



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Qualidade da Informação em Pequenas e Médias Empresas num Contexto de Crise Financeira

Estudo para o caso português

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Auditoria e Fiscalidade

por

Joana Sofia Pinto Salgado Neves Sequeira

sob orientação de
Professor Doutor Paulo Alves

Faculdade de Economia e Gestão
Agosto 2014

Agradecimentos

Agradeço à minha família e amigos toda a compreensão e estímulo dedicados ao longo do meu percurso acadêmico e por terem sempre acreditado nas minhas capacidades.

Um especial agradecimento aos meus pais, avó e irmão pelo apoio incondicional e por estarem sempre presentes.

Ao meu orientador, um enorme obrigado pela ajuda concedida e pela disponibilidade.

Resumo

O objetivo deste Trabalho Final de Mestrado consiste em explorar a relação entre manipulação de resultados nas pequenas e médias empresas (PME) portuguesas e períodos de crise financeira.

A principal forma de financiamento das empresas no contexto empresarial português tende a passar pela obtenção de crédito junto das Instituições Financeiras, pressionando os gestores das empresas a apresentar uma imagem de elevado desempenho económico. Quanto melhor for a imagem da empresa, maior probabilidade esta terá de aceder ao sistema bancário.

Deste modo, os gestores das empresas em dificuldades financeiras tendem a adoptar soluções contabilísticas discricionárias no sentido de melhorarem a imagem da empresa e, conseqüentemente facilitarem o acesso ao financiamento.

O estudo empírico foi fundamentado através da revisão da literatura, comparando trabalhos de variados autores sobre a atuação dos gestores em períodos de crise financeira e períodos de estabilidade económico-financeira. Este estudo permitiu concluir que os gestores tendem a manipular mais os seus resultados em contextos de crise económico-financeira, no sentido de conseguirem obter financiamento junto da banca.

No entanto, recorrendo à análise de variáveis e rácios e pela construção de um modelo *logit*, concluiu-se que a crise financeira atual não teve impacto significativo na tomada de decisões que visam manipular os resultados no contexto empresarial português.

Assim, a parte prática deste Trabalho Final de Mestrado, subordinado à questão '*Será que os gestores tendem a manipular mais os resultados das suas empresas*

numa situação de crise financeira do que numa situação com ausência desta?', permitiu concluir que no período de análise (2005 a 2012) a variável 'ano' não teve qualquer impacto na tomada de decisões por parte dos gestores e, portanto, não foi possível provar que em Portugal os gestores tendem a manipular os resultados das suas empresas de forma mais intensa numa situação de crise do que numa situação de estabilidade financeira.

Abstract

The purpose of this Dissertation was to explore the relationship between earnings management in small and medium-sized Portuguese companies and financial crisis periods.

The main form of funding for companies in the Portuguese business environment is usually obtaining credit from financial institutions, thus putting pressure on company managers to present an image of high economic performance. In fact, the better the company's image, the bigger probability it will have to access banking credit.

For that reason, company managers in financial difficulties tend to adopt discretionary accounting solutions in order to improve the company's image and consequently facilitate the access to financing.

The empirical study was reasoned through literature revision, comparing works from different authors on the performance of managers in periods of financial crisis and periods of economic and financial stability. This study allowed concluding that managers tend to manipulate more their results in a context of economic and financial crisis, in order to be able to obtain banking credit.

However, through the analysis of variables and ratios plus the construction of a logit model, it is possible to conclude that the current financial crisis does not have a significant impact in the decision making process of managing earnings, in the Portuguese business environment.

This way, this Dissertation subordinated to the question *'Do managers tend to further manipulate their companies' results in a context of financial crisis then in its*

absence?', allowed us to conclude that, in the period of study (2005 to 2012) the 'year' variable does not have any impact in the managers' decision making process and therefore it was not possible to prove that in Portugal managers tend to manipulate their companies' results more intensively in a context of crisis than in a context of financial stability.

Índice

1. INTRODUÇÃO	1
1.1 Apresentação do tema e definição dos objetivos da investigação	2
1.2 Metodologia a utilizar	6
1.3 Resultados esperados	6
1.4 Estrutura do estudo	8
2. ENQUADRAMENTO DA CRISE FINANCEIRA	10
2.1 As recentes crises	11
2.1.1 A crise <i>subprime</i>	12
2.1.2 O contágio à Europa	22
2.1.3 Crise da dívida soberana europeia	24
2.1.4 O caso português.....	26
2.2. Evolução recente e perspetivas futuras	29
3. ENTENDIMENTO DE MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS	33
3.1. Clarificação do conceito e seus objetivos.....	33
3.2 Incentivos à manipulação dos resultados	36
3.2.1 Contratos	38
3.2.2 Regulação	41
3.2.3 Impostos	43
3.3. Incentivos à manipulação dos resultados no contexto português.....	43
4. MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS EM EMPRESAS AFETADAS PELA CRISE.....	46

4.1	Fragilidades financeiras das PME e dificuldades no acesso ao financiamento num contexto de crise financeira.....	46
4.2	Acordos de Basileia.....	50
4.2.1	Acordo de Basileia I.....	51
4.2.2	Acordo de Basileia II.....	52
4.2.3	Impacto da Basileia II nas PME.....	54
4.2.4	Acordo de Basileia III	55
4.2.5	Impactos de Basileia III	57
4.3	O impacto da crise nas PME.....	58
5.	HIPÓTESES E DESCRIÇÃO DAS METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO	61
5.1	Seleção da amostra.....	61
5.2	Estatísticas descritivas.....	68
5.3	Formalização do modelo.....	70
6.	ANÁLISE DA EVIDÊNCIA EMPÍRICA	77
7.	CONCLUSÕES DO ESTUDO, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO	81
7.1	Conclusões do estudo.....	81
7.2	Limitações do estudo.....	82
7.3	Sugestões de investigação futura.....	83
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	84
	ANEXOS.....	99
	Anexo I – Medidas previstas no memorando de entendimento.....	99
	GLOSSÁRIO	112

Índice de Figuras

Figura 1: Evolução taxas de juro EUA, RU e EUR	20
Figura 2: Crédito interbancário	22
Figura 3: Principais indicadores macroeconómicos 2009.....	27
Figura 4: Evolução das importações e exportações portuguesas.....	28
Figura 5: Histograma da variável Q.....	62
Figura 6: Histograma da variável Q após remoção de <i>outliers</i>	64
Figura 7: Histograma da variável Q após remoção final de <i>outliers</i>	65
Figura 8: Empresas-ano que declararam lucro nulo ou próximo de zero	70
Figura 9: Logaritmo natural do ativo total.....	79
Figura 10: Logaritmo natural do ativo total controlado pela variável LRL ...	79

Índice de Tabelas

Tabela 1: Localização e dispersão de Q	63
Tabela 2: Localização e dispersão de Q após remoção de <i>outliers</i>	64
Tabela 3: Localização e dispersão de Q após remoção final de <i>outliers</i>	65
Tabela 4: Regras para construção de histogramas	67
Tabela 5: Classificação da amostra final	68
Tabela 6: Evolução da dimensão da amostra	68
Tabela 7: Medidas de localização e dispersão dos RL anuais	69
Tabelas 8: Modelo com algoritmo <i>stepwise</i>	72
Tabela 9: Resultados testes Omnibus aos coeficientes do modelo	74
Tabela 10: Resultados teste Hosmer & Lemeshow	74
Tabela 11: Resumo do modelo	75
Tabela 12: Tabela de classificação do modelo	76
Tabela 13: Medidas previstas para o 2º trimestre de 2011	99
Tabela 14: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011	100
Tabela 15: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011 (continuação)	101
Tabela 16: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011 (continuação)	102
Tabela 17: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011	103
Tabela 18: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011 (continuação)	104
Tabela 19: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011 (continuação)	105
Tabela 20: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012	106
Tabela 21: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012 (continuação)	107
Tabela 22: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012 (continuação)	108
Tabela 23: Medidas previstas para o 2º trimestre de 2012	108
Tabela 24: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2012	109
Tabela 25: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2013	110
Tabela 26: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2013	111

Tabela 27: Medidas previstas para 2014 111

1. INTRODUÇÃO

Num contexto de total incerteza e imprevisibilidade face ao futuro, o que deveremos esperar em relação ao desempenho das nossas empresas?

