

**UNIVERSIDADE DO ALGARVE  
FACULDADE DE ECONOMIA**

**A MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS NO CONTEXTO DO NOVO CÓDIGO  
DE FALÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA**

Dissertação para a obtenção do Grau de Mestre em Finanças Empresariais

**TIAGO ANTÓNIO DA FONSECA MENDES**

FARO

2012

**TIAGO ANTÓNIO DA FONSECA MENDES**

FACULDADE DE ECONOMIA

Orientador(es):       Doutor Luís Miguel Serra Coelho, Professor Auxiliar da  
Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

Doutor Rúben Miguel Torcato Peixinho, Professor Auxiliar da  
Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

10 de Outubro de 2012

**A MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS NO CONTEXTO DO NOVO CÓDIGO  
DE FALÊNCIA DOS ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA**

Júri:

**Presidente:**   Doutor Efigénio da Luz Rebelo, Professor Catedrático da Faculdade de  
Economia da Universidade do Algarve

**Vogais:**       Doutor Joaquim Sant'Ana Fernandes, Professor Adjunto da Escola  
Superior de Gestão, Hotelaria e Turismo da Universidade do Algarve

Doutora Cristina Maria Pereira Viegas de Oliveira, Professora Auxiliar  
da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve

*À minha avó*

## Índice Geral

<b>Índice Geral</b> .....	<b>iv</b>
<b>Índice de Figuras</b> .....	<b>vi</b>
<b>Índice de Tabelas</b> .....	<b>vii</b>
<b>Lista de Abreviaturas</b> .....	<b>viii</b>
<b>Agradecimentos</b> .....	<b>ix</b>
<b>Resumo e palavras-chave</b> .....	<b>xi</b>
<i>Abstract and Keywords</i> .....	<b>xii</b>
<b>Capítulo I – Introdução</b> .....	<b>1</b>
<b>Capítulo II – Enquadramento Teórico</b> .....	<b>4</b>
2.1. Manipulação de Resultados .....	4
2.2. Alteração à lei das falências nos E.U.A. ....	5
2.3. Estudos empíricos anteriores e suas conclusões .....	6
<b>Capítulo III – Amostra e Metodologia</b> .....	<b>9</b>
3.1. Selecção da amostra e sua caracterização .....	9
3.2. Manipulação de Resultados – modelo empírico .....	13
<b>Capítulo IV – Resultados</b> .....	<b>17</b>
4.1. Resultados Líquidos, Cash-Flows e Acréscimos e Diferimentos .....	17
4.2. Utilização dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes para a manipulação dos resultados .....	20
4.2.1. Acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes .....	21

4.2.2. Acréscimos e diferimentos: performance relativa.....	24
4.3. Influência da opinião dos auditores no comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários e conseqüentemente na manipulação dos resultados.....	25
4.3.1. Impacto da opinião dos auditores nos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas .....	27
4.3.2. Impacto da opinião dos auditores nos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas e de controlo .....	30
4.4. Testes de robustez .....	35
4.4.1. Amostra de controlo constituída segundo o código de indústria, o tamanho do activo e z-score.....	35
4.4.2. Amostra de controlo constituída segundo o código de indústria, o tamanho do activo e o book-to-market .....	41
<b>Capítulo V – Conclusão .....</b>	<b>47</b>
<b>Anexo I.....</b>	<b>50</b>
<b>Referências Bibliográficas.....</b>	<b>54</b>

## Índice de Figuras

Figura 3.1 – Número de empresas falidas por ano da amostra .....	11
--	----

## Índice de Tabelas

Tabela 3.1 – Processo de selecção da amostra.....	10
Tabela 3.2 – Distribuição das empresas por indústria .....	11
Tabela 3.3 – Variáveis contabilísticas e de mercado das empresas da amostra .....	12
Tabela 4.1 – Variação do resultado líquido e cash-flow nas empresas falidas.....	17
Tabela 4.2 – Acréscimos e diferimentos totais, correntes e não correntes .....	18
Tabela 4.3 – Acréscimos e diferimentos de empresas falidas .....	21
Tabela 4.4 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo .....	24
Tabela 4.5 – Empresas falidas com opinião qualificada e não qualificada .....	27
Tabela 4.6 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada .....	30
Tabela 4.7 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada.....	33
Tabela 4.8 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo .....	36
Tabela 4.9 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada .....	37
Tabela 4.10 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada....	40
Tabela 4.11 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo .....	42
Tabela 4.12 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada .....	43
Tabela 4.13 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada....	45

## Lista de Abreviaturas

B/M	Rácio <i>Book-to-Market</i>
BAPCPA	<i>Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act</i>
CAC	Acréscimos de diferimentos correntes
CDAC	Acréscimos de diferimentos discricionários correntes
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	Cash-Flows Operacionais
CNDAC	Acréscimos de diferimentos não discricionários correntes
CRSP	<i>Center for Research in Security Prices</i>
EUA	Estados Unidos da América
LAC	Acréscimos de diferimentos de longo prazo
LDAC	Acréscimos de diferimentos discricionários de longo prazo
LNDAC	Acréscimos de diferimentos não discricionários de longo prazo
RL	Resultado Líquido
ROA	<i>Return on Assets</i>
SIC	Denominação anglo-saxónica para o código de actividade económica
AT	Activo Total
TAC	Acréscimos e diferimentos totais

## **Agradecimentos**

A presente dissertação assinala o fim de um ciclo, que durou seis largos anos, e que se iniciou quando decidi frequentar o curso de Gestão de Empresas da Faculdade de Economia da Universidade do Algarve. Durante este ciclo, muitos foram aqueles que me ajudaram e apoiaram a percorrer este caminho.

Em primeiro lugar, quero agradecer especialmente ao Professor Luís Coelho, pela sua disponibilidade, conhecimento e amizade, mas sobretudo pelo espírito crítico e construtivo que demonstrou ao longo deste período, pois sem as suas críticas não conseguiria terminar a presente dissertação. Quero agradecer também, ao meu outro orientador, o Professor Rúben Peixinho, pelas suas questões oportunas e sugestões construtivas que permitiram melhorar a minha dissertação.

Gostaria de deixar uma palavra de apreço ao Dr. Moura Bastos, pela sua compreensão ao longo da elaboração da dissertação, à Dra. Susana Teixeira, pelo apoio e incentivo que demonstrou.

Quero agradecer também aos meus amigos, que nos momentos mais difíceis estiveram ao meu lado para me apoiar. De uma forma mais especial, quer agradecer aos meus amigos João Monteiro e Fábio Peixoto, por tudo aquilo que passamos juntos e pelo que está para vir, pois sei que nunca me irão deixar nos momentos mais difíceis.

Ficarei eternamente grato à minha mãe, Gracinda, por tudo o que fez por mim, durante este período da minha vida, pelas suas palavras de incentivo e sacrifícios que me possibilitaram terminar a dissertação. Ao meu irmão Diogo, um obrigado muito sincero, pois nos momentos mais tristes da minha vida, o seu espírito alegre e descontraído permitiu iluminar e alegrar a minha vida. Para a minha avó, pelas suas lágrimas

derramadas após cada partida, os meus mais sinceros agradecimentos, pois essas lágrimas sempre me deram força para voltar ao conforto da nossa casa.

À minha namorada, Raquel tenho que lhe agradecer por todos os momentos que passou ao meu lado durante a realização da presente dissertação, pois foi o meu principal apoio ao longo deste percurso. Quero também pedir-lhe desculpa pelos momentos que prescindi da sua companhia para conseguir realizar esta dissertação.

A todos, o meu eterno agradecimento.

## **Resumo e palavras-chave**

Os trabalhos empíricos actualmente disponíveis sobre a utilização dos acréscimos e diferimentos discricionários como base para a manipulação de resultados em empresas falidas, fazem referência ao período anterior a 2005. Só que em 2005 existiu uma grande revolução na lei que gere as falências nos Estados Unidos da América, com a introdução do BAPCPA, uma vez que esta lei inverte o quadro legal que tendia a ser favorável as empresas devedores, passando deste modo, a dar maior primazia aos direitos dos credores. O presente trabalho analisa a manipulação dos acréscimos e diferimentos discricionários como base para a manipulação dos resultados em empresas falidas após a introdução do novo código das falências.

Os resultados obtidos sugerem que as empresas falidas tendem a manipular os resultados, recorrendo sobretudo aos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes. Os resultados permitem ainda concluir, que as empresas falidas independentemente da opinião que recebem dos auditores, tendem a apresentar o mesmo comportamento ao nível dos acréscimos e diferimentos discricionários. Por outro lado, os auditores conseguem ter a percepção da falência de uma empresa, pois qualificam mais as empresas falidas do que as empresas da amostra de controlo. No entanto, o comportamento dos acréscimos e diferimentos entre as duas amostras é similar, isto é, os auditores não conseguem influenciar o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários, nem estes são um factor essencial que os analistas utilizam para efectuar a distinção entre estes dois tipos de empresas.

**Palavras-Chave:** Manipulação de Resultados, BAPCPA, Auditores, Acréscimos e diferimentos discricionários, Empresas falidas.

### *Abstract and Keywords*

The empirical work about the use of discretionary accruals as a basis for earnings manipulation in bankrupt firms, refer to the period before 2005. But in 2005 there was a big change in the law that manages the bankruptcy in the United States, with the introduction of the BAPCPA, since this law reverses the legal framework that tended to be favorable to firms in debt, thereby, giving greater priority to the creditors' rights. The following document, examines the use of discretionary accruals as a basis for earnings manipulation in bankrupt firms, after the introduction of the new bankruptcy law.

Our results suggest that bankrupt firms tend to manipulate their reported earnings, especially those using long-term discretionary accruals. The results allow to deduce, that bankrupt firms, regardless of the opinion that they receive from auditors, tend to have the same behavior on discretionary accruals. On the other hand, the auditors have the perception of the company bankruptcy, because they qualify more bankrupt firms than the control sample firms. However, the accruals behavior between the two samples is similar, namely, the auditors can't influence the behavior of the discretionary accruals, neither these are not a key factor that analysts use to make the distinction between these two types of firms.

**Keywords:** Earnings manipulation, BAPCPA, Auditors, discretionary accruals, bankrupt firms.

## Capítulo I – Introdução

A literatura em contabilidade e finanças apresenta um conjunto de estudos que investigam como as empresas falidas utilizam a liberdade concedida pelas normas contabilísticas para dissimular as dificuldades financeiras antes da falência junto dos seus *stakeholders*. Nos Estados Unidos América, esta literatura foca exclusivamente o período anterior ao ano de 2005. Por exemplo, Rosner (2003) sugere que as empresas em dificuldades financeiras antes da falência seguem tipicamente duas estratégias para manipular os seus resultados. A primeira passa pelo empolamento dos resultados reportados, visando-se desta forma ocultar a real situação da empresa. A segunda passa pela adopção de uma postura conservadora dos gestores e conseqüente redução dos resultados, motivada pela monitorização dos auditores externos. Neste contexto, Charitou, Lambertides e Trigeorgis (2007a,b) mostram também que existem factores exógenos à empresa que condicionam a forma como os gestores manipulam os resultados. Em particular, estes autores mostram que a ausência de reservas de auditores nas contas conduz a uma sobrestimação dos resultados nos anos subsequentes. Por outro lado, sempre que existem reservas, os gestores parecem assumir um comportamento mais conservador.

Em 2005, a entrada em vigor do *Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act* (BAPCPA) marca um ponto de viragem nas leis que regulam o processo de falência nos Estados Unidos América. Em particular, a introdução deste novo código levou a que pela primeira vez na história mais recente dos Estados Unidos a lei de falência seja mais generosa para com os credores do que para com os devedores.

É neste contexto que a presente dissertação avalia em que medida esta alteração legislativa impacta o comportamento dos gestores de empresas em situação financeira

grave (e que acabaram posteriormente por falir) no que toca à manipulação dos seus resultados. Os nossos resultados sugerem que os gestores tendem a utilizar, embora de uma forma fraca, os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes para corrigir as expectativas do mercado relativamente à performance das suas empresas. Verificou-se ainda que a opinião dos auditores no que concerne à emissão de parecer sobre o princípio da continuidade não afecta o comportamento das nossas empresas da amostra. Ainda assim, esta dissertação mostra que estes agentes especializados conseguem antever a situação de falência dois anos antes de esta acontecer, pois emitem opinião qualificada para a maior parte das empresas falidas, algo que não acontece para uma amostra de empresas de controlo que partilham característica de risco/retorno similares.

