para baixar a *performance* da empresa, tendo em conta o resultado que pretendem apresentar, o que nos leva a inferir que, as empresas da amostra, em anos de fraca *performance* utilizem os *accruals* discricionários para melhorar a sua *performance*, o que se traduz em informação financeira de menor qualidade.

Quanto à variável Variação do volume de vendas, apresenta-se com um coeficiente positivo de (0,004) mas no entanto, esta não é estatisticamente significativa, possivelmente a explicação da não significância pode ter como causas a dimensão da amostra ou a não

recorrência forte ao uso dos *accruals* discricionários com o intuito de projetar crescimento futuro.

Em função do resultado obtido com a análise da distribuição das médias de AQ para o quintil do endividamento (apresentado na tabela nº 5), evidenciou-se que existe uma influência monótona do endividamento em relação à qualidade da informação financeira, conforme com os resultados do Modelo 2 que passamos a apresentar.

Assim analisando as variáveis endividamento1 e endividamento2, constata-se que a influência não monótona antes equacionada, apesar de alguns indicadores positivos, não foi possível confirmar nos resultados do modelo 2, pois tendo em conta os coeficientes apresentados por ambas as variáveis do endividamento (Endividamento1 e Endividamento2), verifica-se que as mesmas exercem uma influência positiva sobre a qualidade da informação financeira. A variável Endividamento1 apresenta um coeficiente de -0.058 e por seu lado a variável Endividamento2 apresenta um coeficiente de -0.049, sendo ambos significativos a 1%. Este resultado demonstra que um aumento em qualquer das variáveis implica uma diminuição da *proxy* AQ (*accruals* discricionários), o mesmo será dizer que, nesta amostra, à medida que aumenta o nível de endividamento, verifica-se sempre um aumento na qualidade da informação financeira, para os níveis de endividamento considerados nas empresas desta amostra. Porém, estes resultados conduzem inevitavelmente à rejeição da Hipótese dois (H2) desta investigação.

Cabe ainda realçar, que a divisão da variável endividamento em duas variáveis (Endividamento1 e Endividamento2) teve um impacto positivo na capacidade explicativa das variáveis que representam o endividamento (Endividamento1 e Endividamento2) para com a *proxy* AQ em comparação com a capacidade explicativa observada entre a variável Endividamento e a *proxy* AQ no Modelo 1, sendo que, no primeiro modelo a variável Endividamento apresentou um coeficiente de -0.037, no entanto com a divisão da variável Endividamento (modelo 1) em Endividamento1 e Endividamento2 (modelo 2), estes apresentaram um coeficiente superior de -0.058 e -0.049 respetivamente. É de destacar, que tendo em conta a evidência obtida na análise da variação das médias das *proxy* AQ para o quintil do endividamento, esperava-se que a variável Endividamento2 apresentasse uma influência negativa para com a qualidade da informação financeira, contudo tal não se

verificou. Sendo esta influência, até mais forte que a influência apresentada pela variável Endividamento no Modelo 1.

A evidência acima referida contraria o resultado obtido da análise da distribuição das médias, bem como os resultados dos estudos de Ghosh e Moon (2010) e Valipour e Moradbeygi (2011), de que o endividamento exerce uma influência não monótona para com a qualidade da informação financeira. Pois, estes apresentaram evidências de que para baixos níveis de endividamento, a influência positiva domina a influência negativa, visto que o risco de violar contratos de endividamento é muito reduzido. Porém para altos níveis de endividamento, encontraram evidência de uma influência negativa do endividamento para com a qualidade da informação financeira, defendendo que tal mudança de influência é consequência do aumento do risco de violar contratos de endividamento, o que incentiva os administradores a manipular a informação financeira de modo a apresentar uma melhor perspectiva futura da empresa evitando violar tais contratos.