Utilizando o caso da Enron (2002) - um dos escândalos contabilístico-financeiros da última década - percebemos que o mesmo, entre outros, contribuiu para o despoletar da crise mundial ocorrida no final de 2008. A visão dos gestores da Enron era a mesma de muitos de outras organizações dos Estados Unidos: querer um crescimento grande e rápido sem pensar nas consequências a longo prazo. Deste modo, os gestores utilizavam soluções contabilísticas para divulgarem uma imagem das empresas que fosse de encontro às expectativas de resultados dos analistas e do mercado, atuando, por vezes, de forma discricionária nos resultados das empresas.

A informação contabilística reveste-se de extrema importância para a administração das empresas, assim como para os restantes utilizadores – tais como, colaboradores, analistas, financiadores, investidores, fornecedores e Estado – ajudando-os no processo de tomada de decisões. A produção da referida informação tem por base normas que, em alguns casos, apresentam um grau de subjetividade e flexibilidade e requerem, muitas vezes, o uso de estimativas. Os gestores podem utilizar essa subjetividade e flexibilidade para fornecerem uma imagem da situação económico-financeira mais próxima dos seus interesses. Ora, é neste contexto que surge na literatura a expressão “*earnings management*” que significa “gestão de resultados” ou “manipulação dos resultados” – explicado com maior pormenor no capítulo 3. *Entendimento de manipulação dos resultados.*

1.1 Apresentação do tema e definição dos objetivos da investigação

Apresentada de uma maneira mais clara, a “manipulação de resultados” corresponde à expressão inglesa “*earnings management*” e significa, tal como referem Schipper (1989) e Healy e Wahlen (1999), o resultado das escolhas contabilísticas dos gestores no sentido de, através do relato financeiro, obterem um ganho específico para si próprios ou para as respetivas empresas. A manipulação de resultados tem subjacente atuações no âmbito dos princípios contabilísticos aceites e, como tal, não deve ser sempre associada, como por vezes acontece na linguagem corrente, a fraude contabilística (Moreira, 2006). Assim, a manipulação dos resultados poderá ser feita com o objetivo de fornecer maior conteúdo informativo (Beneish, 2001) ou, poderá ser realizada com o intuito dos gestores atingirem certos objetivos, resultando em benefícios próprios – **manipulação oportunista** (Watts e Zimmerman, 1978; Beneish, 2001).

Os gestores, no entanto, apenas tendem a utilizar esse tipo de manipulação quando possuem incentivos suficientemente proveitosos, que superem os riscos associados à manipulação caso a mesma venha a ser descoberta, tais como deterioração da imagem da empresa e/ou diminuição da confiança dos *stakeholders*¹, levando-os a utilizar certas práticas contabilísticas discricionárias com a intenção de obterem os resultados desejados. Esses incentivos serão explanados com elevado pormenor na secção **3.2 Incentivos à manipulação de resultados**.

Compreende-se, assim, que num contexto económico e financeiro adverso, resultante de duas crises seguidas, a primeira à escala mundial – crise *subprime*

¹ Os *stakeholders* incluem os fornecedores potenciais e atuais de capital, os trabalhadores, clientes, fornecedores, reguladores e intermediários financeiros, ou seja, todos os agentes económicos com interesses legítimos na empresa.

– e a segunda associada à dívida soberana dos países da Zona Euro – explicadas com maior pormenor na secção *2.1 As recentes crises* – a qualidade da informação contabilística das empresas mereça um especial cuidado de análise por parte dos seus utilizadores, assumindo que, nesse ambiente, existam maiores incentivos à distorção da imagem das empresas.

Os períodos de crise são normalmente caracterizados pela implementação de políticas restritivas no setor bancário, dificultando a obtenção de financiamento, daí que as empresas tenham de apresentar uma imagem credível e saudável para poderem recorrer ao financiamento, aumentando, assim, o risco de manipulação por parte dos gestores. Com a crise veio também o aumento dos impostos, pelo que as empresas com menor necessidade de financiamento têm interesse em ver os seus resultados diminuídos no sentido de pagarem menos impostos – evasão fiscal.

Partindo destes pressupostos, e tendo em conta que se trata de um caso aplicado à situação de Portugal, este estudo aprofunda o tema da qualidade da informação contabilística em pequenas e médias empresas (PME) num contexto de crise financeira.

Porquê apenas basear este trabalho em PME?

A realidade empresarial portuguesa é composta maioritariamente por PME que têm sido objeto de interesse, face ao papel que estas desempenham na consecução do crescimento económico do país, ao peso evidenciado na estrutura empresarial e à proeminente contribuição para o emprego gerado.

Segundo os dados divulgados no estudo do Instituto Nacional de Estatística (INE) em 2010, as micro, pequenas e médias empresas portuguesas representavam 99,9% do tecido empresarial português e eram responsáveis por 60,9% do volume de negócios.

Assim, parece razoável que, considerando o universo português, este estudo se baseie única e exclusivamente em PME, onde gestão e propriedade se confundem; contabilidade e fiscalidade estão intrinsecamente ligadas; demonstrações financeiras são a base de cálculo do imposto sobre o rendimento; mercado de capitais é incipiente; e o financiamento alheio das empresas é obtido, quase e exclusivamente, junto do sistema financeiro (Moreira, 2008).

Esta investigação terá, assim, como principal objetivo, responder à seguinte questão: *Será que os gestores tendem a manipular mais os resultados das suas empresas numa situação de crise financeira do que numa situação com ausência desta?*

Antes de passar à descrição da metodologia a utilizar nesta investigação, importa referir três aspetos que constituem pilares deste estudo: (1) quais os períodos e amostra a utilizar, (2) as soluções contabilísticas dos gestores a considerar e (3) a razão da escolha dos resultados líquidos (RL) como o alvo a atingir pelos mesmos.

Tendo em conta os períodos de crise que afetaram Portugal e as características da sua realidade empresarial, supra mencionados, serão utilizados os anos 2005 (antes da crise) a 2012 (altura de crise) sob uma amostra de pequenas e médias empresas.

Também referido nos parágrafos acima, nas circunstâncias de um contexto económico-financeiro adverso, os gestores deparam-se com duas escolhas contabilísticas com vista à obtenção de um benefício ou evitar um sacrifício – *incentivos*. Por um lado, são motivados a minimizar a fatura fiscal, adotando soluções contabilísticas para reduzir os resultados (e.g., Kosi et al., 2006; Moreira, 2006; Baralexis, 2004) – *evitar um sacrifício*. Por outro lado, as empresas com necessidades de financiamento bancário sabem que a

probabilidade de o obterem depende fortemente da qualidade dos seus resultados (Moreira, 2006; Baralexis, 2004; Missonier-Piera, 2004) – *obtenção de um benefício*.

Será também importante salientar que a grande maioria das empresas portuguesas não é obrigada a ter as suas contas auditadas por não reunirem as condições exigidas por Lei². Daqui se pode aferir que a informação financeira produzida pela generalidade das empresas tende a ser de baixa qualidade. Por seu turno, as empresas com contas auditadas estão mais constrangidas na eventual manipulação de resultados, traduzindo-se num sinal de melhor qualidade da informação financeira (Moreira, 2006).

Segundo o estudo de Moreira (2008), existe evidência empírica da ocorrência de situações de manipulação de resultados, determinada pelos incentivos fiscal e de financiamento acima referidos. Supõe-se que, com o impacto da crise, estes incentivos tenham aumentado significativamente. É precisamente o que este estudo se propõe investigar.

De acordo com a evidência apresentada pela literatura, os resultados das empresas são o centro da atenção de investidores e outros *stakeholders*, aparecendo como o principal indicador de desempenho económico e de saúde financeira das empresas (e.g. Ball e Brown, 1968; Beaver, 1968; Dechow et al., 1998). Como tal, consideramos os resultados líquidos como variável de análise na presente investigação.

² Se dois dos três requisitos fixados na Lei não se verificarem durante dois anos consecutivos (total do ativo superior ou igual a 1.500.000€; total dos proveitos de 3.000.000€; número médio anual superior a 50 trabalhadores) a empresa não é obrigada a ter as suas contas auditadas. (Artigo 262º CSC)

1.2 Metodologia a utilizar

A investigação irá basear-se em uma amostra com dois períodos distintos, como foi referido acima. Uma será o conjunto de PME vivendo na atual crise financeira (de 2008 a 2012) e a outra será o conjunto de PME vivendo no período anterior à crise (de 2005 a 2007). Com esta diferenciação pretende-se aferir se o efeito das escolhas contabilísticas adotadas pelos gestores é significativamente distinto nos dois períodos analisados.