Estes resultados são interessantes porque veem preencher uma lacuna existente na literatura actual da manipulação de resultados em empresas falidas já que não existe nenhum estudo que explore o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários e consequente manipulação de resultados no período após 2005. Os nossos resultados vão ao encontro das evidências apresentadas por Charitou et al. (2007b), as quais indicam que as empresas em *distress* que posteriormente vão à falência tendem a diminuir os seus resultados através da manipulação dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes. Este comportamento é também identificado por Charitou et al. (2007b) para o período pré-BAPCPA. Outra conclusão importante que se pode retirar do nosso estudo é o facto da opinião dos auditores não influenciar a tomada de decisão dos gestores das empresas falidas. Mais uma vez, os nossos resultados vão ao encontro dos apresentados por Charitou et al. (2007b) para o período antes da introdução do novo código de falências.

A presente dissertação encontra-se com a seguinte estrutura:

No segundo capítulo, é efectuado o enquadramento teórico do tema. Será definida a manipulação de resultados segundo a ideia de Healy and Wahlen (1999) e apresentados os motivos/incentivos que os gestores possuem para manipular os resultados. São também identificadas as técnicas de manipulação de resultados utilizadas pelos gestores e identificadas as restrições à manipulação de resultados. Finalmente, são apresentados os estudos empíricos existentes na área da manipulação de resultados e na área da lei das falências (BAPCPA). O terceiro capítulo define a amostra e apresenta as principais características. Neste capítulo, é também apresentado o modelo empírico utilizado neste estudo. No quarto capítulo, são apresentados e discutidos os resultados. Por último, no quinto capítulo, é apresentada a conclusão, as limitações deste estudo e perspectivas para futuros trabalhos.

## Capítulo II – Enquadramento Teórico

O presente capítulo apresenta o enquadramento teórico em que se baseia o trabalho empírico desenvolvido nesta dissertação e está dividido em três subcapítulos. No primeiro é definido o conceito de manipulação de resultados, identificadas as principais motivações para este comportamento e as diferentes formas utilizadas pelos gestores para manipularem os resultados. Neste subcapítulo abordam-se ainda as restrições existentes à manipulação de resultados. No segundo subcapítulo analisam-se as alterações introduzidas pelo novo código de falências e as suas possíveis implicações na manipulação de resultados. Por último, no terceiro subcapítulo, revêem-se alguns estudos empíricos sobre a manipulação de resultados e definem-se as nossas questões de investigação e as respectivas hipóteses nulas.

### 2.1. Manipulação de Resultados

De acordo com Healy e Wahlen (1998), a “manipulação de resultados” ocorre quando os gestores utilizam os graus de liberdades concedidos pelas normas de Reporte e Relato Financeiro na preparação das demonstrações financeiras das suas empresas, no sentido de influenciar o valor dos resultados reportados ao mercado. Estes procedimentos podem, em muitos casos, induzir em erro alguns *stakeholders* da empresa.

Verbruggen, Christaens e Milis (2008) identificam cinco grandes categorias de incentivos/motivos à manipulação de resultados, entre os quais, o mercado de acções, sinalizar/ocultar informação privada, custos políticos, fazer o director executivo (CEO) “parecer bem” e por último, motivos internos. São também identificadas neste trabalho as principais técnicas utilizadas para manipular os resultados, destacando-se: os acréscimos e diferimentos específicos, a afectação de custos ou troca de custos/receitas, divulgação de informação e a manipulação de resultados reais (*real earnings*

*management*). As primeiras três categorias dizem respeito à alteração de dados financeiros; a última refere-se à estruturação das transacções em função da redução/aumento dos resultados reportados.

Verbruggen et al. (2008) identificam também as principais restrições que existem na manipulação dos resultados. Destas destacam-se as normas contabilísticas e os regulamentos da *Securities and Exchange Commission* (SEC), os requisitos relativos à auditoria de contas e, por último, as características das empresas (ex.: estrutura accionista, características da administração, comissão de auditoria, etc.).

## **2.2. Alteração à lei das falências nos E.U.A.**

O ano de 2005 marca uma revolução nas leis que regulam a falência nos Estados Unidos, devido à entrada em vigor o BAPCPA. De facto, até esta altura, o quadro legal tendia a ser pró-devedor, concedendo um importante conjunto de poderes à equipa de gestão da empresa falida. Com o BAPCPA, tal situação alterou-se significativamente, dando-se agora, maior primazia aos direitos dos credores. Coelho (2010) resume as principais alterações introduzidas por este código. Por exemplo, segundo a antiga lei das falências, o *Bankruptcy Reform Act of 1978*, os gestores possuíam 120 dias para apresentar e aprovar o seu plano para a reorganização da empresa, podendo este prazo ser estendido pelo tribunal. Com o BAPCPA, os gestores dispõem apenas de 18 meses após o início do processo para alcançar o mesmo objectivo não sendo permitidas prorrogações do prazo. Outro exemplo é a alteração substancial dos direitos de reclamação por parte dos fornecedores aquando da falência das empresas. Segundo o BAPCPA, os fornecedores dispõem de um período mais alargado para recuperar a sua mercadoria/créditos, já que o mesmo passa de 20 para 45 dias. O BAPCPA alterou também, a relação entre as empresas em incumprimento e as empresas que operam no sector das *utilities*. De acordo com a lei antiga, estas empresas eram obrigadas a

efectuar um fornecimento contínuo às empresas a operar ao abrigo do Capítulo 11<sup>1</sup> desde que estas fornecessem garantias para os futuros pagamentos, as quais se baseavam no histórico de pagamentos e nas projecções financeiras existentes. Com a nova lei, as empresas em processo de reestruturação passam a estar obrigadas a apresentar garantias adequadas de pagamento no prazo de 30 dias após a data de falência, nomeadamente um depósito em dinheiro, pré-pagamento, letra ou fiança. O BAPCPA alterou também o pagamento de bónus e benefícios aos gestores e directores mais antigos, com vista a mantê-los nas empresas, tornando esses pagamentos mais difíceis. Em particular, é agora necessário provar que estes gestores são essenciais para a reabilitação da empresa, única razão atendível no novo código para se proceder ao pagamento de bónus e benefícios. Para além disso, é pela primeira vez estabelecido um limite máximos para este tipo de regalias.

Estes e outros exemplos sugerem que o BAPCPA é significativamente mais severo para com os devedores, o que em princípio reduz a capacidade das empresas para se reorganizarem com sucesso. É neste contexto, que se decidiu revisitar as conclusões dos estudos anteriores e analisar em pormenor as consequências da introdução do BAPCPA, na manipulação dos resultados em empresas em situação de financial distress.

### **2.3. Estudos empíricos anteriores e suas conclusões**

Tendo em consideração a mudança de paradigma na lei que regula as falências nos Estados Unidos decidiu-se analisar os diferentes trabalhos na área da manipulação de resultados em empresas que faliram. Os estudos apresentados de seguida oferecem uma visão díspar sobre o comportamento destas empresas no que toca aos acréscimos e diferimentos. Em 2003, Rosner utiliza uma amostra de 293 empresas americanas que

---

<sup>1</sup> O Capítulo 11 do Código de Falências nos Estados Unidos da América permite as empresas credoras reestruturarem-se ao abrigo da protecção Federal.

faliram no período de 1985 a 1997 e uma amostra de empresas comparáveis (em termos de sector de actividade e tamanho do activo) mas que se encontram bem do ponto de vista financeiro. A autora indica que as empresas falidas exibem um aumento material nas rubricas de clientes, inventários, activos tangíveis totais brutos, vendas, fundo de maneió líquido e acréscimos e diferimentos discricionários nos anos em que existe reservas dos auditores relativamente ao princípio da continuidade. Nos anos em que as empresas falidas não apresentam tais reservas, invertem os aumentos exibidos nas rubricas acima mencionadas.

Num estudo semelhante, Charitou et al. (2007b) utilizam uma amostra de 455 empresas americanas que faliram entre os anos de 1986 e 2001 e uma amostra de empresas de controlo (definidas a partir do tamanho e indústria) para examinar duas questões: 1) a possibilidade da existência de manipulação de resultados no ano anterior à data de falência e 2) averiguar em que medida as empresas em que os auditores colocam reservas nas contas exibem um comportamento mais conservador no que respeita à manipulação de resultados. As conclusões obtidas neste estudo diferem, em certa medida, das de Rosner. Em particular, Charitou et al. (2007b) mostram que os gestores de empresas em *financial distress* subestimam os resultados no ano anterior à falência. Por outro lado, há evidência de que as empresas com acréscimos e diferimentos de longo prazo muito negativos no ano de falência tendem a sobreviver a este evento melhor do que as empresas similares que apresentam acréscimos e diferimentos muito grandes mas de curto prazo. Outra conclusão deste trabalho é que as empresas falidas apresentam um comportamento de manipulação dos acréscimos e diferimentos com o intuito de diminuir os resultados quando os auditores colocam reservas nas contas.

Charitou et al. (2007a) identificaram uma amostra de 859 empresas que entraram em falência nos Estados Unidos, entre os anos de 1986 e 2004 e uma amostra de empresas

comparáveis (em termos de sector de actividade e rentabilidade do activo), mas que se encontram saudáveis do ponto de vista financeiro para estudar alguns assuntos complementares. Em particular, este estudo mostra que as reduções dos resultados das empresas falidas devem-se, em parte, às decisões dos novos gestores e à opinião qualificada dos auditores. Charitou et al. (2007a) sugerem ainda que os gestores das empresas falidas com baixo (elevado) investimento de accionistas institucionais no capital próprio possuem uma maior (menor) tendência a manipular os resultados no sentido da sua redução. A conclusão chave deste trabalho é que as alterações na gestão da empresa, as reservas colocadas pelos auditores e a composição accionista podem afectar a qualidade dos resultados reportados pelas empresas em *financial distress* e podem também afectar o nível dos retornos anormais apresentados por estas.

Esta dissertação explora em que medida estas conclusões permanecem válidas para o período pós-BAPCPA. Em particular, o nosso trabalho procura responder às seguintes questões de investigação. Em primeiro lugar, pretende saber-se se, nesse período, as empresas falidas utilizam os acréscimos e diferimentos para manipular os resultados nos anos que antecedem a sua declaração de falência. Por outro lado, esta dissertação investiga se, no período pós-BAPCPA, a opinião dos auditores influencia o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários e consequente manipulação de resultados. Em seguida apresenta-se a amostra e metodologia utilizadas para explorar estas questões de investigação.

## Capítulo III – Amostra e Metodologia

Este capítulo encontra-se estruturado em dois subcapítulos. Primeiramente é definida a amostra utilizada neste estudo, sendo apresentadas as suas principais características. Posteriormente é apresentado o modelo empregue para estudar as nossas questões de investigação.

### 3.1. Selecção da amostra e sua caracterização

A amostra é construída a partir de uma lista inicial de 2.474 empresas, declaradas falidas no período de 1980 a 2010 e identificadas a partir das bases de dados *Bankruptcydata.com* e *Bankruptcy Research Network*. A essa lista aplicam-se um conjunto de filtros, de forma a garantir que a amostra final possa ser utilizada para levar a cabo o nosso estudo.

A tabela 3.1 mostra o processo de selecção da amostra. Em primeiro lugar, eliminam-se da lista principal todas as empresas que não constam do COMPUSTAT (base de dados com informação contabilística) ou do CRSP (base de dados de informação de mercado). Em seguida, retiram-se as empresas que faliram antes da introdução do BAPCPA. Estes dois passos reduzem a amostra potencial para um total de 294 empresas. São posteriormente eliminadas 56 empresas que não possuem todos os dados contabilísticos necessários para a realização do estudo. Em seguida, retiram-se mais 114 empresas que não têm informação contabilística completa para um período contínuo de seis anos. Retiram-se também mais duas empresas que não possuem código de indústria histórico. Das 122 empresas identificadas neste processo, removem-se ainda as 10 empresas classificadas como pertencendo ao sector das utilities ou sector financeiro de acordo

com a classificação sugerida pelo professor Kenneth R. French.<sup>2</sup> O passo seguinte é seleccionar as empresas que tinham cotação/transacção de mercado a um data de falência, o que leva à perda de 22 empresas adicionais. Finalmente removem-se da amostra final as 30 empresas que não possuem nenhuma empresa similar em termos de código de indústria e dimensão, a qual é medida através do valor do activo total no ano anterior à falência.