O resultado do presente estudo é consistente no que se refere ao aumento do endividamento estar associado a uma melhor qualidade da informação financeira reportada nas empresas da amostra. Esta evidência empírica obtida pelo presente estudo é coerente com o resultado obtido pela corrente literária, que defende que o endividamento exerce uma influência positiva sobre a qualidade da informação financeira. Esta corrente justifica que tal influência é consequência do risco que está associado ao aumento do endividamento, pois à medida que aumenta o endividamento as empresas passam a suportar mais custos, sendo maior o risco de incumprimento das obrigações assumidas para com os credores, o que provoca um aumento do escrutínio por parte dos mesmos no acompanhamento da dívida, bem como na cobrança da mesma, contribuindo assim para o aumento da qualidade da informação financeira reportada. Contudo, é de realçar que, o presente resultado pode ter sido condicionado pelo contexto económico em que as empresas se encontravam no período do estudo, pela sua dimensão e consequentemente pelo seu nível de endividamento, visto que a economia ibérica se encontrava assolada com a crise económica e financeira que atingiu a Europa a partir de 2008.

Em suma, estes resultados reforçam a confirmação da hipótese 1 da investigação (H_1), apresentando evidência robusta de que o endividamento está associado à qualidade da

informação financeira e rejeitam a hipótese (H2), confirmando que para os altos níveis de endividamento das empresas da amostra esta associação é também positiva, isto é, a qualidade da informação financeira aumenta com o aumento do endividamento, independentemente do seu nível.

Contudo, este resultado não confirma as evidências obtidas da análise da distribuição da média da *proxy* AQ (*accruals* discricionários), visto que este evidenciou uma influência não monótona do endividamento para com a qualidade da informação financeira, sendo que, a média da *proxy* AQ decresce com o aumento médio do endividamento, até um nível médio de endividamento de 80%, o que consiste numa associação positiva do endividamento com a qualidade da informação financeira. No entanto, a partir do nível médio do endividamento de 80% a média da *proxy* AQ aumenta com o aumento do endividamento, o que aponta uma associação negativa entre o endividamento e a qualidade da informação financeira. Tal influência negativa é causada pela existência de algumas empresas que apresentam um nível elevado da *proxy* AQ, o que provocou tal crescimento da média da *proxy* AQ.

Conclusões

Reconhecendo o papel crucial da informação financeira no processo de tomada de decisão quanto à alocação de recursos, o presente estudo teve como propósito principal estudar a relação entre o nível de endividamento e a qualidade da informação financeira. A confirmação ou rejeição das hipóteses do presente estudo incidiu sobre empresas ibéricas do setor da construção, durante o período de 2010 a 2013.

A opção de escolha deste setor decorreu do facto de estar mais exposto á crise económica que assolou a Europa a partir de 2008, no qual ocorreram situações de maior exposição ao endividamento, que careciam de mais estudos científicos, cuja pertinência ficou demonstrada nesta investigação.

De acordo com a literatura, a influência positiva do endividamento para com a qualidade da informação financeira deve-se ao risco que está associada ao aumento do endividamento, nomeadamente ao incumprimento das obrigações assumidas para com os credores, com efeitos no escrutínio destes no acompanhamento da dívida, bem como na cobrança da mesma, contribuindo assim para o aumento da qualidade da informação financeira reportada.

Adicionalmente, em função do resultado do estudo de Ghosh e Moon (2010), procurou-se verificar se existe evidência de uma influência não monótona do endividamento para com a qualidade da informação financeira. Contudo, a evidência empírica obtida apontou para uma influência monótona positiva do endividamento para com a qualidade da informação financeira, demonstrando que, segundo os resultados obtidos nesta amostra, o aumento do endividamento contribuiu para o aumento da qualidade da informação financeira reportada pelas empresas, independentemente do nível de endividamento apresentado.

Apesar da controvérsia existente na literatura, quanto à relação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira, obteve-se como evidência empírica a relação positiva entre o nível de endividamento e a qualidade da informação financeira

apresentada pelas empresas ibéricas do setor da construção o que permite rejeitar totalmente a hipótese 2, para os altos níveis de endividamento de grande parte das empresas desta amostra.

A relação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira indica que à medida que aumenta o endividamento existem incrementos na qualidade da informação financeira reportada pelas empresas ibéricas do setor, seja qual for o seu nível de endividamento, o que corrobora assim a hipótese1 desta investigação.

A falta de homogeneidade das empresas da amostra e a reduzida dimensão da mesma podem ter sido insuficientes para confirmar os estudos bibliográficos e os resultados de alguns indicadores que indiciam uma maior possibilidade de manipulação da informação financeira para elevados níveis de endividamento, quando estão em causa elevados custos do crédito, em empresas que correm o risco de não renovar os contratos de financiamentos obtidos.