Serão utilizadas duas metodologias distintas, mas que se complementam no sentido de aferirmos da existência de diferenças entre os períodos referidos.

Numa primeira instância, a metodologia que se mostra mais adequada, é a análise gráfica, também denominada de modelo distribucional de Burgstahler e Dichev (1997). Este modelo permite verificar se a distribuição das frequências dos resultados líquidos e das suas variações é significativamente diferente entre os períodos.

Para confirmar os resultados fornecidos pela análise gráfica recorre-se ao uso de modelos *logit* com o objetivo de detetar as variáveis que influenciam a amostra.

1.3 Resultados esperados

A literatura apresenta evidência de que, por vezes, os gestores tendem a fazer escolhas contabilísticas no sentido de influenciar os resultados do período no sentido ascendente através de antecipação de resultados futuros, ou no sentido descendente através de diferimento de resultados presentes.

Schwartz (1982), por exemplo, obteve evidência de que os gestores de empresas americanas em dificuldades financeiras manipulam os resultados no sentido de melhorar a imagem financeira das empresas e influenciar a percepção do mercado acerca da viabilidade e credibilidade das mesmas.

Burgstahler e Dichev (1997), por seu turno e ainda no caso americano, demonstraram que uma anormal reduzida frequência de empresas reportavam pequenos resultados negativos e uma anormal elevada frequência de empresas reportavam pequenos resultados positivos. Segundo estes autores, a justificação para a atuação das empresas deve-se ao facto das mesmas não quererem desagradar aos destinatários da informação, obterem melhores condições de financiamento e não terem de pagar uma grande quantia de imposto sobre o rendimento.

No caso português, como referido acima, o tecido empresarial é constituído, essencialmente, por pequenas e médias empresas cuja principal fonte de financiamento externo é realizado junto da banca. Além do mais, existe uma grande interdependência entre contabilidade e fiscalidade, visto que o imposto é apurado a partir dos resultados contabilísticos. Existem, assim, dois incentivos para a manipulação dos resultados no contexto português: o de minimizar o pagamento do imposto sobre o rendimento e o de obter financiamento a custo favorável (Moreira, 2006).

Contudo, esses incentivos tendem a produzir efeitos contraditórios sobre os resultados. Quando o incentivo fiscal é mais forte, os gestores procuram reduzir os resultados da empresa para, conseqüentemente, diminuir o imposto a pagar. No caso das empresas que têm maiores necessidades de financiamento e querem assegurar o mesmo em boas condições de custo, o incentivo de financiamento é privilegiado, levando os gestores a aumentarem os resultados da empresa (Moreira, 2008).

Atendendo à presente investigação, espera-se que, num contexto de uma grave crise económico-financeira, a maioria das empresas objeto de estudo esteja em dificuldades financeiras e, conseqüentemente, possua uma forte necessidade de financiamento. Nestas empresas, prevê-se que o incentivo de obtenção de financiamento se sobreponha ao incentivo fiscal, pois este financiamento poderá ser a única forma de ultrapassarem a situação de dificuldade em que se encontram e de assegurarem a sua sobrevivência.

Deste modo e tendo em conta a amostra utilizada – empresas não cotadas e de pequena e média dimensão –, quando as empresas necessitam de financiamento, sentem-se motivadas a manipular os seus resultados no sentido ascendente com o objetivo de divulgarem uma imagem melhor do que a efetivamente existente.

1.4 Estrutura do estudo

Este trabalho apresenta a seguinte estrutura: no próximo capítulo é feita uma caracterização do contexto económico e empresarial português.

No capítulo 3 é feita a revisão de literatura na qual se clarifica o conceito de “manipulação dos resultados”, os incentivos subjacentes e os mecanismos utilizados pelos gestores.

No capítulo 4, continuando ainda na revisão de literatura, são relacionados os conceitos “crise financeira” e “manipulação dos resultados” descritos nos capítulos anteriores, procurando descrever o impacto da atual crise na distorção da informação financeira das empresas.

De seguida, no capítulo 5 enunciam-se as hipóteses e descrevem-se as metodologias de investigação aplicadas.

No capítulo 6 aborda-se a análise da evidência empírica.

Por último, as conclusões deste estudo, as suas limitações e sugestões de investigação futura serão apresentadas e discutidas no capítulo 7.

2. ENQUADRAMENTO DA CRISE FINANCEIRA

A palavra “crise” tem sido, desde o ano 2008, uma das mais utilizadas, nacional e internacionalmente. Esta palavra tão polémica consiste numa perturbação temporária dos mecanismos de funcionamento e regulação de um sistema. Segundo Rolo (2010), as crises são despoletadas por grupos de agentes do sistema financeiro que, em contextos de desregulamentação, não hesitam em privilegiar os seus interesses individuais em detrimento dos interesses coletivos. No sistema capitalista, as crises tendem a assumir-se “financeiras” ou “económicas”: as primeiras caracterizam-se por rápidas perdas de valor nos ativos financeiros, enquanto as últimas assumem formas de *estagnação*, caso o produto interno bruto (PIB) apresente um crescimento zero, *recessão*, se o PIB tiver um crescimento negativo em dois ou mais trimestres consecutivos ou *depressão*, no caso da recessão se prolongar por longos períodos.

Segundo Reinhart e Rogoff (2008a) existem cinco diferentes tipos de crise: bancárias, cambiais, de dívida, bolsistas e *twin crisis*. As primeiras são caracterizadas por uma ausência de confiança no sistema financeiro e na banca, traduzindo-se, conseqüentemente, numa “corrida” aos bancos para levantar os depósitos e na falta de concessão de crédito entre bancos. As crises cambiais, por sua vez, estão relacionadas com a desvalorização e/ou volatilidade na taxa de câmbio de uma determinada moeda. Já as crises de dívida representam a incapacidade de cumprimento do pagamento das dívidas por parte das entidades soberanas – países. As crises bolsistas originam a desvalorização dos ativos e têm origem em bolhas especulativas, durante as quais o preço dos ativos se valoriza bastante, seguidas de um *crash*, isto é, o reventamento da bolha especulativa e conseqüente queda no valor dos ativos. Por último, as *twin crisis* definem-se pela coexistência de crises bancárias e crises cambiais. Nestas situações, regra geral, tem início uma crise cambial relacionada com uma forte

depreciação cambial, traduzindo-se numa desvalorização dos investimentos estrangeiros efetuados pelos bancos. Consequentemente, esta situação despoleta o efeito “corrida aos bancos” devido à desconfiança associada, resultando na crise bancária (Silva, 2011).

A crise económico-financeira atual tem um pouco de cada uma das crises identificadas por Reinhart e Rogoff (2008b), como veremos mais à frente.

2.1 As recentes crises

Portugal tem vivido, nos últimos seis anos, sob o estigma da crise. Nos primeiros dois anos desse período, afetado por uma crise financeira mundial - *subprime*, cujas repercussões se refletiram à escala mundial e, nos últimos quatro anos com problemas relacionados com a crise da dívida soberana dos países da Zona Euro que, no caso português, decorre de um elevado endividamento externo, de um baixo crescimento tendencial e de indicadores de dívida e défice públicos superiores à média europeia.

Quando a palavra *subprime* começou a aparecer nas páginas dos jornais económicos no verão de 2007, pouca gente conhecia exatamente o seu significado. Ficou então a saber-se que designava um segmento do mercado hipotecário americano, o da concessão de empréstimos para aquisição de casa própria a pessoas de baixos rendimentos e, logo, de elevado risco de incumprimento.

2.1.1 A crise *subprime*

Quais as origens e causas da crise financeira?

Aiginger (2009) refere que na origem da crise financeira esteve o acesso facilitado ao crédito imobiliário nos Estados Unidos no segmento *subprime*, despoletando, assim, a vontade de muitos americanos quererem ser proprietários de um imóvel. Ainda de acordo com este autor, “Empréstimos baratos concedidos a pessoas cujo valor creditício e rendimentos seriam, em circunstâncias normais, não considerados estáveis ou suficientemente altos para um empréstimo” demonstram a pouca ou nenhuma regulação existente no mercado de crédito da habitação nos Estados Unidos.