**Tabela 3.1 – Processo de selecção da amostra**

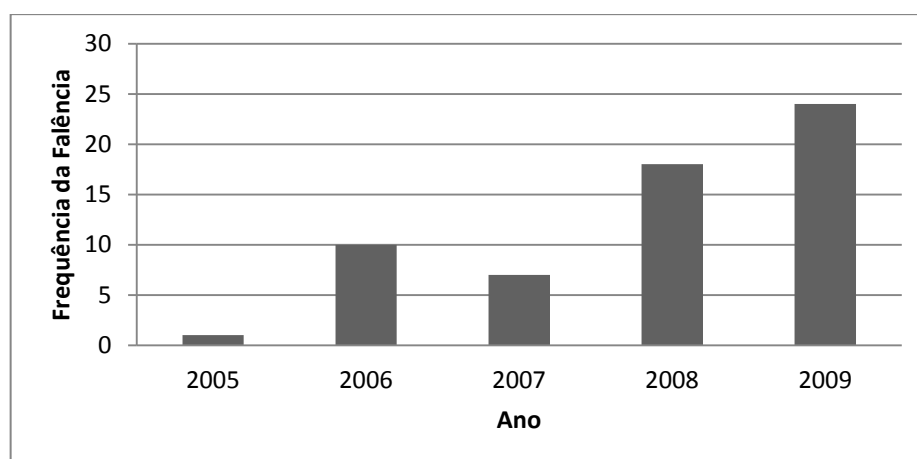
	N
Empresas falidas identificadas a partir de diferentes bases de dados	<b>2.474</b>
Empresas não presentes no CRSP ou COMPUSTAT ou que faliram antes da introdução do BAPCPA	<b>2180</b>
Empresas que não possuem a informação contabilística necessária	<b>56</b>
Empresas que não têm informação contabilística completa para um período contínuo de 6 anos	<b>114</b>
Empresas que não possuem código de indústria histórico	<b>2</b>
Empresas em que o <i>core business</i> é o sector financeiro e utilitário	<b>10</b>
Empresas que não possuem a informação de mercado necessária	<b>22</b>
Empresas sem correspondência em termos do tamanho de activo e sector de indústria	<b>30</b>
Amostra final	<b>60</b>

A amostra final é composta por 60 empresas que entram em situação de falência nos Estados Unidos da América entre 2005 e 2009, as quais possuem informação contabilística completa para a realização do estudo, têm pelo menos uma empresa comparável em termos de classificação industrial e dimensão e não competem no sector financeiro ou das *utilities*.

A figura 3.1 sumariza a distribuição do número de empresas falidas na amostra por ano.

<sup>2</sup> As empresas do sector financeiro da nossa amostra foram eliminadas porque apresentam características diferentes das demais empresas industriais da nossa amostra. O mesmo se aplica as empresas utilitárias, visto que estas são reguladas por normas específicas. O critério escolhido para seleccionar estas empresas é definido no portfólio de indústrias do Professor Kenneth French, disponível em: [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data\\_Library/det\\_49\\_ind\\_port.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/Data_Library/det_49_ind_port.html).

**Figura 3.1 – Número de empresas falidas por ano da amostra**



A figura 3.1 mostra que dois terços das empresas da amostra faliram durante os anos 2008-2009. O maior número de falências após 2007 está provavelmente relacionado com a crise financeira que teve origem no *subprime*, a qual exacerbou as dificuldades de financiamento das empresas que se deparam actualmente com um mercado de crédito mergulhado numa situação de extrema iliquidez.

A tabela 3.2 separa as empresas que compõe a amostra de acordo com o seu código de indústria histórico. A divisão é feita segundo a classificação disponibilizada pelo Professor Kenneth R. French.

**Tabela 3.2 – Distribuição das empresas por indústria**

Esta tabela apresenta-nos a distribuição das empresas falidas que compõe a nossa amostra por código de indústria e a sua frequência relativa.

Indústria	Código SIC	Frequência	%
Petróleo e Gás Natural	13	2	3,33
Papel e produtos de papel	24,25,27	2	3,33
Produtos Químicos	28	5	8,33
Indústria de fabrico	30,31,33	2	3,33
Equipamento e Serviços	35,36,73	16	26,67
Transportes	37,42,45	8	13,33
Indústrias Científicas	38	3	5,00
Retalho	57,59	4	6,67
Serviços de Entretenimento	70,78,79	3	5,00
Outros	15,26,48,49,51,65,87	15	25
		60	100

É possível verificar que a nossa amostra é composta por 10 subsectores industriais, sendo de destacar que existe uma certa concentração de casos nas áreas dos transportes, produtos químicos e equipamento e serviços, as quais representam cerca de 50% da amostra.

A tabela 3.3 sumariza alguns rácios que permitem caracterizar as empresas da nossa amostra.

**Tabela 3.3 – Variáveis contabilísticas e de mercado das empresas da amostra**

**Painel A: Média das Variáveis Contabilísticas**

Esta tabela sumariza algumas das principais variáveis contabilísticas das 60 empresas falidas que compõem a amostra. A tabela mostra-nos a média das diferentes variáveis para os cinco anos anteriores a falência. As variáveis representadas são: o activo total em milhões de dólares; vendas em milhões de dólares; retorno dos activos (ROA), definido como resultado líquido a dividir pelo total dos activos; alavancagem, definida como total do passivo a dividir pelo total dos activos; z-score, apurado segundo o modelo de Altman (1968).

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Activo Total	9745,2	9692,6	4948,2	4372,2	2976,3
Vendas	4392,2	4448,5	4778,9	4363,5	3851,7
ROA	-27,56%	-18,88%	-17,40%	-33,02%	-69,09%
Alavancagem	37,57%	36,53%	38,49%	43,24%	72,63%
Z-score	0,7	0,7	0,9	0,8	0,8

**Painel B: Mediana das Variáveis Contabilísticas**

Esta tabela sumariza algumas das principais variáveis contabilísticas das 60 empresas falidas que compõem a amostra. A tabela mostra-nos a mediana das diferentes variáveis para os cinco anos anteriores a falência. As variáveis representadas são: o activo total em milhões de dólares; vendas em milhões de dólares; retorno dos activos (ROA), definido como resultado líquido a dividir pelo total dos activos; alavancagem, definida como total do passivo a dividir pelo total dos activos; z-score, o valor do z-score é apurado segundo o modelo de Altman (1968).

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Activo Total	232,6	336,9	484,7	492,0	354,9
Vendas	316,7	349,3	427,8	445,2	427,7
ROA	-4,45%	-3,77%	-6,18%	-9,90%	-38,26%
Alavancagem	29,24%	35,03%	33,50%	40,78%	58,69%
Z-score	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1

Pode-se observar na tabela 3.3 que, em média, o activo total das empresas da amostra se reduz ao longo do período em análise (a respectiva mediana apresenta, no entanto, um comportamento indefinido), sugerindo uma deterioração do valor do activo das empresas. As vendas médias mantêm-se estáveis ao longo do período em estudo, a rondar 4.000 milhões de dólares. Ainda assim, a performance económica das empresas da amostra é negativa em todo o período (ROA sempre inferior a zero), sendo a alavancagem elevada e crescente à medida que a data da falência se aproxima. Existe, portanto, evidência de que as empresas da amostra estão em dificuldades, o que é em larga medida confirmado pelos valores obtidos para o z-score de Altman (1968). Segundo o modelo, empresas que apresentem um z-score menor a 1.81 tendem a possuir uma elevada probabilidade de falência. Note-se portanto que assim é para o caso das nossas empresas, na medida em que o valor médio e mediano do z-score para elas apurado é sempre inferior a este limite em todos os anos considerados.

### **3.2. Manipulação de Resultados – modelo empírico**

Neste trabalho segue-se a abordagem utilizada por Charitou et al. (2007a,b) e Teoh, Welch e Wong (1998) para determinar a parte não discricionária e discricionária dos acréscimos e diferimentos. Assim, em linha com estes autores, decompõe-se os acréscimos e diferimentos em quatro categorias, baseados no factor tempo (i.e., correntes ou não correntes) e por capacidade de manipulação da gestão (i.e., discricionários e não discricionários). Entende-se por acréscimos e diferimentos discricionários aqueles que são passíveis de serem directamente manipulados pelos gestores. Em geral, a sua utilização tem por objectivo influenciar os resultados da empresa no período. Em contraponto, os acréscimos e diferimentos não discricionários são os que resultam da actividade normal da empresa, sendo por isso necessários e

expectáveis (ex., depreciação elevada do activo não corrente em empresas de capital intensivo). Por outro lado, os acréscimos e diferimentos não correntes (correntes) são aqueles que envolvem rubricas do activo líquido não corrente (activos e passivos correntes).

Para se poder aplicar o modelo modificado de Jones (1991), que se encontra especificado no Anexo I, é essencial determinar os acréscimos e diferimentos totais e correntes através de informação contabilística/financeira das empresas, disponíveis no nosso caso na base de dados COMPUSTAT. Segundo este modelo, os acréscimos e diferimentos totais (TAC) resultam da subtracção do cash-flow operacional (CFO) ao resultado líquido (RL). Algebricamente:

$$TAC = RL - CFO \tag{1}$$

Os acréscimos e diferimentos correntes totais determinam-se pela diferença entre as variações das rubricas de clientes, inventários e outros activos correntes e as variações das rubricas de fornecedores, impostos e outros passivos correntes. Algebricamente:

$$CAC = \Delta(\textit{Clientes} + \textit{Inventário} + \textit{OutrosActivosCorrentes}) - \Delta(\textit{Fornecedores} + \textit{Im postos} + \textit{OutrosPassivosCorrentes}) \tag{2}$$

Em seguida, o modelo separa os acréscimos e diferimentos correntes na componente que advém da normal actividade da empresa dos que resultam das escolhas da equipa de gestão. Para isso, utiliza-se a seguinte regressão:

$$\frac{CAC_{j,t}}{A_{j,t}} = a_0 \left( \frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + a_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde  $CAC_{j,t}$  é o valor dos acréscimos e diferimentos correntes para a empresa  $j$  no ano  $t$ , o  $A_{j,t}$  o valor do activo total da empresa  $j$  no ano  $t$ ,  $\Delta Vendas_{j,t}$  é a variação ocorrida nas vendas entre o ano  $t$  e  $t-1$  para a empresa  $j$  e  $\varepsilon_{i,t}$  é ruído branco.

Após ter sido determinado os coeficientes  $a_0$  e  $a_1$  da equação 3, procede-se ao cálculo dos acréscimos e diferimentos não discricionários correntes. Em termos algébricos:

$$CNDAC_{i,t} \equiv a_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + a_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (4)$$

Onde o  $\Delta Clientes_{i,t}$  representa a variação ocorrida nos saldos dos clientes entre o ano  $t$  e  $t-1$  para a empresa  $i$ , sendo as restantes variáveis definidas como na equação (3). Resulta pois que os acréscimos e diferimentos discricionários correntes são obtidos pela diferença entre os acréscimos e diferimentos correntes e os acréscimos e diferimentos não discricionários correntes.

Posteriormente separam-se os acréscimos e diferimentos não discricionários totais dos acréscimos e diferimentos discricionários totais. Para tal utiliza-se o seguinte modelo:

$$\frac{TAC_{j,t}}{A_{j,t}} = b_0 + \left( \frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + b_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + b_2 \left( \frac{\Delta PPE_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t} \quad (5)$$

Onde  $TAC_{j,t}$  representa os acréscimos e diferimentos totais da empresa  $j$  no ano  $t$  e as restantes variáveis definidas de acordo com a equação 3, com a excepção de  $PPE_{j,t}$ , que representam a variação dos activos tangíveis totais brutos da empresa  $j$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ .

Depois de se obterem as estimativas para  $b_0$ ,  $b_1$  e  $b_2$  na equação 5, determina-se os acréscimos e diferimentos não discricionários totais, como mostra a seguinte equação:

$$TNDAC_{i,t} \equiv b_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + b_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + b_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \quad (6)$$

As variáveis da equação 6 são definidas em consonância com as variáveis presentes nas equações 3 e 5. De seguida, procede-se a subtracção dos acréscimos e diferimentos não discricionários totais aos acréscimos e diferimentos totais para se obter os acréscimos e diferimentos discricionários totais. Finalmente, sabendo-se os acréscimos e diferimentos discricionários totais (TDAC) e correntes (CDAC) obtém-se os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) pela sua diferença. Em termos algébricos:

$$LDAC = TDAC - CDAC \quad (7)$$

## Capítulo IV – Resultados

Este capítulo está estruturado em torno de quatro subcapítulos. No primeiro, são apresentados os resultados líquidos, cash-flows e os acréscimos e diferimentos nos cinco anos anteriores à falência das empresas da amostra. No segundo subcapítulo decompõe-se os acréscimos e diferimentos discricionários em correntes e não correntes nos anos anteriores à falência, de forma a analisar se as empresas falidas da nossa amostra utilizam os acréscimos e diferimentos discricionários como meio para manipular os resultados. No terceiro, separam-se as empresas que recebem opinião qualificada e não qualificada, de forma a analisar a influência da opinião dos auditores nos acréscimos e diferimentos discricionários e consequente manipulação dos resultados. Por último, no quarto subcapítulo apresentam-se alguns testes de robustez.

### 4.1. Resultados Líquidos, Cash-Flows e Acréscimos e Diferimentos

Torna-se interessante observar o comportamento das rubricas de resultados líquido, cash-flow operacional e acréscimos e diferimentos de forma a melhor compreender a performance económica e financeira das empresas da amostra antes de entrarem em situação de sua falência.

Nesse sentido, a tabela 4.1 sumariza a média e a mediana das variações nos Resultados Líquidos (RL) e Cash-Flows Operacionais (CFO) ajustados pelo valor do total do activo no início do período das empresas da nossa amostra nos cinco anos que antecedem declaração de falência.

#### **Tabela 4.1 – Variação do resultado líquido e cash-flow nas empresas falidas**

---

##### **Painel A: Variação no Resultado Líquido**

Este painel reporta-nos a variação ocorrida na média e na mediana do Resultado Líquido (RL), nas empresas falidas ao longo dos seus últimos cinco anos, ponderados pelo total do activo (AT) no início do período em causa. O N é o número de empresas observado ao longo do período em estudo.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média $\Delta RL/AT$	0,227	0,013	-0,035	-0,066	-0,061
Mediana $\Delta RL/AT$	0,019	0,012	-0,009	-0,057	-0,051
N	60	60	60	60	60

#### **Painel B: Variação no Cash-Flow Operacional**

O painel B sumariza a variação da média e da mediana dos cash-flows operacionais (CFO) das 60 empresas falidas que compõe a nossa amostra de estudos, nos cinco anos anteriores a falência, ponderados pelo total do activo (AT) no início do período. O N é o número de empresas observadas ao longo do período em estudo.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média $\Delta CFO/AT$	0,053	0,049	-0,109	-0,096	0,015
Mediana $\Delta CFO/AT$	0,003	-0,004	0,003	-0,027	-0,002
N	60	60	60	60	60

A tabela 4.1 mostra que a posição económica das empresas da amostra se deteriora de forma clara no período que antecede à entrada formal das mesmas em processo de falência. De facto, a variação do resultado líquido nos três anos que antecedem este evento é, em média e mediana, negativa. Por outro lado, verifica-se uma forte volatilidade no que toca à evolução média do valor do cash-flow operacional destas empresas nesse período, o que indica a existência de potenciais problemas de natureza financeira (em medianas a volatilidade dos valores de cash-flow operacional é relativamente modesta).

A tabela 4.2 mostra a média (painel A) e a mediana (painel B) dos acréscimos e diferimentos totais, correntes e não correntes das empresas que compõem a nossa amostra.

### **Tabela 4.2 – Acréscimos e diferimentos totais, correntes e não correntes**

#### **Painel A: Média dos acréscimos e diferimentos totais, correntes e não correntes**

Este painel reporta a média dos acréscimos e diferimentos totais (TAC), correntes (CAC) e não correntes (LAC) ponderados pelo total do activo (AT) no início do período, nos cinco anos antes da falência. N representa o número de empresas falidas observadas ao longo do período em estudo.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média TAC/AT <sub>t-1</sub>	-0,095	-0,166	-0,084	-0,088	-0,192
Média CAC/ AT <sub>t-1</sub>	0,005	-0,011	0,047	0,040	-0,027
Média LAC/ AT <sub>t-1</sub>	-0,100	-0,155	-0,131	-0,128	-0,165
N	60	60	60	60	60

**Painel B: Mediana dos acréscimos e diferimentos totais, correntes e não correntes**

O painel B sumariza a mediana dos acréscimos e diferimentos totais (TAC), correntes (CAC) e não correntes (LAC) ponderados pelo total do activo (AT) no início do período, nos cinco anos antes da falência. N representa o número de empresas falidas observadas ao longo do período em estudo.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Mediana TAC/ AT <sub>t-1</sub>	-0,078	-0,069	-0,060	-0,067	-0,176
Mediana CAC/ AT <sub>t-1</sub>	-0,003	0,008	-0,007	0,022	-0,017
Mediana LAC/ AT <sub>t-1</sub>	-0,075	-0,077	-0,053	-0,089	-0,159
N	60	60	60	60	60

É possível verificar que, no período em análise, os acréscimos e diferimentos totais (TAC) e não correntes (LAC) apresentam valores médios e medianos sistematicamente negativos. O mesmo já não se verifica no caso dos acréscimos e diferimentos correntes (CAC), na medida em que a sua média e mediana oscila entre valores positivos e negativos, não apresentado por isso uma tendência definida. Estes resultados sugerem que os TAC são sistematicamente negativos por influência do comportamento negativo dos LAC. Por outro lado, os nossos resultados indicam que as empresas da amostra têm tendência em reportar resultados líquidos menores nos anos em análise por acção dos acréscimos e diferimentos não correntes, fazendo com que a sua posição económica se deteriore, como é visível na tabela 4.1, onde se verifica que existe uma variação negativa nos resultados líquidos apresentados.

#### **4.2. Utilização dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes para a manipulação dos resultados**

Na literatura que consultámos foram encontradas posições antagónicas no que diz respeito a manipulação de resultados utilizando os acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes. Por um lado, Charitou et al. (2007b) sugere que nos anos anteriores à falência as empresas tendem a recorrer aos acréscimos e diferimentos discricionários para manipular de resultados negativamente. Em sentido oposto, Teoh (1998) defende que as empresas recorrem à manipulação das rúbricas de acréscimos e diferimentos para aumentar artificialmente os seus resultados. Importa pois verificar em que medida é que a introdução do novo código de falência nos Estados Unidos influência o comportamento das empresas neste campo. Utilizamos então duas hipóteses nulas para explorar mais formalmente esta questão. A saber:

$H_{01}$ : em média e em mediana os acréscimos e diferimentos discricionários totais, correntes e não correntes são indiferentes a zero.

$H_{02}$ : em média e em mediana a diferença entre os acréscimos e diferimentos discricionários totais, correntes e não correntes das empresas falidas e de controlo são indiferentes a zero.

Pretende-se com a primeira hipótese nula testar, a semelhança do que foi desenvolvido por Charitou et al (2007b) em seu trabalho, se os acréscimos e diferimentos discricionários apresentados pelas empresas falidas, nos anteriores a sua falência, tendem a ser diferentes de zero, ou seja, se estes acréscimos e diferimentos são utilizados como meio para manipular os resultados. Por outro lado, a segunda hipótese nula pretende testar se as empresas falidas possuem o mesmo comportamento, no que

diz respeito aos acréscimos e diferimentos discricionários, que as empresas de controle que possuem as mesmas características em termos de risco/retorno.

#### 4.2.1. Acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes

A tabela 4.3 sumariza as três variáveis-chave na manipulação de resultados obtidas através da utilização do modelo de Jones (1991), i.e., os acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC), acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) e acréscimos e diferimentos discricionários totais (TDAC). Tal como anteriormente, a nossa análise cobre o período dos 5 anos que antecedem o pedido formal de falência.

**Tabela 4.3 – Acréscimos e diferimentos de empresas falidas**

---

**Painel A: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC)**

O painel A reporta os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	0,003	-0,009	0,005	0,034	-0,032
P-value	0,864	0,588	0,869	0,041 (**)	0,079(*)
Mediana	-0,006	-0,001	-0,006	0,017	-0,005
P-value (Wilc.)	0,936	0,977	0,410	0,054 (*)	0,119
Desvio Padrão	0,123	0,128	0,217	0,124	0,138

**Painel B: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC)**

O painel B sumariza os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	-0,070	-0,112	-0,050	-0,073	-0,145
P-value	0,703	0,583	0,766	0,658	0,421
Mediana	-0,072	-0,138	-0,116	-0,126	-0,129
P-value (Wilc.)	0,164	0,078(*)	0,104	0,088(*)	0,036(**)
Desvio Padrão	1,411	1,565	1,293	1,269	1,389

#### Painel C: Acréscimos e diferimentos discricionários totais (TDAC)

O painel C sumariza os acréscimos e diferimentos discricionários totais das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários totais são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	-0,067	-0,121	-0,045	-0,039	-0,177
P-value	0,717	0,554	0,791	0,809	0,330
Mediana	-0,060	-0,145	-0,124	-0,087	-0,147
P-value (Wilc.)	0,159	0,091(*)	0,099(*)	0,153	0,037(**)
Desvio Padrão	1,425	1,566	1,316	1,252	1,396

É possível verificar no painel A que os acréscimos e diferimentos discricionários correntes não possuem uma tendência definida ao longo do período em análise. Tal sugere que os gestores não utilizam este tipo de acréscimos e diferimentos de forma sistemática para manipular resultados. Exceptuam-se desta conclusão os anos -2 e -1. De facto, os valores positivos obtidos em média e da mediana para o ano -2 indicam que existe uma tentativa de empolar os resultados nesse ano com recurso à manipulação dos valores dos CDAC. Por sua vez, os valores negativos da média relativos ao ano -1 sugerem, embora de uma forma fraca, que os resultados são deteriorados por acção dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes. Este comportamento das empresas falidas pode ser uma tentativa dos gestores num primeiro momento tentarem ocultar a situação económica, sobreavaliando os resultados, posteriormente sabendo que a

empresa estava em pré-falência poderá ter levado os gestores a deteriorar ainda mais os resultados.

O painel B mostra que os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes são, em média e mediana, negativos ao longo do período. No entanto, apenas as medianas são estatisticamente significativas nos anos -4, -2 e -1. Este resultado sugere, embora de forma fraca, que os gestores utilizam os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes para diminuir os resultados que reportam ao mercado.

No painel C pode-se observar os acréscimos e diferimentos discricionários totais. À semelhança do que acontece no painel B, a média e a mediana constantemente negativas. No entanto, apenas as medianas para os anos -4, -3 e -1 são estatisticamente diferentes de zero a níveis de significância *standard*. Estes resultados apresentam alguma evidência que os gestores utilizam os acréscimos e diferimentos discricionários para reduzirem os resultados que reportam ao mercado.

Em suma, os nossos resultados vão ao encontro das conclusões de Charitou et al. (2007b), e mostram que os gestores das empresas da amostra utilizam sobretudo os acréscimos e diferimentos não correntes para corrigir as expectativas do mercado relativamente à performance das suas empresas, bem antes das mesmas serem forçadas a declarar falência. No entanto, não se rejeita a nossa hipótese nula, o que significa que os acréscimos e diferimentos discricionários para as nossas empresas são indiferentes a zero, deste modo, sabe-se que os gestores genericamente não utilizam os acréscimos e diferimentos para manipular os resultados. Por outro lado, estes resultados sugerem que as alterações introduzidas pelo novo código de falências em nada modificaram o comportamento dos gestores de empresas à beira da falência em termos da utilização dos acréscimos e diferimentos para manipular resultados. Devemos, no entanto,

ressalvar que esta afirmação deve ser lida com cautela em virtude da reduzida dimensão da amostra (n=60) que temos disponível para trabalhar.

#### 4.2.2. Acréscimos e diferimentos: performance relativa

É necessário avaliar se o comportamento detectado no ponto 4.2.1 é específico da nossa amostra, ou pelo contrário, é recorrente nas empresas que possuem sensivelmente as mesmas características de risco/retorno. Para tal criou-se uma amostra de controlo baseada nos critérios dimensão e indústria, à semelhança do que foi adoptado por Charitou et al. (2007b). Posteriormente calcula-se a diferença entre os acréscimos e diferimentos de cada um dos pares de empresas da amostra e controlo. Os painéis A, B e C da tabela 4.4 resumizam os resultados.