Apesar dos resultados obtidos neste estudo empírico não serem conclusivos quanto à manipulação da informação financeira, para elevados níveis de endividamento, existem em alguns dos indicadores, indícios bastantes, que nos permitem considerar, tal como é referido em alguns dos estudos científicos citados, que uma parte das empresas em estudo nesta amostra, com níveis mais elevados de endividamento, possam ter manipulado a informação financeira para reduzirem os seus custos de financiamento, embora os resultados da análise multivariada não o tenham confirmado.

Face às limitações na amostra obtida introduzimos na metodologia do nosso modelo variáveis de controlo, designadamente o ROA, a dimensão e a variação do volume de vendas. Os resultados obtidos indicam que o indicador ROA é estatisticamente significativo, indicando que as empresas que apresentam maior ROA apresentam informação financeira de maior qualidade (e vice-versa). De igual modo para a variável Dimensão foi obtida significância estatística, relevando que a dimensão tem uma relação positiva com a qualidade da informação financeira, o que é coerente com a pesquisa prévia. No que respeita à variação do volume de vendas não foi obtida relevância estatística, o que também se revela coerente com o período de crise em que o setor se encontrava.

Esta investigação vem contribuir para enriquecer a corrente literária, quanto a associação entre o endividamento e a qualidade da informação financeira, tendo em conta o período crítico de crise económica e financeira do respetivo setor.

Limitações da Investigação

Apesar da validade das conclusões apresentadas neste estudo, salienta-se algumas limitações do mesmo. A amostra do presente estudo constitui uma das principais limitações do mesmo, sendo uma amostra reduzida e que abarca apenas o setor da construção do mercado ibérico, o que impede que os resultados possam ser generalizados a todas as empresas do sector ibérico, a outros países e a outros setores de atividade.

Os resultados do estudo empírico foram obtidos pela aplicação da metodologia dos *accruals* discricionários, calculados com base no modelo de Francis et al. (2005) como *proxy* inversa da qualidade da informação financeira, por considerarmos que a aplicação deste modelo nos iria conduzir a melhores resultados, depois de analisados os diferentes modelos para apuramento da manipulação de resultados. Porém, não podemos confirmar se os resultados obtidos neste estudo empírico seriam os mesmos com a aplicação de outros modelos, o que pode ser considerado uma limitação deste estudo.

Também constituem limitações do presente estudo, os modelos existentes para captar a manipulação de resultados, por não existir consenso na literatura consultada, quanto ao modelo mais confiável, apesar dos esforços desenvolvidos, mediante a análise da investigação prévia para encontrar o modelo que conduzisse a melhores resultados.

Propostas para investigações futuras

Na perspetiva de investigações futuras, sugere-se:

- ❖ Explorar o tema do presente estudo, contudo aplicando a uma base amostral mais abrangente, com um período mais alargado e com mais variáveis explicativas;
- ❖ Desenvolver um estudo de modo a analisar quais dos modelos para determinar os *accruals* discricionários, que produzem melhor resultado tendo em conta o mercado português e o mercado ibérico.
- ❖ Investigar se os níveis de endividamento são ou não relevantes para a qualidade da informação financeira em amostras de empresas que sejam mais homogéneas nos níveis de endividamento e na dimensão.
- ❖ Investigar a questão da qualidade da informação financeira, tendo em conta a (re) negociação dos contratos de financiamento e os seus custos, assim como as consequências destas situações na manipulação da informação.