Tudo começou na década de 1970, em que duas políticas governamentais dedicadas exclusivamente ao setor imobiliário iniciaram o processo de titularização de hipotecas dos créditos habitação – Fannie Mae (Federal National Mortgage Association) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Iniciou-se uma política ativa de incentivo por parte das autoridades para que estas instituições públicas de crédito imobiliário assegurassem condições de obtenção de crédito habitacional tendencialmente a indivíduos de escalões de rendimento cada vez mais baixos (Reinhart e Rogoff, 2009; Congleton, 2009). A ação destas agências cresceu de forma exponencial entre 2006 e 2008, altura em que já detinham cerca de metade das hipotecas sobre habitações dos Estados Unidos (Davies, 2010).

Com um ambiente e mercado incertos quanto ao valor do imobiliário, caracterizados por uma oferta excessiva neste segmento, os preços caíram, caindo também, conseqüentemente, tanto o valor das hipotecas das agências públicas como o valor dos ativos de muitas instituições financeiras, gerando um

processo de destruição de valor bolsista para indivíduos e instituições (Fortuna, 2012).

Devido à política laxista das entidades reguladoras que, adotando uma visão de *laissez-faire laissez-passer*, permitiram que instrumentos financeiros com base em ativos de qualidade duvidosa, baseados nas hipotecas *subprime*, chegassem aos mercados financeiros e aos balanços dos bancos, ampliando os problemas gerados no *subprime* dos Estados Unidos para outros mercados (Puig, 2009).

Em paralelo, surgem vários outros fatores que ajudaram a construir um cenário financeiro incendiário: *mudanças legislativas, produtos estruturados, agências de rating, política monetária do FED e taxas de juro*.

“A associação da crise apenas com o mercado hipotecário subprime seria superficial: o crescimento desse mercado não seria senão a consequência de outras tendências de maior profundidade.”

Luciano Amaral, setembro 2009

in Crises Financeiras: História e Actualidade. **Relações internacionais**, 23: 119-138

2.1.1.1 Mudanças legislativas

Em 2003, o Presidente George W. Bush assinou o “*Dream Downpayment Act*”, cujo propósito era o subsídio à compra de casa própria por famílias pobres. Desta forma, as instituições financeiras eram autorizadas a diminuir os requisitos de credibilidade dos clientes para a concessão de empréstimos hipotecários e as instituições de crédito imobiliário – Fannie Mae e Freddie Mac faladas acima – foram pressionadas a garantir a qualidade de empréstimos hipotecários de famílias pobres mesmo quando estes podiam dar origem a problemas de incumprimento (Amaral, 2009).

Em 2004, a *Securities Exchange Commission* (SEC), entidade reguladora do sistema bancário americano, diminuiu os requisitos de capital a serem

apresentados pelas instituições financeiras, permitindo um aumento substancial da alavancagem – aumento do crédito concedido em relação à base de capital das instituições. As entidades reguladoras quer dos Estados Unidos quer da Europa permitiram também, desde o final da década de 1990, que as instituições financeiras deslocassem o registo de grande número de ativos para fora dos seus balanços, para os veículos de investimento estruturado. Nestes veículos foram sobretudo colocados os *swaps* de crédito (CDS: *Credit Default Swaps*) e os chamados “produtos estruturados” (CDO: *Collateralized Debt Obligations*). Também estes veículos constituíram uma forma de aumentar o crédito em relação à base de capital, multiplicando a alavancagem. Estes instrumentos permitem facultar uma maior facilidade na expansão do crédito e ambos correspondem a formas de comercialização do risco, ao permitirem a sua transação entre diferentes instituições. Enquanto os CDO combinam, num mesmo produto financeiro, empréstimos hipotecários *subprime* com ativos praticamente isentos de risco – diluindo o risco associado aos ativos *subprime* nos ativos de qualidade – os CDS transferem o risco de incumprimento de instituição para instituição, até encontrar uma instituição sólida que trave o processo de incapacidade de pagamento (Amaral, 2009).

No entanto, a partir do momento em que se começaram a verificar incumprimentos sucessivos, eram agora os ativos de baixa qualidade que contaminavam os de elevada qualidade, gerando uma desconfiança em série entre instituições e levando a uma incapacidade enorme de cobrir os riscos contratualizados.

2.1.1.2 Produtos estruturados

Existem três tipos de produtos estruturados; *Collateralized Debt Securities* (CDO) – mencionado acima; *Asset Backed Securities* (ABS); *Mortgage Backed Securities* (MBS).

Segundo Aiginger (2009), estes produtos são considerados os principais causadores desta crise devido à sua complexidade, à falta de informação associada e à sua presença nas contas das instituições financeiras. Também as práticas de securitização e colateralização da dívida por parte dos Bancos – de investimento essencialmente – diretamente relacionadas com os produtos estruturados acima mencionados, são apontados como um dos principais motivos para o alastramento e agravamento da crise.

Estas práticas de securitização iniciaram-se nos anos 70 quando a Fannie Mae e Freddie Mac, já faladas acima, começaram a vender as suas dívidas – hipotecas do segmento *subprime* – por outras palavras, começaram a vender os cash-flows originados pelos empréstimos que tinham concedido. Estas dívidas eram vendidas a *Special Purpose Vehicles* (SPV), podendo ser instituições ou fundos de investimento. Segundo Buitter (2007), estes SPV financiavam a compra da dívida através da emissão de obrigações, cuja garantia seria os *cash-flows* originados por essa mesma dívida que estavam a adquirir. Desta forma a banca conseguia tornar líquidos os seus empréstimos ilíquidos, resultando todo este processo no modelo *originate and distribute* tão atrativo para o sector bancário.

Contudo, e ainda segundo Buitter (2007), este modo de atuar aumentou as possibilidades dos investidores cobrirem os seus riscos contribuindo, desta forma, para que os mesmos se expusessem a outros riscos. Como? Por exemplo, quando um banco vende a sua dívida a um SPV e concede um novo empréstimo através do dinheiro da venda que, mais tarde, volta a securitizar,

entra num ciclo que irá aumentar exponencialmente a alavancagem desse banco.

Outro problema da securitização verificado por Buitter (2007), Bordo (2008) e Aiginger (2009) está relacionado com a falta de informação destes produtos, evidenciando que, o modelo referido estava a reduzir o nível de transparência no sistema financeiro. À medida que a complexidade dos produtos aumentava, aumentava, também, o número de patamares de separação entre o originador do produto e o último investidor. Assim, os últimos investidores dispunham de uma considerável menor informação acerca da qualidade de crédito desses ativos do que os originadores. Desta forma, os investidores baseavam-se fortemente na informação disponibilizada pelas agências de *rating*.

Devido ao elevado *rating* dos mesmos (AAA), as mais variadas instituições financeiras de todo o Mundo adquiriram esses produtos e rapidamente as carteiras das empresas passaram a ter uma forte presença dos mesmos a nível internacional.

Em 2008, a convicção de que o preço das habitações nunca desceria fracassou, com a valorização dos imóveis a sofrer uma queda significativa. Devido a esta queda de preços, os proprietários que haviam adquirido imóveis não conseguiram realizar mais-valias com as supostas vendas. Por outro lado, as taxas de juro de referência subiram significativamente, fazendo com que os clientes *subprime* ficassem efetivamente impossibilitados de liquidar as suas responsabilidades junto dos bancos, visto que, mesmo com taxas reduzidas, já apresentavam problemas na regularização das prestações do empréstimo no sector imobiliário.

A desvalorização do preço dos imóveis e o aumento do crédito vencido tiveram grande impacto na desvalorização significativa dos CDO e CDS. Ao perderem todo o seu valor, as instituições que negociavam este tipo de

produtos sofreram perdas abismais, tendo mesmo alguns bancos de investimento conhecidos internacionalmente, como Fannie Mae, Freddie Mac, Bear Stearns, Merrill Lynch ou Wachovia Bank sido salvos devido a intervenção direta do governo, ou chegado a falir, como foi o caso do Lehman Brothers, que veremos mais adiante.

2.1.1.3 Agências de *rating*

As agências de *rating* realizam avaliações sobre investimentos, países, instituições, empresas, etc. e atribuem notas de risco sobre a capacidade de pagamento das suas dívidas.