**Tabela 4.4 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo**

**Painel A: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC)**

O painel A reporta os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	0,014	-0,006	0,017	0,025	-0,009
P-value	0,506	0,701	0,654	0,212	0,757
Mediana	-0,005	0,009	0,0000	0,021	-0,021
P-value (Wilc.)	0,957	0,618	0,660	0,210	0,179
Desvio Padrão	0,166	0,124	0,293	0,154	0,231

**Painel B: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC)**

O painel B resume os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	-0,029	-0,100	-0,030	-0,061	-0,153
P-value	0,879	0,631	0,861	0,720	0,407
Mediana	-0,098	-0,101	-0,118	-0,140	-0,180
P-value (Wilc.)	0,583	0,265	0,501	0,425	0,196
Desvio Padrão	1,487	1,600	1,337	1,321	1,421

**Painel C: Acréscimos e diferimentos discricionários totais (TDAC)**

O painel C sumariza os acréscimos e diferimentos discricionários totais das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários totais das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários totais são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	-0,015	-0,106	-0,013	-0,036	-0,163
P-value	0,937	0,609	0,941	0,831	0,381
Mediana	-0,040	-0,068	-0,110	-0,081	-0,090
P-value (Wilc.)	0,681	0,256	0,455	0,519	0,250
Desvio Padrão	1,481	1,596	1,384	1,311	1,425

Os painéis A, B e C da tabela 4.4 mostram que não existe significância estatística entre a diferença dos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas e de controlo. Assim, o comportamento que detectámos para os mesmos não é específico das empresas que compõem a nossa amostra, estando em linha com o expectável dado as suas características de risco e retorno (aproximadas pelo factor dimensão e indústria). Esta conclusão não permite rejeitar a nossa segunda hipótese nula em estudo.

**4.3. Influência da opinião dos auditores no comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários e conseqüentemente na manipulação dos resultados**

Segundo Charitou et al. (2007b), as empresas tendem a manipular os resultados de uma forma conservadora, independentemente da opinião que recebem por parte do auditor. No entanto as empresas auditadas e qualificadas, tendem assumir um comportamento

mais conservador nos acréscimos e diferimentos. Charitou et al. (2007b) sugere ainda que o comportamento dos acréscimos e diferimentos parece ser em grande medida resultante da tomada de decisão do gestor.

À luz das alterações introduzidas pelo novo código de falências é pertinente saber se a opinião dos auditores influencia o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários e consequente manipulação de resultados. Deste modo, dividiu-se este subcapítulo em dois tópicos. Em primeiro lugar, pretende-se saber se existe diferença na utilização dos acréscimos e diferimentos discricionários pelas empresas falidas que foram ou não qualificadas por parte dos auditores. Em segundo lugar, pretende-se saber se o comportamento apresentado nos acréscimos e diferimentos discricionários pelas empresas falidas qualificadas ou não qualificadas diferem das empresas de controlo. Para efectuar uma análise formal desenvolveram-se duas questões nulas. A saber:

H0<sub>3</sub>: os acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas qualificadas são indiferentes quer em média e em mediana aos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas não qualificadas.

H0<sub>4</sub>: os acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas são indiferentes quer em média e em mediana aos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas de controlo devido à influência da opinião do auditor.

Ao testar a terceira hipótese nula, pretende-se a semelhança do que Charitou et al. (2007b) fez no seu trabalho, descobrir se os acréscimos e diferimentos discricionários são semelhantes para as empresas falidas com ou sem opinião qualificada por parte dos auditores. Por sua vez, a quarta hipótese nula, averigua se existe comportamento idêntico entre as empresas falidas com e sem opinião qualifica e as empresas da amostra de controlo, no que diz respeito aos acréscimos e diferimentos discricionários.

### 4.3.1. Impacto da opinião dos auditores nos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas

Nesta secção estuda-se em que medida os auditores impactam sobre a manipulação de resultados por parte das empresas da amostra no momento em que emitem a sua opinião (qualificada ou não) sobre as mesmas. Utiliza-se para tal a informação disponível no COMPUSTAT, a qual permite separar as empresas amostra em dois grupos, i.e., aquelas para as quais os auditores colocam reservas nas suas contas (qualificadas) e as outras.

A tabela 4.5 mostra o número e proporção destes dois grupos, bem como o valor dos acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) para os cinco anos que antecedem o evento da falência.

**Tabela 4.5 – Empresas falidas com opinião qualificada e não qualificada**

**Painel A: Empresas falidas que receberam opinião qualificada e não qualificada dos auditores**

O painel A, apresenta o número e a percentagem de empresas falidas que receberam opinião qualificada nos diferentes anos da nossa amostra (emp. Falidas OQ); o número e a percentagem de empresas falidas que receberam opinião não qualificada nos diferentes anos da nossa amostra (emp. Falidas ONQ); Diferença dá-nos a diferença de empresas que faliram e que receberam opinião qualificada e não qualificada. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando um teste de proporções.

Ano	-5		-4		-3		-2		-1	
Emp. Falidas OQ	31	52%	26	43%	35	58%	43	72%	50	83%
Emp. Falidas ONQ	29	48%	34	57%	25	42%	17	28%	10	17%
Diferença	2	3%	-8	-13%	10	17%	26	43%	40	67%
P-value	0,7963		0,3017		0,1967		0,000 (***)		0,000 (***)	

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas falidas que receberam opinião qualificada e não qualificada dos auditores.**

No painel B1 estão representadas as médias dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas falidas que receberam opinião qualificada (Emp. Falidas OQ) e não qualificada (Emp. Falidas ONQ); Diferença dá-nos a diferença de médias entre os acréscimos e diferimentos discricionários correntes dos dois conjuntos de empresas; O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Emp. Falidas OQ	0,008	0,003	-0,005	0,034	-0,031
Emp. Falidas ONQ	-0,003	-0,018	0,018	0,032	-0,038
Diferença	0,011	0,021	-0,023	0,002	0,007
P-value	0,7338	0,5121	0,6607	0,9574	0,8436

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas falidas que receberam opinião qualificada e não qualificada dos auditores.**

No painel B2 estão representadas as médias dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas falidas que receberam opinião qualificada (Emp. Falidas OQ) e não qualificada (Emp. Falidas ONQ); Diferença dá-nos a diferença de médias entre os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo dos dois conjuntos de empresas; O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Emp. Falidas OQ	-0,117	0,114	-0,155	-0,001	-0,166
Emp. Falidas ONQ	-0,020	-0,284	0,097	-0,254	-0,040
Diferença	-0,097	0,398	-0,252	0,253	-0,126
P-value	0,7893	0,3343	0,4729	0,4628	0,6195

**Painel C1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas falidas que receberam opinião qualificada e não qualificada dos auditores.**

No painel C1 estão representadas as medianas dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas falidas que receberam opinião qualificada (Emp. Falidas OQ) e não qualificada (Emp. Falidas ONQ); Diferença dá-nos a diferença de medianas entre os acréscimos e diferimentos discricionários correntes dos dois conjuntos de empresas; O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Emp. Falidas OQ	0,000	0,001	-0,008	0,024	-0,005
Emp. Falidas ONQ	-0,008	0,000	0,000	0,016	-0,023
Diferença	0,008	0,001	-0,008	0,008	0,018
P-value	0,3476	0,7722	0,3563	0,6016	0,6428

**Painel C2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas falidas que receberam opinião qualificada e não qualificada dos auditores.**

No painel C2 estão representadas as medianas dos acréscimos e diferimentos discricionários de não correntes das empresas falidas que receberam opinião qualificada (Emp. Falidas OQ) e não qualificada (Emp. Falidas ONQ); Diferença dá-nos a diferença de medianas entre os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo dos dois conjuntos de empresas; P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Emp. Falidas OQ	-0,076	-0,062	-0,191	-0,141	-0,173
Emp. Falidas ONQ	-0,068	-0,161	-0,082	0,028	-0,095
Diferença	-0,008	0,099	-0,109	-0,169	-0,078
P-value	0,6695	0,4632	0,3412	0,2611	0,5345

O painel A da tabela 4.5 indica-nos o número e a percentagem de empresas falidas que recebe opinião qualificada e não qualificada por parte dos auditores. Verifica-se que, com a exceção do ano -4, mais de 50% das empresas da nossa amostra recebem opinião qualificada por parte dos seus auditores. No entanto, o teste de proporções só é estatisticamente significativo nos dois anos que antecedem o anúncio da falência. Tal sugere que os auditores conseguem sinalizar para o mercado os graves problemas que as empresas da nossa amostra apresentam dois anos antes de estas declararem formalmente falência.

Os painéis B1 e C1 mostram a média e a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas falidas com opinião qualificada e com opinião não qualificada. De um modo geral, verifica-se que estas variam entre valores positivos e negativos, mas sempre muito próximos de zero. Os testes t e de *Wilcoxon* não são estatisticamente significativos, o que sugere que não existe diferença de comportamento entre as empresas falidas que recebem opinião qualificada e as empresas falidas que não recebem opinião qualificada no que toca aos acréscimos e diferimentos discricionários correntes.

Os painéis B2 e C2 reproduzem esta análise mas agora para os acréscimos e diferimentos discricionários não correntes. As conclusões são muito similares. Em particular, os testes t e de *Wilcoxon* voltam a não ser estatisticamente significativos para nenhum dos anos em análise, o que sugere que as empresas da amostra se comportam de forma similar relativamente à sua gestão dos acréscimos e diferimentos, independentemente dos auditores levantarem ou não dúvidas sobre o futuro de curto-prazo das mesmas.

Em suma, os resultados obtidos sugerem que as empresas da amostra não alteram o seu comportamento em matéria de gestão dos seus acréscimos e diferimentos em função daquilo que os auditores reportam para o mercado. Esta conclusão leva-nos a não rejeitar a nossa terceira hipótese nula, ou seja, os acréscimos e diferimentos discricionários são estatisticamente indiferentes para as empresas falidas com ou sem opinião qualificada. Ainda assim, a nossa evidência sugere claramente os analistas são capazes de antever o evento de falência dois anos antes de esta ser declarada.

#### **4.3.2. Impacto da opinião dos auditores nos acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas e de controlo**

É de igual modo importante apurar se os resultados obtidos anteriormente são exclusivos da nossa amostra de empresas falidas, ou se são iguais quando se olha para uma amostra de empresas de controlo.

A tabela 4.6 mostra o número e proporção de empresas da amostra e de controlo que receberam opinião qualificada, assim como, o valor dos acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) para os cinco anos que antecedem o evento da falência.

**Tabela 4.6 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada**

---

**Painel A: Empresas que receberam opinião qualificada por parte dos auditores**

O painel A sumariza o número e a percentagem de empresas que receberam opinião qualificada nos cinco anos anteriores à falência, para os dois conjuntos de empresas em análise, empresas falidas e empresas de controlo; a diferença representa a diferença entre o número de empresas falidas que receberam opinião qualificada e o número de empresas de controlo que receberam opinião qualificada. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando um teste de proporções.

<b>Ano</b>	<b>-5</b>		<b>-4</b>		<b>-3</b>		<b>-2</b>		<b>-1</b>	
Empresas Falidas	31	52%	26	43%	35	58%	43	72%	50	83%
Empresas Controlo	12	20%	18	30%	25	42%	27	45%	32	53%
Diferença	19	32%	8	13%	10	17%	16	27%	18	30%
P-value	0,000(***)		0,129		0,067(*)		0,003(***)		0,000(***)	

---

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,008	0,003	-0,005	0,034	-0,031
Empresas Controlo	0,001	-0,021	-0,054	0,033	-0,051
Diferença	0,007	0,024	0,049	0,001	0,020
P-value	0,8329	0,5029	0,4929	0,9693	0,6782

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,117	0,114	-0,155	-0,001	-0,166
Empresas Controlo	-0,090	0,081	0,079	-0,002	-0,007
Diferença	-0,027	0,033	-0,234	0,001	-0,159
P-value	0,9384	0,9240	0,3147	0,9972	0,4979

**Painel C1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,000	0,001	-0,008	0,024	-0,005
Empresas Controlo	0,007	0,005	0,009	-0,001	0,001
Diferença	-0,007	-0,004	-0,017	0,025	-0,006
P-value	0,9678	0,9527	0,4129	0,6182	0,4133

**Painel C2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,076	-0,062	-0,191	-0,141	-0,173
Empresas Controlo	-0,026	0,102	0,065	-0,074	-0,088
Diferença	-0,05	-0,164	-0,256	-0,067	-0,085
P-value	0,5456	0,3510	0,0795(*)	0,1716	0,2838

O painel A mostra que existe uma diferença relativamente marcada entre a proporção de empresas da amostra e de controlo que recebem opinião qualificada por parte dos auditores. De facto, o teste à diferença de proporções é estatisticamente significativo em quatro dos cinco anos considerados, o que revela claramente que os auditores avaliam de forma diferente empresas que em breve irão entrar formalmente em situação de falência e empresas que partilham características de risco/retorno similares mas que não irão solicitar protecção Federal no médio/curto-prazo.