Bibliografia

- Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013). Accruals reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 113-129.
- Alsharairi, M., & Salama, A. (Janeiro de 2011). Does High Leverage Impact Earnings Management? Evidence from Non-cash Mergers and Acquisitions. *Journal of Financial and Economic Practice*, 12(1), 17-33.
- Alves, A. F. (2014). *O Impacto da Qualidade da Informação Financeira nas Decisões de Investimento das Empresas*. Dissertação de Mestrado Apresentada à Faculdade de Economia da Universidade do Porto em Finanças e Fiscalidade para a obtenção do grau de mestre, orientada por António Cerqueira e Elísio Brandão, Porto.
- Banco de Portugal. (Janeiro de 2014). *Análise do Setor da Construção*. Recuperado el 05 de Junho de 2015, de Banco de Portugal: http://www.bportugal.pt/pt-PT/ServicosaoPublico/CentraldeBalancos/Biblioteca%20de%20Tumbnails/Estudos%20da%20CB%2015_2014.pdf.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (January de 2008). Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Borrvalho, J. M. (2007). *A Associação entre a manipulação dos resultados contabilísticos e a opinião dos auditores*. Dissertação apresentada ao Instituto de Ciências do Trabalho e da Empresa da Universidade de Lisboa para a obtenção do grau de mestre, orientada por Helena Isidro, Lisboa.
- Cahan, S. F., Liu, G., & Sun, J. (2008). Investor Protection, Income Smoothing, and earnings Informativeness. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 1-24.

Câmara de Comercio e Indústria. (03 de 05 de 2015). *Câmara de Comercio e Indústria*.
Obtido de AEPortugal:
<http://www.aeportugal.pt/Aplicacoes/SectoresEmpresariais/Top100.asp?IDSector=22>.

Cardeira, J. M. (2012). *Manipulação de Resultados e a Divulgação de Resultados non GAAP*.
Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Universitario de Lisboa da ISCTE
Business School para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, Orientado por
Doutora Helena Isidoro, Lisboa.

Carmo, C. M. (2013). *Custo do Financiamento Bancário e a Qualidade da Informação Financeira*. Tese apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimentos dos
requisitos necessários à obtenção do grau de Doutor em Contabilidade, orientada por
Doutor José António Cardozo Moreira e Doutora Maria Cristina Souto Miranda,
Aveiro .

Comisión Nacional Del Mercado DE Valores. (10 de 05 de 2015). *Comisión Nacional Del Mercado DE Valores*. Obtido de Descargas y Visualización de Informes IPP:
<http://www.cnmv.es/ipps/default.aspx?vista=2>.

Crabtree, A., Maher, J. J., & Wan, H. (May de 2014). New debt issues and earnings
management. *Advances in Accounting, incorporating Advances in Internacional Accounting*, 30, 116-127.

Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (April de 1995). Detecting Earnings
Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.

Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual
Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59.

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (November de 2010). Understanding earnings quality: A
review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 344-401.

- Dechow, P., Hutton, A., Kin, J. H., & Sloan, R. (May de 2012). Detecting Earnings Management: A New Approach. *Journal of Accounting Research*, 50(2), 275-334.
- Dichev, I. D., Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (June de 2013). Earnings quality: Evidence from the field. *Journal of Accounting and Economics*, 56, 1-33.
- ElEconomista. (10 de 05 de 2015). *ElEconomista*. Obtenido de Ranking Nacional de Empresas : http://ranking-empresas.eleconomista.es/ranking_empresas_nacional.html?qSectorNorm=4122.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (Março de 2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Franz, D., Hassabelnaby, H., & Lobo, G. (Março de 2014). Impact of proximity to debt covenant violation on earnings management. *Review of Accounting Studies*, 19(1), 473-505.
- García-Teruel, P. J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J. P. (2014). The role of accruals quality in the access to bank debt. *Journal of Banking & Finance*, 38, 186-193.
- Gârleanu, N., & Zwiebel, J. (2009). Design and Renegotiation of Debt Covenants. *Review of Financial Studies*, 22(2), 749-781.
- Ghosh, A., & Moon, D. (JUne/July de 2010). Corporate Debt Financing and Earnings Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(5 & 6), 538-559.
- Gonçalves, S. F. (2014). *As Determinantes da Qualidade da Informação Financeira Via Imparidades de Ativos*. Dissertação de Mestrado apresentada ao Instituto de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob a orientação da Professora Doutora Cláudia Maria Ferreira Pereira, Porto.

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (December de 1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29-74.
- IAS 1. (1 de Janeiro de 2015). *International Accounting Standards 1 - Presentation of Financial Statements*. Recuperado el 20 de Janeiro de 2015, de International Financial Reporting Standards: <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/2015/ias01.pdf>.
- International Monetary Fund. (October de 2015). Global Financial Stability Report. *Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges: Risks Rotating to Emerging Markets*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (October de 1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jha, A. (2013). Earnings Management Around Debt-Covenant Violations - An Empirical Investigation Using a Large Sample of Quarterly Data. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(4), 369-396.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228.
- Karami, A., & Akhgar, M. (September de 2014). Effect of Company's size and leverage Features on the Quality of Financial Reporting of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 6(5), 71-81.
- Kasznik, R. (1999). On the Association between voluntary disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, 37(1), 57-81.