Estas revelam extrema importância no sistema financeiro, tornando-se fundamentais para a tomada de decisões de investimento das mais variadas instituições financeiras. Contudo, foram também acusadas de serem uma das principais causas para o despoletar da crise *subprime* (Pezzuto, 2008).

Segundo o Nobel da Economia em 2006, Edmund Phelps, os mecanismos usados pelas maiores agências de *rating* – Moody's, Standard & Poor's e Fitch – demonstraram que não são eficientes para medir os riscos dos instrumentos financeiros que foram criados. Ainda segundo este, estas agências não conseguiram medir o valor dos ativos nem atingir o objetivo de dar informação ao mercado como se esperava: "Fomos surpreendidos pelos ativos ligados às hipotecas, que caíram muito de preço" (agosto 2007 *in Nobel critica agências de risco*, O Globo).

Segundo Pezzuto (2008), o maior problema apontado às agências de *rating* (S&P, Fitch e Moody's) nesta crise foi a possível existência de um conflito de interesses aquando da atribuição dos elevados *ratings* (AAA) aos produtos estruturados de securitização dos bancos, na medida em que as necessidades de

capital para estes produtos eram muito baixas, tendo os bancos uma maneira simples de financiarem o negócio.

No entanto, os conflitos de interesse não se limitam ao que em cima foi dito, outros potenciais conflitos de interesse identificados são o facto de estas agências venderem não só avaliações do risco dos produtos de uma empresa, mas também serviços de consultoria e auditoria, podendo, desta maneira, aconselhar-lhes como agir e como estruturar os produtos de modo a obter um melhor *rating*. Outro facto evidenciado é o dos modelos utilizados pelas agências para avaliar os produtos terem sido criados por quem criou estes produtos devido à complexidade dos mesmos, podendo surgir potencial enviesamento da opinião emitida e demonstrando a falta de conhecimentos das agências de *rating* para avaliar produtos tão complexos.

É natural que, com os elevados *ratings* destes produtos estruturados e as reduzidas necessidades de capital para fazer cobertura do seu risco, tenham atraído vários investidores a nível internacional para a sua aquisição massiva. No entanto, e de acordo com Aiginger (2009), com a crise instalada, foram atribuídos a estes produtos um *rating* de “lixo” nas contas de várias instituições pelo mundo fora. Este facto encontra-se diretamente relacionado com o alastramento da crise a nível internacional após o colapso do segmento *subprime*.

2.1.1.4 Política monetária do FED

A Reserva Federal Americana (FED: Federal Reserve System) tem como deveres promover o máximo emprego, a estabilidade de preços e a taxa de juros de longo prazo moderada. A estabilidade de preços é pré-condição para o crescimento do produto e do emprego, assim como a taxa de juros de longo prazo em níveis moderados.

Bordo e Haubrich (2009) defendem que a política monetária levada a cabo pelo FED, a qual era dirigida, na altura, por Alan Greenspan, poderá ter ajudado a despoletar a crise económica atual: “a recessão que começou em dezembro de 2007 foi precedida por uma política contraccionista do FED que começa em 2004 e à qual se seguem 3 anos de taxas de juro excessivamente baixas.”

No entanto, Greenspan (2009) afirma que o FED nada poderia ter feito para evitar ou prevenir a “bolha imobiliária”, defendendo que o que causou a diminuição das taxas de juro a longo prazo a nível mundial foi o excesso de poupança dos países emergentes como a Rússia e a China comparativamente com as necessidades de capital existente. O antigo presidente do FED refere ainda que o caminho para combater as falhas nos mercados financeiros passa pelo aumento dos requisitos de capital e pelo combate à fraude.

Alan Greenspan era considerado um mestre da política monetária durante a sua longa presidência da Reserva Federal, de 1987 a 2006. Hoje, com 87 anos, assinala no seu novo livro *The Map and the Territory* que ninguém poderia ter desarticulado as ameaças que causaram a crise, dado que “o movimento dos mercados é muito difícil de prever”.

Porém, Aiginger (2009) defende que a política monetária do governo americano é a grande culpada das baixas taxas de juro verificadas e que apenas tentou corrigi-las muito tarde e com muita hesitação, tendo contribuído para o agravamento da situação.

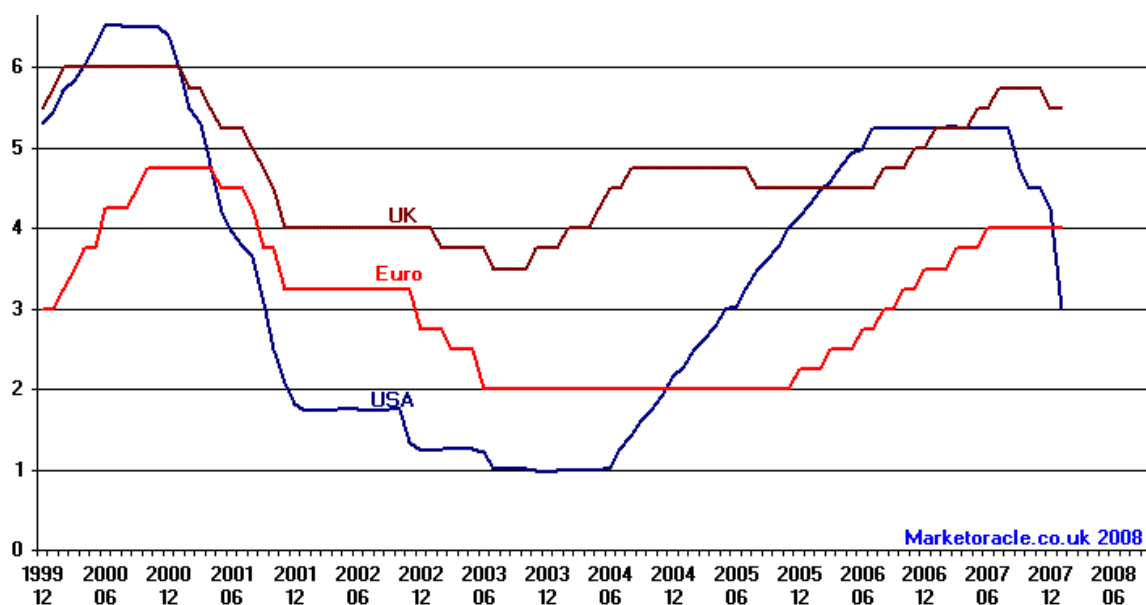
2.1.1.5 Taxas de juro

As baixas taxas de juro verificadas antes do início da crise são apontadas como uma das principais causas para a concessão de crédito fácil, barata e sem regulação que despoletou a crise *subprime*.

Como já foi referido, na “Política monetária do FED”, Greenspan (2009) afirma que o excesso de poupança dos países emergentes como a China comparativamente com as necessidades de capital existente foi o que originou a diminuição das taxas de juro a longo prazo a nível mundial. Esta significativa diminuição arrastou, em 2006, as taxas de juro dos empréstimos à habitação para valores de 1 dígito na generalidade das economias desenvolvidas.

Com o início da subida das taxas de juro em 2005 (ver Figura 1), verificaram-se também, as execuções hipotecárias.

Figura 1: Evolução taxas de juro EUA, RU e EUR



Fonte: Silva, A. 2011. O impacto da crise económica e financeira actual no sector da cortiça em Portugal

A subida das taxas de juro deve-se à saturação do mercado imobiliário americano e também à inflação. Segundo Krugman (2009) e como mencionado acima, o preço das habitações não parou de descer desde 2005, contrariamente aos juros das hipotecas que não pararam de subir, sendo cada vez mais difícil para os contraentes dos empréstimos pagá-los. Deste modo, com a diminuição dos preços das habitações devido à saturação do mercado e com o aumento dos juros dos empréstimos à habitação e o aumento das prestações dos mesmos, iniciaram-se as dificuldades para os devedores fazerem face às suas obrigações. Assim, as pessoas começaram a falhar os pagamentos dos empréstimos e inúmeras execuções hipotecárias foram originadas, passando os bancos a ter ativos, anteriormente considerados seguros, extremamente desvalorizados nas suas contas (Aiginger, 2009). Verificou-se, assim, o início do colapso do segmento *subprime* dos Estados Unidos da América.