No painel B1 e B2 são respectivamente apresentadas as médias dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes e não correntes para as empresas falidas e de controlo que receberam opinião qualificada por parte do auditor. É possível verificar que o teste à diferença de médias nunca é estatisticamente significativo o que sugere que o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) são similares para as empresas falidas e de controlo. Os painéis C1 e C2 repetem a mesma análise mas em medianas. A conclusão é basicamente a mesma da do teste paramétrico anteriormente mencionado, exceptuando-se o ano -3 no caso dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes.

Analisou-se ainda as empresas que não receberam opinião qualificada, pois segundo alguns estudos empíricos existe uma relação positiva entre as dificuldades financeiras e a opinião qualificada dos auditores. De facto, os auditores sinalizam empresas com

menor risco de falir ao não qualificarem as suas contas. Deste modo, é fundamental perceber em que medida as empresas falidas que possuem opinião não qualificada tendem assumir o mesmo comportamento da amostra de controlo no que toca à gestão dos seus acréscimos e diferimentos discricionários. A tabela 4.7 é pois idêntica à anterior, mas examina o comportamento das empresas da amostra e de controlo que recebem opinião não qualificada antes do evento de falência.

**Tabela 4.7 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada**

**Painel A1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel A1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,003	-0,018	0,018	0,032	-0,038
Empresas Controlo	-0,015	0,005	0,017	-0,012	0,010
Diferença	0,012	-0,023	0,001	0,044	-0,048
P-value	0,6616	0,4168	0,9806	0,2221	0,1476

**Painel A2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel A2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,020	-0,284	0,097	-0,254	-0,040
Empresas Controlo	-0,028	-0,052	-0,090	-0,019	0,025
Diferença	0,008	-0,232	0,187	-0,235	-0,065
P-value	0,9644	0,4002	0,5221	0,4152	0,6733

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel B1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,008	0,000	0,000	0,016	-0,023
Empresas Controlo	-0,001	-0,003	0,001	-0,002	0,007
Diferença	-0,007	0,003	-0,001	0,018	-0,03
P-value	0,8463	0,8718	0,9405	0,3254	0,1876

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários não correntes (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel B2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários não correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,068	-0,161	-0,082	0,028	-0,095
Empresas Controlo	-0,017	-0,089	-0,021	-0,013	-0,021
Diferença	-0,051	-0,072	-0,061	0,041	-0,074
P-value	0,6043	0,1736	0,9405	0,8306	0,4034

As conclusões são muito similares às anteriores. Nenhum dos testes (em média ou em mediana) relativos ao comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) é estatisticamente significativo a níveis considerados normais. Conclui-se então que as empresas falidas e de controlo exibem um comportamento semelhante nos acréscimos e diferimentos discricionários quando recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, o que nos leva a não rejeitar a nossa quarta hipótese nula. Importa salientar que os nossos resultados estão em linha com os de Charitou et al. (2007b) para o período pré-BAPCPA, indicando que a introdução do novo diploma legal não teve qualquer impacto sobre esta dimensão da gestão das empresas.

#### **4.4. Testes de robustez**

Para se confirmar a robustez dos resultados apresentados anteriormente procedeu-se à realização de alguns testes adicionais. Em particular, constituíram-se mais duas amostras de controlo, compostas por 60 empresas não falidas, as quais possuem correspondência com empresas falidas nos seguintes aspectos. A primeira partilha o mesmo código SIC, tamanho do activo e z-score. O z-score é um indicador que permite avaliar em que medida uma determinada empresa se encontra perto de uma situação de falência, tendo o modelo original sido desenvolvido por Altman em 1968. A segunda amostra partilha o mesmo código SIC, o tamanho do activo da empresa e o rácio book-to-market. Este rácio é muito utilizado para avaliar em que medida a equipa de gestão adicionou valor ao investimento efectuado pelos accionistas, existindo também uma vasta literatura que mostra que o mesmo capta um importante factor de risco (e.g., Fama e French, 1992).

##### **4.4.1. Amostra de controlo constituída segundo o código de indústria, o tamanho do activo e z-score**

O modelo z-score de Altman (1968) mede a probabilidade das empresas falirem no prazo de um ano, sendo construído a partir da combinação de cinco rácios. A saber:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006X_4 + 0,999X_5 \quad (8)$$

onde X1 é dado pela divisão do Fundo de Maneio pelo Activo Total, X2 é a divisão dos Resultados Retidos pelo Activo Total, X3 é Resultado Antes Juros e Impostos a dividir pelo Activo Total, X4 é Valor de Mercado do Capital Próprio a dividir pelo Valor Total da Dívida; por último X5 é as Vendas a dividir pelo Activo Total.

Segundo Altman (1968), quando o valor do Z-score é superior a 2,99 a empresa tem baixa probabilidade de entrar em situação de falência; o oposto acontece quando Z-score <1,81. Finalmente, se Z-score estiver compreendido entre 1,81 e 2,99 o perfil de falência da empresa é indefinido. Este tipo de informação é importante para o nosso estudo, pois o modelo Z-score permite prever a falência futura de uma empresa. Para constituir esta amostra de controlo adicional, foi necessário calcular o Z-score para cada empresa falida da nossa amostra. Em seguida, seleccionamos as empresas não falidas que possuem correspondência com as empresas falidas em código de indústria e tamanho do activo, e eliminamos as que não possuíam as variáveis necessárias para calcular o Z-score. Posteriormente fizemos corresponder a cada empresa falida a empresa não falida com o Z-score mais próximo.

Os painéis A e B da tabela 4.8 resumizam os valores médios e medianos da diferença entre os acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas e respectivas empresas de controlo.

**Tabela 4.8 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo**

**Painel A: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC)**

O painel A reporta os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

<b>Ano</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Média	0,011	0,000	0,007	0,037	-0,012
P-value	0,6304	0,9874	0,8616	0,064(*)	0,6928
Mediana	-0,011	0,012	-0,009	0,038	-0,015
P-value (Wilc.)	0,7407	0,2435	0,2780	0,0205(**)	0,2149
Desvio Padrão	0,167	0,147	0,292	0,153	0,224

**Painel B: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC)**

O painel B sumariza os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	-0,012	0,017	0,033	0,023	-0,109
P-value	0,6928	0,9429	0,8516	0,8987	0,5616
Mediana	-0,015	-0,084	-0,124	-0,110	-0,153
P-value (Wilc.)	0,2149	0,3372	0,6182	0,5336	0,3522
Desvio Padrão	0,224	1,805	1,374	1,416	1,442

Os resultados obtidos na tabela 4.8 são em tudo similares aos obtidos na tabela 4.4, confirmando-se que o comportamento que detectado nos acréscimos e diferimentos discricionários é comum às empresas que apresentam as características de risco e retorno similares às da amostra de controlo.

A tabela 4.9 analisa o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) para os cinco anos que antecedem o evento da falência. Analisa também o número de empresas falidas e de controlo que receberam opinião qualificada por parte dos auditores.

**Tabela 4.9 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada****Painel A: Empresas que receberam opinião qualificada por parte dos auditores**

O painel A sumariza o número e a percentagem de empresas que receberam opinião qualificada nos cinco anos anteriores à falência, para os dois conjuntos de empresas em análise, empresas falidas e empresas de controlo; a diferença representa a diferença entre o número de empresas falidas que receberam opinião qualificada e o número de empresas de controlo que receberam opinião qualificada. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando um teste de proporções.

Ano	-5		-4		-3		-2		-1	
Empresas Falidas	31	52%	26	43%	35	58%	43	72%	50	83%
Empresas Controlo	16	27%	17	28%	23	38%	25	42%	31	52%
Diferença	15	25%	9	15%	12	20%	18	30%	19	32%
P-value	0,005(***)		0,087(*)		0,028(**)		0,001(***)		0,000(***)	

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,009	0,003	-0,005	0,034	-0,031
Empresas Controlo	0,002	-0,001	-0,032	0,019	-0,042
Diferença	0,007	0,004	0,027	0,015	0,011
P-value	0,8701	0,8952	0,7191	0,6097	0,8151

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,117	0,114	-0,155	-0,001	-0,166
Empresas Controlo	-0,774	0,019	0,026	-0,107	-0,026
Diferença	0,657	0,095	-0,181	0,106	-0,14
P-value	0,4680	0,7807	0,4393	0,6985	0,5606

**Painel C1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,000	0,001	-0,008	0,024	-0,005
Empresas Controlo	0,007	0,004	0,009	-0,004	0,003
Diferença	-0,007	-0,003	-0,017	0,028	-0,008
P-value	0,9377	0,9115	0,0886(*)	0,2486	0,2651

**Painel C2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,076	-0,062	-0,191	-0,141	-0,173
Empresas Controlo	-0,043	0,042	0,034	-0,044	-0,112
Diferença	-0,033	-0,104	-0,225	-0,097	-0,061
P-value	0,6159	0,5460	0,1325	0,1608	0,2905

O painel A desta tabela mostra que a maioria das empresas falidas recebe opinião qualificada, o mesmo não acontecendo com as empresas de controlo. Por outro lado, o teste à diferença de proporções é estatisticamente significativo nos cinco anos considerados, o que confirma de facto que existe diferenças na forma como os auditores avaliam empresas que em breve irão entrar formalmente em situação de falência e empresas que partilham características similares.

Os painéis B1, B2, C1 e C2 da tabela 4.9 são em tudo similares aos da tabela 4.6, uma vez que nenhum destes painéis apresenta evidências que mostram que as empresas falidas exibem um comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários diferente das empresas de controlo. Assim sendo, conclui-se que a opinião do auditor em nada influência a tomada de decisão do gestor.

Por sua vez, a tabela 4.10 efectua o mesmo teste que a tabela 4.9, só que agora as empresas falidas e de controlo recebem opinião não qualificada por parte dos auditores.

## Tabela 4.10 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada

### Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.

O painel B1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,003	-0,018	0,018	0,032	-0,037
Empresas Controlo	-0,011	-0,012	0,017	-0,020	0,003
Diferença	0,008	-0,006	0,001	0,052	-0,04
P-value	0,7691	0,8346	0,9708	0,1500	0,2067

### Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.

O painel B2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,020	-0,284	0,097	-0,254	-0,040
Empresas Controlo	-0,116	-0,187	-0,151	-0,089	-0,048
Diferença	0,096	-0,097	0,248	-0,165	0,008
P-value	0,6263	0,7616	0,4104	0,5653	0,9599

### Painel C1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.

O painel C1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,008	0,000	0,000	0,016	-0,023
Empresas Controlo	0,002	-0,007	-0,001	-0,024	0,012
Diferença	-0,01	0,007	0,001	0,04	-0,035
P-value	0,4294	0,4350	0,9090	0,0682(*)	0,2881

### Painel C2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.

O painel C2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,068	-0,161	-0,082	0,028	-0,095
Empresas Controlo	-0,044	-0,077	-0,086	-0,038	-0,015
Diferença	-0,024	-0,084	0,004	0,066	-0,08
P-value	0,8883	0,1565	0,8192	0,5675	0,5987

Após a análise da tabela 4.10 observa-se que os resultados obtidos são similares aos da tabela 4.7. Em suma, o comportamento apresentado pelos acréscimos e diferimentos discricionários são semelhantes para ambos os conjuntos de empresas, quando estes recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, uma vez que estes testes não apresentam significância estatística.