- Kennedy, P. (2006). *A Guide to Econometrics* (5 ed.). Massachusetts, USA: The MIT Press.
- Kothari, S. P., Leone, A., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Lampreia, J. (2015). *Análise sectorial construção: construção e materiais*. Recuperado el 15 de Julho de 2015, de Banco de Investimento Global: <http://www.big.pt/pdf/notassectoriais/An%C3%A1lise%20Sectorial%20-%20Constru%C3%A7%C3%A3o%20e%20Materiais.pdf>.
- Li, F., & Shroff, N. (May de 2010). Financial Reporting Quality and Economic Growth. *Working Paper*.
- Li, N. (December de 2010). Negotiated Measurement Rules in Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*, 48(5), 1103-1144.
- Linck, J., Netter, J., & Shu, T. (2013). Can Managers Use Discretionary Accruals to Ease Financial Constraints? Evidence from Discretionary Accruals Prior to Investment. *The Accounting Review*, 88(6), 2117-2143.
- Lopes, C., Cerqueira, A., & Brandão, E. (September de 2010). Impact of IFRS adoption on accounting quality in European firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6(9), 20-31.
- Martinez, A. L. (2013). Gerenciamento de Resultados no Brazil: um survey da literatura. *Brazilian Business Review*, 10(4), 1-31.
- Martins, O. R. (2007). *O endividamento Bancário e a qualidade da informação financeira: um estudo para o caso Português*. Dissertação de Mestrado apresentada a Faculdade de Economia da Universidade do Porto para obtenção do grau de Mestre em Contabilidade, orientada Doutor José António Cardoso Moreira, Porto.
- Matinfard, M., & Ojagui, R. (2013). A study on the effect of leverage on firms' management opportunism behavior. *Management Science Letters* 3, 2639-2642.

- Maxwell, J. A. (1996). *Qualitative research design: an interactive approach* (Vol. 41). Universidade de Michigan: Sage Publications.
- McNichols, M. (2002). Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 61-69.
- Mendes, C. A., Rodrigues, L. L., & Esteban, L. P. (2012). Evidence of earnings management using accruals as a measure of accounting discretion. *Tékhnē - Review of Applied Management Studies*, 10, 3-14.
- Nardi, P. C., & Nakao, S. H. (Setembro/Dezembro de 2009). Earnings management and the relation with cost of debt of Brazilian public companies. *Revista da Contabilidade & Finanças*, 20(50), 77-100.
- Ortiz, M. L., & Inchausti, B. G. (2005). La Alteracion del Resultado para Evitar Pérdidas y Descensos: Evidencia Empírica. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(124), 141-181.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das Informações Contábeis: Uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo para a obtenção do grau de doutor, orientado por Eliseu Martins, São Paulo.
- Paulo, S. (2011). *"A Europa e a Crise Financeira Mundial" Balanço da Resposta Política da UE*. Recuperado el 17 de Fevereiro de 2015, de Comissão Europeia Representação em Portugal:
http://ec.europa.eu/portugal/pdf/informa/publicacoes/resposta_crise_ue_pt.pdf.
- Pereira, H. D. (2015). *Manipulação de Resultados: O sector da Hotelaria e Restauração*. Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Auditoria, sob a orientação da Doutora Alcina de Sena Portugal Dias, Porto.