A crise do *subprime* foi uma das maiores e com repercussões mais graves desde a grande crise de 1929.

Resumidamente, esta crise teve origem no rebentar de uma bolha especulativa existente no mercado imobiliário dos EUA. As causas do aparecimento e rebenamento desta bolha, mencionadas pormenorizadamente acima, são várias, tais como: incentivo governamental e bancário à aquisição de imóveis mesmo sem garantias, elevado grau de complexidade a que chegaram os ativos financeiros, elevado grau de alavancagem que os bancos apresentavam, entre outros.

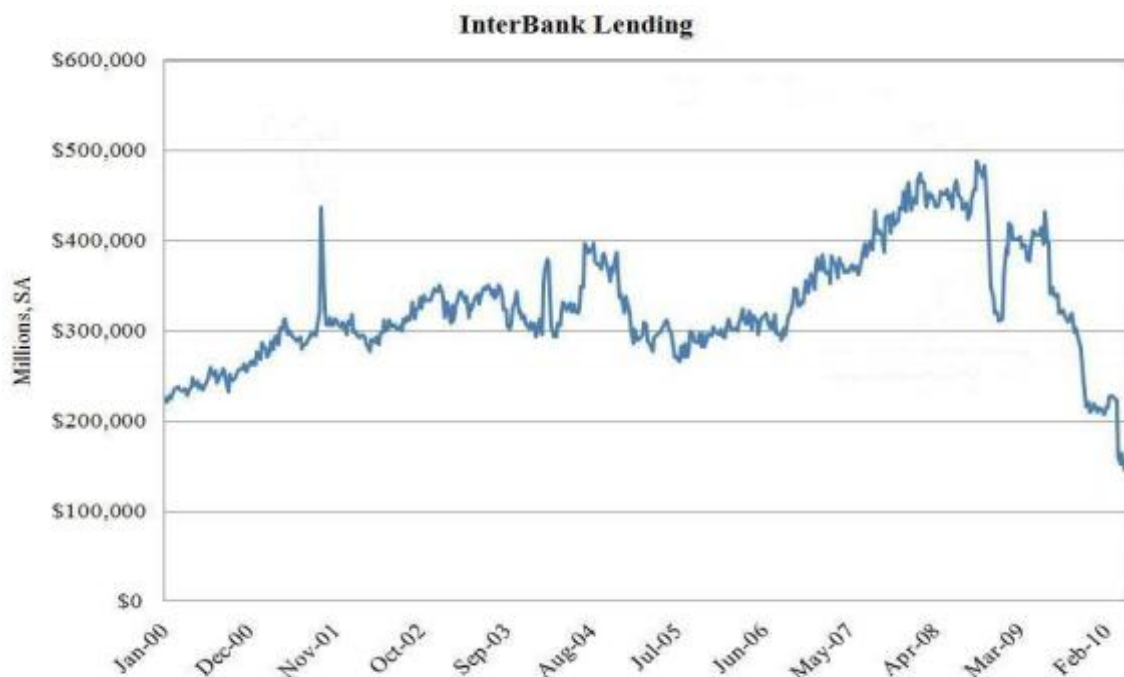
Estes fatores levaram a uma crise de crédito e de liquidez, originando uma crise bancária com níveis astronómicos devido à estagnação do mercado imobiliário e à já referida sobreavaliação das habitações americanas, onde os originadores das hipotecas e os bancos ficaram com inúmeras habitações vazias e desvalorizadas na sua carteira, das quais não se conseguiam “livrar”.

2.1.2 O contágio à Europa

Ao contrário do que se pensava, começou-se a sentir o impacto da crise financeira atual pelo mundo inteiro, não se limitando apenas aos Estados Unidos da América. Verificou-se, por todo o mundo, a aquisição de grandes quantidades de títulos colateralizados por dívida (CDO) por parte de bancos e outras instituições financeiras. O resultado da manutenção destes títulos nas suas carteiras foi a enorme desvalorização dos seus ativos, sendo considerado lixo nas suas contas, ao contrário do que lhes tinha sido garantido pelas agências de *rating*.

Neste ponto, a incerteza no setor bancário aumentou de forma exponencial, tendo-se verificado um congelamento do crédito interbancário (ver Figura 2).

Figura 2: Crédito interbancário



Fonte: Silva, A. 2011. O impacto da crise económica e financeira actual no sector da cortiça em Portugal

A situação económica global começou a piorar quando, a partir de março de 2008, a Reserva Federal Americana resgatou várias instituições financeiras, tais como o banco de investimento Bear Stearns e as agências governamentais Fannie Mae e Freddie Mac, justificado pela importância que estas tinham para o funcionamento do mercado de crédito à habitação (Bordo, 2008).

Contudo, esta situação devastadora do setor bancário teve o seu auge no colapso do banco de investimento Lehman Brothers. Segundo Bordo (2008), a justificação dada pelo FED para deixar o banco “cair” foi a de que serviria para demonstrar às restantes instituições que o FED não iria resgatá-las sempre. O FED acrescenta ainda que o Lehman Brothers não estaria em tão más condições como o Bear Stearns, por exemplo.

Nos dias seguintes, o FED logo se apercebeu que cometeu o maior erro ao não ter resgatado o referido banco, pois o crédito interbancário congelou definitivamente e lançou-se o pânico nos mercados. No sentido de evitar consequências catastróficas, o FED resgatou, passado uns dias, a gigante seguradora AIG (Bordo, 2008).

Imediatamente depois, o FED e o Tesouro Americano adotaram medidas no sentido de tentar devolver os mercados financeiros à normalidade. Algumas dessas medidas passaram por injetar liquidez nos mercados, comprar os produtos “tóxicos” existentes nas carteiras das instituições financeiras e vários planos de apoio e resgate de modo a restaurar a concessão de crédito interbancário.

Esta crise teve também um forte impacto na economia real dos EUA. Em outubro de 2009, o nível de desemprego atingiu os 10,1%, representando o dobro da percentagem de desemprego antes da crise. Relativamente à taxa de crescimento do produto nacional bruto real dos EUA, esta apresentava valores negativos em 2009, um decréscimo de 2,6% face a 2008. O dólar também sofreu

bastante com a crise, tendo-se desvalorizado significativamente face às outras moedas.

Assim, apesar de ter tido a sua origem nos EUA, estes não foram os únicos afetados pela crise *subprime*. No mundo atual, foi através dos sistemas bancário e financeiro que a crise foi transmitida à Europa e, por conseguinte, à sua economia real (Nikolov, 2010).

Uma grande parte dos bancos europeus estava exposta ao mercado internacional e ao mercado norte-americano do qual detinha uma grande quantidade de títulos em carteira. Desta forma, e segundo Gern e Jannsen (2009), os mesmos títulos que levaram à crise de liquidez e restrição de crédito nos EUA, levaram aos mesmos problemas na Europa, tendo um impacto de igual ou maior magnitude ao vivido nos EUA.

2.1.3 Crise da dívida soberana europeia

A crise das dívidas soberanas, que afeta atualmente um número considerável de países da União Europeia (UE), está associada, na maioria dos casos, às operações de socorro de urgência para estabilizar os mercados financeiros. No entanto, poderá estar também relacionada com problemas reais de competitividade e desequilíbrios externos estruturais que se prolongam no tempo.

Na Europa, em 2008, os Bancos Centrais tomaram medidas semelhantes às dos EUA, tentando injetar liquidez nos bancos e nos mercados financeiros e servir o seu propósito como emprestadores de último recurso (Silva, 2011). Contudo, em alguns casos como no Banco de Inglaterra, estas medidas não tiveram o efeito desejado por terem sido adotadas com pouca convicção.

Segundo Buitter (2007), os estímulos oferecidos pelo Banco de Inglaterra não eram suficientemente atrativos para as instituições financeiras em dificuldades, pois as taxas a que concedia empréstimos chegavam a ser penalizadoras face às taxas de crédito entre bancos.

Também na Europa se verificou um aumento do desemprego na maioria dos países e o crescimento do produto nacional bruto real da maioria abrandou significativamente, chegando mesmo a apresentar valores negativos em alguns casos.