#### **4.4.2. Amostra de controlo constituída segundo o código de indústria, o tamanho do activo e o *book-to-market***

O *book-to-market* é um rácio importante neste contexto pois permite observar a opinião que o mercado tem relativamente à capacidade da gestão para criar valor para o accionista. Em particular, quando o rácio excede o valor unitário diz-se que o mercado percebe que a gestão foi capaz de adicionar valor ao investimento realizado pelos accionistas ao longo do tempo. Este rácio calcula-se pois da seguinte forma:

$$Book - to - Market = \frac{Valor de Mercado}{Valor Contabilístico} \quad (9)$$

onde o valor de mercado é dado pela capitalização bolsista, ou seja, número de acções a multiplicar pelo preço da acção em bolsa; o valor contabilístico é dado pelo capital próprio inscrito no balanço da empresa.

Para constituir esta amostra de controlo adicional foi necessário calcular o valor do rácio B/M para a amostra de empresas falidas. Posteriormente, seleccionamos as empresas não falidas, que possuem correspondência com as empresas falidas em código de indústria e tamanho do activo, e eliminamos as que não possuíam as variáveis necessárias para calcular o B/M. Finalmente, correspondeu-se às empresas falidas as empresas não falidas com o B/M mais próximo.

A semelhança do que foi efectuado para as outras duas amostras de controlo, os painéis A e B da tabela 4.11 resumem os dados relativos à diferença entre os acréscimos e diferimentos discricionários das empresas falidas e de controlo.

**Tabela 4.11 – Acréscimos e diferimentos dados pela diferença entre empresas falidas e de controlo**

**Painel A: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC)**

O painel A reporta os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários correntes são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	0,020	-0,018	-0,001	0,028	-0,007
P-value	0,3525	0,3273	0,9727	0,1834	0,8079
Mediana	0,008	0,007	-0,012	0,020	-0,014
P-value (Wilc.)	0,4844	0,8615	0,1549	0,1444	0,3580
Desvio Padrão	0,165	0,142	0,298	0,160	0,229

**Painel B: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC)**

O painel B resume os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das 60 empresas falidas que compõem a nossa amostra menos os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que compõem a amostra de controlo para os cinco anos que antecedem a sua falência. Os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo são apresentados segundo a média e a mediana. O P-value apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T. O P-value (Wilc.) apresenta a diferença relativa a zero, com \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon. O desvio padrão é a dispersão que os valores podem sofrer.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Média	0,009	0,006	-0,054	-0,074	-0,190
P-value	0,9651	0,9794	0,7538	0,6798	0,3223
Mediana	-0,139	-0,066	-0,111	-0,101	-0,141
P-value (Wilc.)	0,4753	0,3102	0,4101	0,2511	0,1777
Desvio Padrão	1,638	1,888	1,335	1,384	1,471

Os dois painéis da tabela 4.11 mostram que não existe significância estatística nestes dados. Os resultados obtidos nesta tabela não diferem dos obtidos nas tabelas 4.4 e 4.8. Confirmando que o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários não é específico para ambas amostras, mas comum às empresas que possuem estas características de risco e retorno.

A tabela 4.12, analisa o comportamento dos acréscimos e diferimentos discricionários que as empresas falidas e de controlo apresentam quando recebem opinião qualificada por parte dos auditores.

**Tabela 4.12 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião qualificada**

**Painel A: Empresas que receberam opinião qualificada por parte dos auditores**

O painel A sumariza o número e a percentagem de empresas que receberam opinião qualificada nos cinco anos anteriores à falência, para os dois conjuntos de empresas em análise, empresas falidas e empresas de controlo; a diferença representa a diferença entre o número de empresas falidas que receberam opinião qualificada e o número de empresas de controlo que receberam opinião qualificada. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando um teste de proporções.

Ano	-5		-4		-3		-2		-1	
Empresas Falidas	31	52%	26	43%	35	58%	43	72%	50	83%
Empresas Controlo	15	25%	18	30%	23	38%	23	38%	26	43%
Diferença	16	27%	8	13%	12	20%	20	33%	24	40%
P-value	0,003(***)		0,1297		0,0284(**)		0,000(***)		0,000(***)	

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a

\*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,008	0,003	-0,005	0,034	-0,031
Empresas Controlo	-0,021	0,026	-0,033	0,024	-0,055
Diferença	0,029	-0,023	0,028	0,010	0,024
P-value	0,4254	0,6185	0,7059	0,7419	0,6678

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel B2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,117	0,114	-0,155	-0,001	-0,166
Empresas Controlo	0,019	-0,451	0,011	0,169	0,054
Diferença	-0,136	0,565	-0,166	-0,170	-0,220
P-value	0,7056	0,2698	0,4688	0,4571	0,3444

**Painel C1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	0,000	0,001	-0,008	0,024	-0,005
Empresas Controlo	-0,008	-0,005	0,013	-0,001	-0,003
Diferença	0,008	0,006	-0,021	0,025	-0,002
P-value	0,5301	0,7132	0,0915*	0,4071	0,5970

**Painel C2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião qualificada dos auditores.**

O painel C2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,076	-0,062	-0,191	-0,141	-0,173
Empresas Controlo	0,037	0,038	0,051	0,137	-0,088
Diferença	-0,113	-0,100	-0,242	-0,278	-0,085
P-value	0,2973	0,8774	0,1105	0,0182**	0,1875

O painel A desta tabela é em tudo similar ao painel A das tabelas 4.6 e 4.9, mostrando que os auditores qualificam mais empresas que em breve irão entrar formalmente em situação de falência do que as empresas que partilham características de risco/retorno similares.

Os testes espelhados nos painéis B1, B2, C1 e C2 indicam que tanto ao nível da média como da mediana não existem diferenças significativas entre as empresas falidas e de controlo. Mostrando que os acréscimos e diferimentos discricionários (correntes e não correntes) são semelhantes para os dois conjuntos de empresas que recebem por parte dos auditores uma opinião qualificada.

A tabela 4.13 é idêntica à anterior mas foca-se agora no comportamento das empresas da amostra e de controlo que não recebem opinião qualificada antes do evento de falência.

#### **Tabela 4.13 – Acréscimos e diferimentos de empresas com opinião não qualificada**

**Painel A1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel A1 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

<b>Ano</b>	<b>-5</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>
Empresas Falidas	-0,003	-0,018	0,018	0,032	-0,038
Empresas Controlo	-0,016	0,002	0,031	-0,006	-0,001
Diferença	0,013	-0,020	-0,013	0,038	-0,037
P-value	0,6405	0,4969	0,6859	0,3003	0,2498

**Painel A2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel A2 apresenta-nos a média dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas médias de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes T.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,020	-0,2839	0,097	-0,254	-0,040
Empresas Controlo	-0,112	0,0249	0,000	-0,103	0,037
Diferença	0,092	-0,3088	0,097	-0,151	-0,077
P-value	0,6716	0,2691	0,7434	0,6088	0,6481

**Painel B1: Acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel B1 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários correntes. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,008	0,000	0,000	0,016	-0,023
Empresas Controlo	-0,002	-0,003	0,002	-0,020	0,000
Diferença	-0,006	0,003	-0,002	0,036	-0,023
P-value	0,7407	0,9792	0,9203	0,2688	0,3394

**Painel B2: Acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) das empresas que receberam opinião não qualificada dos auditores.**

O painel B2 apresenta-nos a mediana dos acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo das empresas que recebem opinião não qualificada por parte dos auditores, para duas amostras de empresas, as empresas falidas e as de controlo; Diferença, mostra-nos a diferença entre as duas medianas de acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo. O P-value apresenta a \*Significância a 10%, \*\*Significância a 5%, \*\*\* Significância a 1%, usando os Testes Wilcoxon.

Ano	-5	-4	-3	-2	-1
Empresas Falidas	-0,068	-0,161	-0,082	0,028	-0,095
Empresas Controlo	0,003	-0,027	-0,058	-0,067	-0,018
Diferença	-0,071	-0,134	-0,024	0,095	-0,077
P-value	0,6198	0,0632*	0,6375	0,6042	0,5319

As conclusões são muito idênticas às anteriores. Assim sendo, os testes indicam que não existem diferenças entre empresas falidas e de controlo, o que indica que o comportamento dos acréscimos e diferimentos é semelhante para estes dois grupos de empresas, quando recebem uma opinião não qualificada por parte dos auditores.

## Capítulo V – Conclusão

No ano de 2005 deu-se uma revolução na lei que regula as falências nos EUA, pois entrou em vigor o BAPCPA, código que tornou tais leis fortemente pró-credoras. Esta dissertação estuda em que medida as alterações no quadro legal das leis de falência afectam o exercício de manipulação dos resultados em empresas falidas, com base em acréscimos e diferimentos de natureza discricionária. Em particular, utiliza-se uma amostra de 60 empresas falidas no período pós-BAPCPA e 60 empresas de controlo (definidas em torno da indústria e tamanho do activo) para responder às seguintes questões de investigação: 1) Em que medida as empresas falidas utilizam os acréscimos e diferimentos para manipular os resultados nos anos que antecedem a sua declaração de falência e 2) Qual o impacto que a opinião emitida pelos auditores tem no comportamento dos gestores no que toca à utilização dos acréscimos e diferimentos discricionários.

Os resultados obtidos sugerem que as empresas da amostra tendem a manipular os resultados com o objectivo de os diminuir, recorrendo para isso à utilização de acréscimos e diferimentos discricionários não correntes, conclusão que está em linha com a de Charitou et al. (2007b) para o período pré-BAPCPA.

Os resultados permitem ainda concluir que as empresas da amostra tendem a apresentar o mesmo comportamento ao nível dos acréscimos e diferimentos discricionários, independentemente da opinião dos auditores (i.e., qualificada ou não qualificada). Verificou-se ainda que o comportamento dos acréscimos e diferimentos é similar para as empresas de controlo que partilham o mesmo perfil de risco e retorno. Estes resultados vão ao encontro dos apresentados por Charitou et al. (2007b), que mostram que as empresas falidas e de controlo com opinião qualificada e não qualificada

apresentam o mesmo nível de acréscimos e diferimentos discricionários. No entanto, os nossos resultados contrastam com os apresentados por Rosner (2003), que mostra que as empresas falidas quando recebem reservas tendem a manipular os resultados de forma a aumentá-los e nos anos em que não recebem reservas tendem a apresentar um comportamento inverso. Finalmente, os nossos resultados sugerem que os auditores conseguem perceber se uma empresa vai falir ou não, em média, dois anos antes de tal evento.

Apesar de o novo código de falências penalizar fortemente os devedores/incumpridores, os resultados obtidos nesta dissertação mostram que estas empresas falidas continuam a apresentar a mesma linha de comportamento, no que diz respeito à manipulação de resultados, com o período anterior à introdução do novo código de falências.

As limitações que encontramos no desenvolvimento deste trabalho devem-se sobretudo ao tamanho da amostra, pois a introdução do novo código de falências é bastante recente, conjugando-se com a aplicação de um filtro bastante restritivo (período contínuo de dados contabilísticos e de mercado de seis anos). Outra limitação prende-se com o método de separar os acréscimos e diferimentos, entre discricionários e não discricionários.

Com base em trabalhos anteriores e face às nossas conclusões existem questões pertinentes que poderão ser alvo de estudos futuros. Em primeiro lugar, poderá ser pertinente esclarecer se no período após 2005, a composição da estrutura accionista é um factor determinante e influenciador na tomada de decisão do gestor no que diz respeito à manipulação dos resultados. Visto que resultados anteriores a 2005 mostram que os gestores de empresas com baixo (elevado) nível de investidores institucionais têm maior (menor) tendência a recorrer à manipulação de resultados para os diminuir.

Outro trabalho futuro a desenvolver neste âmbito, é perceber se os gestores manipulam os resultados das suas empresas com o intuito de receber prémios/bónus, e se o conselho de administração os incentiva a tomar este tipo de comportamento. Uma vez que existem trabalhos anteriores que mostram que os incentivos recebidos pelos gestores, por parte da estrutura accionista, são um factor fundamental para a manipulação de resultados. Finalmente, a terceira proposta de investigação futura é perceber se no período após 2005 as alterações nas equipas de gestão tendem a influenciar a manipulação de resultados das empresas falidas, com intuito de criar uma boa imagem junto do conselho de administração. Sabendo-se que no período anterior a 2005 existem evidências que mostram que os novos gestores no ano em que assumem funções tendem a diminuir os resultados das suas empresas.