- Roberts, M. R., & Sufi, A. (August de 2009a). Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation. *The Journal of Finance*, 64(4), 1657-1695.
- Roberts, M. R., & Sufi, A. (August de 2009b). Renegotiation of financial contracts: Evidence from private credit agreements. *Journal of Financial Economics*, 93(2), 159-184.
- Rodrigues, J. N. (29 de 08 de 2015). *Incerteza Total nos Mercados Financeiros não Desapareceu*. Recuperado el 22 de 09 de 2015, de Journal Expresso: <http://expresso.sapo.pt/economia/2015-08-28-Incerteza-total-nos-mercados-financeiros-nao-desapareceu>.
- Rodríguez-Pérez, G., & Hemmen, S. V. (2010). Debt, diversification and earnings management. *Journal Accounting Public Policy*, 29, 138-159.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Shivakumar, L. (June de 2013). The role of financial reporting in debt contracting and in stewardship. *Accounting and Business Research*, 43(4), 362-383.
- Sufi, A. (2009). Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis. *Review of Financial Studies*, 22(3), 1057-1088.
- Taylor, P. (2013). What do we know about the role of financial reporting in debt contracting and debt covenants? *Accounting and Business Research*, 43(4), 386-417.
- Valipour, H., & Moradbeygi, M. (2011). Corporate Debt Financing and Earnings Quality. *Journal of Applied Finance & Banking*, 1(3), 139-157.
- Vieira, C. M. (2013). *Impacto da Crise no Financiamento das Empresas Portuguesas*. Dissertação apresentada a Faculdade de Economia da universidade do Porto para a obtenção do grau de mestre, orientado por Miguel Augusto Gomes Sousa, Porto.

- Vila, A. R. (2012). *A Manipulação de Resultados Contabilísticos: Uma Revisão da Literatura*. Dissertação apresentada a Universidade da Beira Interior para a obtenção do grau de Mestre em Gestão, orientada por Professora Doutora Ana Paula Bernardino Matias Gama, Covilhã.
- Walker, M. (June de 2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and Business Research*, 43(4), 445-481.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (January de 1978). Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.
- Wysocki, P. D. (August de 2008). Assessing Earnings and Accruals Quality: U.S. and Internacional Evidence. *MIT Sloan School of Management*.
- Zhaoguo, Z., & Xiaoxia, L. (2009). The Effects of Capital Structure on Earnings Management: Empirical Evidence from China. *The 1 st International Conference on Information Science and Engineering* (págs. 4564-4568). Nanjing, China: IEEE.

Anexo

1. Empresas que constituem a amostra do estudo:

Empresas da Amostra	
Empresas Portuguesas	
1	Zagope - Construções e Engenharia, S.A.
2	Armando Cunha, S.A.
3	CME - Construção e manutenção Electromecânica, S.A.
4	Conduril - Engenharia, S.A.
5	EDIA -Empresaa de Desenvolvimento e Infra-Estruturas do Alqueva, S.A.
6	DST Group - DST-SGPS, S.A.
7	Estradas de Portugal, S.A.
8	Etermar - Engenharia e Construção, S.A.
9	Gabriel e Couto - Construções Gabriel A.S. Couto S.A.
10	Imobiliária Construção Grão Pará, S.A.
11	Lena Engenharia e Construção - Lena SGPS,S.A.
12	Martifer SGPS, S.A.
13	Mota Engil, SGPS, S.A.
14	MRG - SGPS, S.A.
15	MSF Engenharia, S.A.
16	SACIR Concesiones, S.L.
17	Somague Engenharia, S.A.
18	Soares da Costa, SGPS, S.A.
19	Teixeira Duarte, Engenharia e Construção S.A.
20	VESTAS - SERVIÇOS DE TECNOLOGIA EÓLICA, LDA
21	Visabeira - Grupo Visabeira, SGPS, S.A.
Empresas Espanholas	
22	Abengoa, S.A.
23	Acciona, S.A.
24	ACS, S.A.
25	Ahorro Familiar, S.A.
26	Cleop - Compañía Levantina de Edificación y Obras Públicas, S.A.
27	Grupo EZENTIS, S.A.
28	Ferrovial, S.A.
29	FCC - Fomento de Constrcciones Y Contratas, S.A.
30	Sanjose - Grupo Empresarial San José, S.A.
31	OHL - Obrascón Huarte Lain, S.A.
32	Isolux - Grupo Isolux Corsán, S.A.
33	Ortiz Construcciones y Proyectos, S.A.
34	SACYR Vallehermosoo, S.A.
35	EIFFAGE, S.A.
36	Elecnor, S.A.
37	Holcim, S.A.
38	Duro Felguera, S.A.
39	CYOPSA - SISOCIA, S.A.
40	Balfour Beatty, S.A.