A entrada em bancarrota da Islândia em 2008 foi a prova do quanto a Europa foi afetada pela crise. Sendo tido como um país financeira e economicamente seguro, a Islândia deparou-se com uma profunda crise financeira e de liquidez, devido ao colapso dos seus três maiores bancos e uma forte desvalorização da sua moeda, tendo mais tarde recorrido a ajuda financeira externa.

Apesar dos mercados financeiros terem registado uma boa recuperação em 2009, no final desse ano surgiu a incerteza quanto à perspectiva de evolução da atividade económica mundial. Fruto desse acontecimento, nessa mesma altura, o primeiro-ministro grego, Georgios Papandreou, revelou publicamente o estado crítico das contas públicas gregas, substancialmente pior face ao que vinha sendo publicamente comunicado durante vários anos. Esta situação originou nova turbulência nos mercados, despoletando grandes constrangimentos no financiamento dos bancos e setor público gregos, não havendo outra saída que não um pedido de assistência económica e financeira em maio de 2010.

Nessa altura, era nítida a fragilidade de alguns países europeus, nomeadamente por apresentarem aumentos significativos dos respetivos défices orçamentais, por acumularem vulnerabilidades estruturais, como foi o

caso de Portugal, ou pela necessidade do Estado resgatar alguns bancos, como na Irlanda (Fernandes, 2011).

Em novembro de 2010, foi a vez da Irlanda solicitar um pedido de assistência económica e financeira junto da União Europeia e do Fundo Monetário Internacional (FMI) de modo a salvar o setor bancário, tornando-se, assim, no segundo país da Zona Euro a solicitar este tipo de apoio.

2.1.4 O caso português

“Quando acreditávamos que o pior da crise financeira já tinha sido ultrapassado, o final do mês de abril veio contrariar o nosso sentimento de confiança e fomos surpreendidos pelo facto da Standard & Poor’s ter retificado o *rating* da República Portuguesa. As agências internacionais de *rating* têm estado particularmente ativas nas revisões aos *ratings* das economias do sul da Europa e, no caso de Portugal, esta revisão teve consequências diretas nos *ratings* do sistema bancário e, naturalmente, no Banco Espírito Santo.”

Ricardo Salgado - Presidente da Comissão Executiva do BES, junho 2010

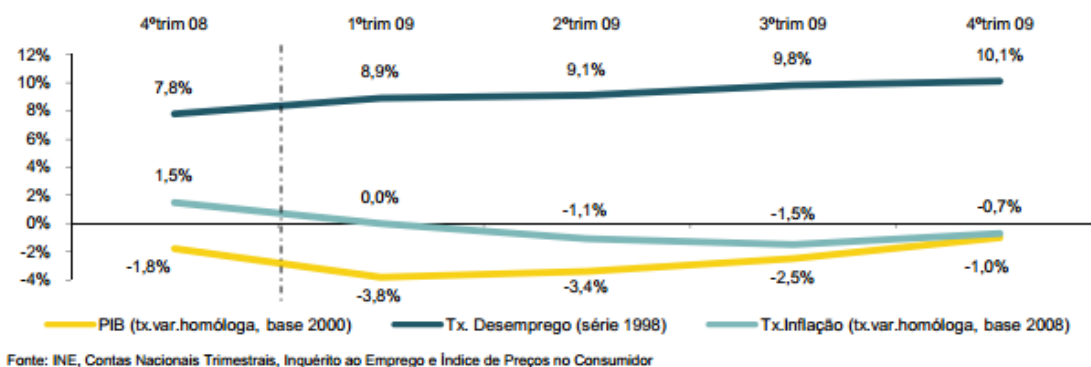
in Newsletter do acionista do Banco Espírito Santo

No caso português, à semelhança do que se passou no resto do Mundo, a crise económica e financeira afetou significativamente o país, que já se encontrava em dificuldades anteriormente, agravando a sua situação. Entre os desequilíbrios, evidenciam-se o seu elevado endividamento externo, o baixo crescimento tendencial e os elevados níveis de défice e dívida pública.

Em 2009, observou-se uma diminuição do PIB de 2,5% (ver Figura 3), um aumento da dívida pública para 83% do PIB nacional e ainda um aumento do

défice orçamental de 3,5% em 2008 para 10,1% em 2009, confirmando o impacto severo da crise em Portugal (INE, 2010).

Figura 3: Principais indicadores macroeconómicos 2009



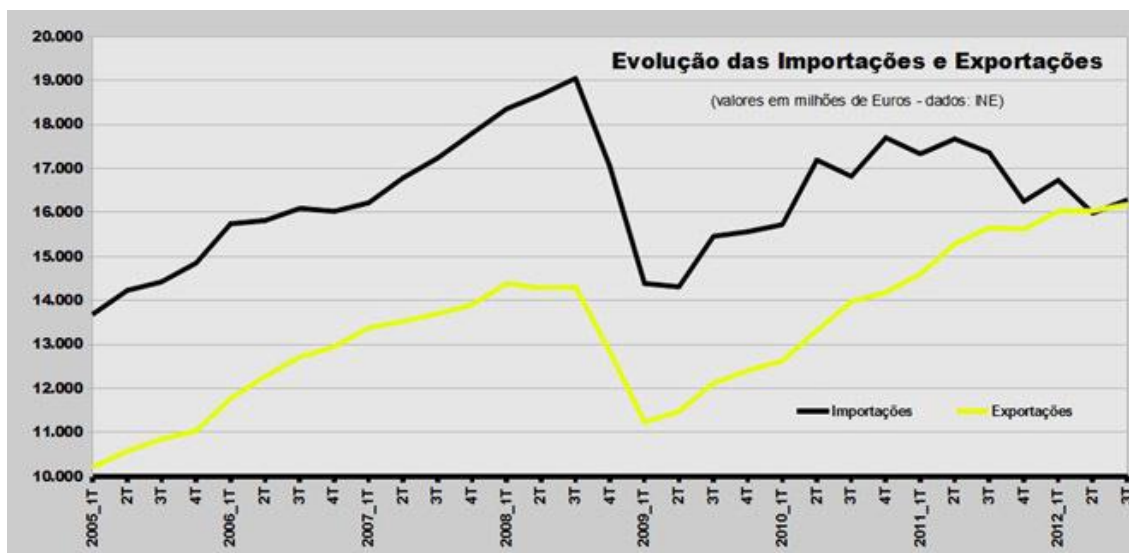
Fonte: INE, 2010

Foi notório, também, o agravamento das condições de financiamento da economia portuguesa, quer em termos de custo, com um aumento considerável do prémio de risco da dívida pública, quer em termos de acesso ao crédito, com agravamentos do *rating* da dívida pública e dos principais bancos portugueses. As descidas do *rating*, no caso destas instituições, estão associadas ao risco de contágio da crise da dívida pública grega e à suposta falta de apoio do governo português ao sistema bancário (Fernandes, 2011).

No meio de sucessivas desvalorizações dos títulos públicos portugueses por parte das agências de *rating*, o país tornou-se incapaz de se financiar a taxas compatíveis com uma sustentabilidade orçamental a longo prazo. Paralelamente, o setor bancário, fortemente dependente de financiamento externo, estava cada vez mais afastado do financiamento pelo mercado internacional, dependendo cada vez mais do Euro-sistema para obter fundos (Comissão Europeia, 2011). Portugal apresentou, em 2009, uma diminuição do

consumo privado de 1,1%, uma diminuição das exportações nacionais de 11,6%, assim como uma diminuição das importações de 10,6% (INE, 2010) – ver Figura 4.

Figura 4: Evolução das importações e exportações portuguesas



Fonte: INE

Face a esta perturbação crítica da atividade económica e financeira, Portugal acabou por concretizar um pedido oficial de assistência financeira à UE, aos Estados-Membros da Zona Euro e ao Fundo Monetário Internacional em 7 de abril de 2011³. Esta assistência destina-se a apoiar um programa de políticas para restaurar a confiança e permitir o regresso da economia a um crescimento sustentável, preservando a estabilidade financeira em Portugal, na Zona Euro e na UE (Comissão Europeia, 2011). Caso os requisitos impostos sejam cumpridos, o Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF) garante a Portugal um empréstimo no montante de 78 mil milhões de euros.

³ Troika é a designação atribuída à equipa composta pelo Fundo Monetário Internacional, pelo Banco Central Europeu e pela Comissão Europeia.