## Anexo I

Neste trabalho, define-se o total dos acréscimos e diferimentos (TAC) como:

$$TAC = CDAC + CNDAC + LDAC + LNDAC$$

(10)

onde, CDAC são os acréscimos e diferimentos discricionários correntes, CNDAC são os acréscimos e diferimentos não discricionários correntes, LDAC representam os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo e, finalmente, LNDAC diz respeito aos acréscimos e diferimentos não discricionários de longo prazo.

É também possível definir TAC pela diferença entre o resultado líquido (RL) e o cash-flow operacional (CFO):

$$TAC = RL - CFO$$

(11)

Ou como a soma dos acréscimos e diferimentos correntes (CAC) com os acréscimos e diferimentos de longo prazo (LAC):

$$TAC = CAC + LAC$$

(12)

Sendo o CAC obtido pela diferença entre a variação dos activos correntes, que não são dinheiros e a variação do passivo corrente operacional:

$$CAC = \Delta(\text{Activo Corrente} - \text{Caixa e Equivalente Caixa})$$

$$- \Delta(\text{Passivo Corrente} - \text{Dívida Longo Prazo a menos de um ano})$$

(13)

Ou então como:

$$\begin{aligned} CAC = & \Delta(\text{Recebimentos} + \text{Inventário} + \text{Outros Activos Correntes}) \\ & - \Delta(\text{Pagamentos} + \text{Im postos} + \text{Outros Passivos Correntes}) \end{aligned}$$

(14)

Para definir a componente discricionária dos acréscimos e diferimentos correntes, é necessário primeiro calcular a componente não discricionária, utilizando-se nesse caso uma modificação ao modelo de Jones (1991). Neste contexto, começa-se por estimar os acréscimos e diferimentos esperados num determinado ano, a partir da seguinte regressão:

$$\frac{CAC_{j,t}}{A_{j,t}} = a_0 \left( \frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + a_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

(15)

Onde o  $CAC_{j,t}$  é o valor dos acréscimos e diferimentos correntes para a empresa  $j$  no ano  $t$ ,  $A_{j,t}$  é o valor do activo total da empresa  $j$  no ano  $t$ ,  $\Delta Vendas_{j,t}$  a variação ocorrida nas vendas entre o ano  $t$  e  $t-1$  para a empresa  $j$  e  $\varepsilon_{i,t}$  o ruído branco.

Por outro lado, para calcular o valor dos acréscimos e diferimentos não discricionários correntes (CNDAC) utiliza-se:

$$CNDAC_{i,t} \equiv a_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + a_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Receitas_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

(16)

onde as variáveis são definidas como na equação (A6), exceptuado  $\Delta$  Receitas, a qual representa a variação ocorrida nos rendimentos operacionais entre o ano t e t-1 para a empresa i e  $\varepsilon_{i,t}$  é ruído branco. Finalmente, o valor dos acréscimos e diferimentos discricionários correntes (CDAC) para a empresa i no ano t dado por:

$$CDAC_{i,t} \equiv \frac{CAC_{i,t}}{A_{i,t-1}} - CNDAC_{i,t}$$

(17)

O  $CDAC_{i,t}$  representa os acréscimos e diferimentos discricionários correntes da empresa i para o ano t. Que é nos dado pela diferença entre os  $CAC_{i,t}$  que são os acréscimos e diferimentos correntes para a empresa i no ano t, actualizados pelo  $A_{i,t-1}$  que é activo total da empresa i para o ano t-1 e o  $CNDAC_{i,t}$  que representa os acréscimos e diferimentos não discricionários correntes da empresa i para o ano t.

Para definir qual o valor que os acréscimos e diferimentos discricionários e não discricionários de longo prazo assumem é necessário começar por definir o total dos acréscimos e diferimentos ponderado pelo activo total para a empresa j no ano t da seguinte forma:

$$\frac{TAC_{j,t}}{A_{j,t}} = b_0 + \left( \frac{1}{A_{j,t-1}} \right) + b_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + b_2 \left( \frac{\Delta PPE_{j,t}}{A_{j,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t}$$

(18)

Onde o  $TAC_{j,t}$  é total dos acréscimos e diferimentos para a empresa j no ano t, o  $A_{j,t}$  é total do activo da empresa j no ano t, a  $\Delta Vendas_{j,t}$  a variação ocorrida nas vendas entre

o ano t e t-1 para a empresa j, a  $\Delta PPE_{j,t}$  é a variação dos activos tangíveis totais brutos da empresa j no ano t e  $\varepsilon_{j,t}$  o ruído branco.

Com os totais dos acréscimos e diferimentos não discricionários definido como:

$$TNDAC_{i,t} \equiv b_0 \left( \frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + b_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Receitas_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + b_2 \left( \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{j,t} \quad (19)$$

onde as variáveis são definidas como na equação (A9), exceptuado  $\Delta Receitas_{i,t}$ , a qual representa a variação ocorrida nos rendimentos operacionais entre o ano t e t-1 para a empresa i e  $\varepsilon_{j,t}$  é ruído branco.

Após a obtenção de TNDAC, podemos obter os acréscimos e diferimentos não discricionários de longo prazo, a partir da diferença entre o TNDAC e o CNDAC:

$$LNDAC = TNDAC - CNDAC \quad (20)$$

Finalmente, os acréscimos e diferimentos discricionários de longo prazo (LDAC) são calculados pela seguinte expressão:

$$LDAC = LAC - LNDAC \quad (21)$$

## Referências Bibliográficas

- Altman, E. (1968) Financial ratios, discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Balsam, S., H.A. Mozes e H.A. Newman (2003) Managing Pro Forma Stock Option Expense under SFAS No. 123, *Accounting Horizons*, 17(1), 31-45.
- Baber, W.R., S. Chen e S. Kang (2006) Stock price reaction to evidence of earnings management: Implications for supplementary financial disclosure, *Review of Accounting Studies*, 11(1), 5-19.
- Bartov, E., D. Givoly e C. Hayn (2002) The rewards to meeting or beating earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 173-204.
- Beatty, A. e D.G. Harris (2001) Intra-Group, Interstate Strategic Income Management for Tax, Financial Reporting, and Regulatory Purposes, *The Accounting Review*, 76(4), 515-536.
- Burgstahler, D.C e M.J. Eames (2003) Earnings Management to Avoid Losses and Earnings Decreases: Are Analysts Fooled?, *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 253-294.
- Charitou, A., N. Lambertides e L. Trigeorgis (2007a) Earnings Behaviour of Financially Distressed Firms: The Role of Institutional Ownership, *ABACUS*, 43(3), 271-296.
- Charitou, A., N. Lambertides e L. Trigeorgis (2007b) Managerial discretion in distressed firms, *The British Accounting Review*, 39, 323-346.

- Coelho, L. M. S. (2010) Bankruptcy Abuse Prevention and Consumer Protection Act: friend or foe?, Working paper, disponível em SSRN: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1747684](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1747684).
- Dietrich, J.R., M.S. Harris e K. A. Muller III (2001) The reliability of investment property fair value estimates, *Journal of Accounting and Economics*, 2001, 30, 125-158.
- Dowdell, T. D. e E. Press (2004) The impact of SEC scrutiny on financial statement reporting of in-process research and development expense, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(3), 227-244.
- D'Souza, J., J. Jacob e K. Ramesh (2001) The use of accounting flexibility to reduce labor renegotiation costs and manage earnings, *Journal of Accounting and Economics*, 30, 187-208.
- DuCharme, L. L., P.H. Malatesta e S. E. Sefcik (2001) Earnings Management: IPO Valuation and Subsequent Performance, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 16(4), 369-396.
- Fama, E.F. e K. French (1992) The Cross-Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Godfrey, J., P. Mather e A. Ramsay (2003) Earnings and Impression Management in Financial Reports: The Case of CEO Changes, *Abacus*, 39(1), 95-123.
- Healy, P.M. e J.M. Wahlen (1999) A review of the earnings management literature and its implications for standard setting, *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Heninger, W.G. (2001) The Association between Auditor Litigation and Abnormal Accruals, *The Accounting Review*, 76(1), 111-126.

- Johnston, D. e S. Rock (2005) Earnings Management to Minimize Superfund Clean-up and Transaction Costs, *Contemporary Accounting Research*, 22(3), 617-642.
- Jones, J. J. (1991) Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, 29 (2), 193-228.
- Kaplan, S.E. (2001) Further evidence on the ethics of managing earnings: an examination of the ethically related judgments of shareholders and non-shareholders, *Journal of Accounting and Public Policy*, 20(1), 27-44.
- Kim, J. e Yi C. H. (2006) Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status and Earnings Management: Evidence from Korea, *Contemporary Accounting Research*, 23(2), 427-464.
- Kim, J., R. Chung e M. Firth (2003) Auditor Conservatism, Asymmetric Monitoring and Earnings Management, *Contemporary Accounting Research*, 20(2), 323-359.
- Klein, A. (2003) Audit committee, board of director characteristics and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, 22(3), 375-400.
- Krishnan, G.V. (2003) Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?, *Accounting Horizons*, 17, 1-16.
- Krull, L.K. (2004) Permanently Reinvested Foreign Earnings, Taxes and Earnings Management, *The Accounting Review*, 79(3), 745-767.
- Lang, M., J. S. Raedy e W. Wilson (2006) Earnings management and cross listings: Are reconciled earnings compatible to US earnings?, *Journal of Accounting and Economics*, 42, 119-148.

- Leone, A.J. e S. Rock (2002) Empirical test of budget ratcheting and its effect on managers' discretionary accrual choices, *Journal of Accounting and Economics*, 32, 43-67.
- Louis, H. e D. Robinson (2005) Do managers credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock split, *Journal of Accounting and Economics*, 39, 361-380.
- Mande, V., R. G. File e W. Kwak (2000) Income Smoothing and Discretionary R&D Expenditures of Japanese Firms, *Contemporary Accounting Research*, 17(2), 263-302.
- Marquardt, C.A. e C. I. Wiedman (2004) How are Earnings Managed? An Examination of Specific Accruals, *Contemporary Accounting Research*, 21(2), 461-491.
- McVay, S.E. (2006) Earnings Management Using Classification Shifting: An Examination of Core Earnings and Special Items, *The Accounting Review*, 81(3), 501-531.
- Monem, R.M. (2003) Earnings Management in Response to the Introduction of the Australian Gold Tax, *Contemporary Accounting Research*, 20(4), 747-774
- Murphy, K.J. (2001) Performance standards in incentive contracts, *Journal of Accounting and Economics*, 30, 245-278.
- Payne, J.L. e S. W. G. Robb (2000) Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 15(4), 371-392.
- Petrovits, C.M. (2006) Corporate-sponsored foundations and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, 41, 335-362.

- Reitenga, A.L. e M. G. Tearney (2003) Mandatory CEO Retirements, Discretionary Accruals and Corporate Governance Mechanisms, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 82(2), 255-280.
- Rosner, R. L. (2003) Earnings manipulation in failing firms, *Contemporary Accounting Research*, 20 (2), 361–408.
- Roychowdhury, S. (2006) Earnings Management through real activities manipulation, *Journal of Accounting and Economics*, 41, 335-370.
- Schrand, C.M. e B. R. Walther (2000) Strategic Benchmarks in Earnings Announcements: The Selective Disclosure of Prior-Period Earnings Components, *The Accounting Review*, 75(2), 151-177.
- Shivakumar, L. (2000) Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings?, *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 339-371.
- Teoh, S.H., I. Welch e T. J. Wong (1998a) Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings, *Journal of Financial Economics*, 50, 63–99.
- Teoh, S.H., I. Welch e T. J. Wong (1998b) Earnings management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings, *The Journal of Financial*, 53(6), 1935-1974.
- Tucker, J.W. e P. A. Zarowin (2006) Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness?, *The Accounting Review*, 81(1), 251-270.
- Vafeas, N., A. Vlittis, P. Katranis e K. Ockree (2003) Earnings Management Around Share Repurchases: A Note, *Abacus*, 39(2), 262-272.

Verbrugge, S., Christaens, J. e Milis, K. (2008) Earnings management: a literature review, Working paper, disponível em: <http://lirias.hubruessel.be/handle/123456789/2222>.

Wasley, C. E. e J. S. Wu (2006) Why Do Managers Voluntarily Issue Cash Flow Forecasts?, *Journal of Accounting Research*, 44(2), 389-428.