Segundo Álvaro e Neves (2011), o problema da dívida soberana de alguns países europeus, como Portugal e Grécia, tem raízes muito profundas, não podendo ser apenas associado à crise financeira de 2008. Sucessivas políticas orçamentais laxistas e outras políticas sociais foram degradando a produtividade e competitividade desses países, deixando ambos totalmente fragilizados para fazerem face a uma nova situação difícil.

É neste contexto que intervêm as políticas propostas no memorando de entendimento celebrado entre Portugal e a Troika.

2.2. Evolução recente e perspectivas futuras

“O Orçamento tem de garantir as condições para concluir o programa de assistência e assegurar o ajustamento no médio e longo prazo.”

Maria Luís Albuquerque - Ministra das Finanças, setembro 2013

in OE2014 «**tem de garantir condições para concluir programa de assistência e assegurar a continuidade do ajustamento**», Ministério das Finanças Governo de Portugal

No âmbito do PAEF, Portugal comprometeu-se a executar um conjunto de medidas na área orçamental, que abrangem, nomeadamente, a melhoria de procedimentos, de controlo e monitorização da execução orçamental e o aumento da eficiência da prestação de serviços públicos, com o objetivo último de colocar as finanças públicas numa trajetória sustentável - ver Anexo I: Medidas Previstas no Memorando de Entendimento (PwC, 2011).

O auxílio foi concedido com base num programa de política de três anos para o período de 2011 a meados de 2014. Segundo a Comissão Europeia, o programa de ajustamento económico inclui:

- Reformas estruturais profundas para aumentar o potencial de crescimento, criação de emprego e melhoria da competitividade. Em particular, o programa contém reformas do mercado de trabalho, do sistema judicial, dos setores das indústrias em rede, habitação e serviços, com vista a reforçar o potencial de crescimento da economia, melhorar a competitividade e facilitar o ajustamento económico;
- Uma estratégia de consolidação orçamental credível e equilibrada, apoiada por medidas orçamentais estruturais e um maior controlo orçamental/fiscal sobre as parcerias público-privadas (PPP) e empresas estatais (EE), visando colocar o rácio da dívida pública bruta/PIB numa trajetória claramente descendente, a médio prazo. As autoridades comprometeram-se em reduzir o défice para menos de 3% do PIB até 2014;
- Esforços para salvaguardar o setor financeiro contra a falta de apoios, através de mecanismos de mercado apoiados por instrumentos de assistência.

Assim, Portugal ficou de cumprir as metas definidas no memorando, recebendo a Troika trimestralmente para avaliações à situação do país.

Ao fim de sete missões de avaliação da Comissão Europeia, do Banco Central Europeu e do Fundo Monetário Internacional, o país foi considerado como estando no bom caminho. Segundo o Diário de Notícias, a sétima avaliação da Troika concluiu que “o ajustamento externo excedeu as expectativas” e que “está a avançar” a execução de um “vasto leque” de reformas estruturais.

Segundo a agência internacional Reuters, o ministro das finanças à data, Vítor Gaspar, reconheceu a incapacidade de Portugal reduzir o défice até aos 3% até 2014, conforme estabelecido no memorando. Nesse sentido, solicitou um alargamento do prazo à Troika, que aceitou.

“Há um grande esforço de ajustamento, que está a ser reconhecido [pela Troika]. É também consensual que a envolvente externa se deteriorou e que Portugal precisa de mais um ano para reduzir o défice, abaixo dos três por cento. Este objetivo vai ser atingido em 2015”.

Membro da Troika, março 2013

in Troika concede mais um ano para Portugal cumprir objetivo do défice,
Ptjornal.com.

A outubro de 2013, o Jornal de Negócios publicou um artigo sobre o Banco de Portugal, afirmando que o indicador coincidente mensal do referido Banco para medir a evolução da atividade económica registou em setembro um aumento de 0,1% face ao mesmo mês do ano passado. Apesar de discreta, esta subida marca o fim da queda homóloga deste indicador, que durava há já 30 meses. A subida de setembro é, assim, a primeira desde que Portugal solicitou a ajuda financeira externa (em abril de 2011), sendo que depois dessa data a economia entrou numa recessão que só agora começa a dar sinais de que poderá estar a acabar.

A 9 de novembro de 2013, a agência de notação financeira Moody's assinala “progressos” e revê em alta a perspetiva da dívida pública portuguesa; de “negativa” sobe para “estável” (Jornal Expresso, 2013).

A revisão surgiu após a Troika ter concluído positivamente a oitava e nona avaliações do programa de assistência. De acordo com o Jornal Expresso, depois de quase três anos de recessão, há “sinais de estabilização” na economia portuguesa.

A Comissão Europeia (CE), Banco Central Europeu (BCE) e Fundo Monetário Internacional (FMI) destacaram na declaração sobre a 12ª e última avaliação que “o programa está no bom caminho para o seu termo, na sequência da conclusão desta avaliação final” (TVI 24, maio 2014).

A 17 de maio de 2014 verificou-se a saída da Troika após conclusão do programa de resgate. Com esta saída, os três organismos fizeram o seguinte balanço:

- É necessário “um mercado de trabalho mais dinâmico, bem como um crescimento mais robusto, para reduzir o nível ainda muito elevado de desemprego”;
- Afirmou que “a fraca concorrência em certos setores da economia impede maiores ganhos de produtividade e de competitividade” e que são necessárias “medidas decisivas destinadas a reduzir a dívida das empresas e os respetivos prémios de risco”;
- A recuperação económica “está a acentuar-se”, com as exportações “a impulsionar o crescimento económico” e que “o desemprego deverá continuar a diminuir”;
- “As condições de financiamento da economia permanecem difíceis”: “O acesso ao crédito bancário a um custo razoável é ainda limitado para empresas viáveis mas fortemente endividadas, nomeadamente pequenas e médias empresas” (TVI 24, maio 2014).

A passagem da Troika por Portugal e, conseqüentemente, as medidas de austeridade aplicadas trouxeram grandes constrangimentos às PME, aumentando a probabilidade dos gestores manipularem os seus resultados no sentido de obterem boas condições de financiamento.

3. ENTENDIMENTO DE MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS

Neste capítulo pretende-se clarificar a noção de “manipulação dos resultados”, analisando os incentivos e objetivos que poderão estar na sua origem e referindo algumas das metodologias de deteção dos mesmos.

3.1. Clarificação do conceito e seus objetivos

Esta expressão tem sido bastante difícil de interpretar devido à existência de múltiplas definições do conceito de “manipulação dos resultados” na literatura. A dificuldade em definir e distinguir a manipulação lícita da ilícita (fraude) mostra a dificuldade objetiva de estabelecer uma fronteira (Beneish, 2001).⁴

Segundo Schipper (1989) e Healy e Whalen (1999), a expressão “*earnings management*”, traduzida neste estudo como “manipulação dos resultados”, refere-se a escolhas contabilísticas por parte dos gestores que utilizam a subjetividade contida nas normas para atuarem sobre as demonstrações financeiras, com o objetivo de as alterar, enviesando a perceção dos *stakeholders* a respeito da performance da empresa e, conseqüentemente, obtendo um ganho específico para si próprios ou para as respetivas empresas.

De acordo com Moreira (2008), é fundamental salientar dois aspetos que estão subjacentes a esta definição. **Primeiro**, a atuação dos gestores é vista numa ótica oportunista de prossecução do interesse próprio, como por exemplo, no caso da otimização de bónus remuneratórios, distorcendo a informação financeira divulgada com o intuito de iludir os investidores. No entanto, a

⁴ Nos Estados Unidos manipular as contas não é punido por lei, daí fazer sentido distinguir manipulação lícita de ilícita. No caso português tal não se aplica, pois qualquer tipo de manipulação de resultados é ilegal.

literatura não exclui totalmente a hipótese da manipulação ser enquadrada no âmbito da otimização da relação da empresa com a envolvente que a rodeia – carácter meramente informativo (Sweeney, 1994). Um exemplo desta situação será por via do respetivo alisamento, através da qual os gestores fornecem aos investidores maior conteúdo informativo, introduzindo na informação financeira as suas expectativas acerca dos *cash flows* (Beneish, 2001). Assim, se os gestores utilizarem a flexibilidade das normas contabilísticas com o objetivo de tornar as demonstrações financeiras mais informativas, fornecendo uma imagem mais verdadeira da situação da empresa aos seus utilizadores, então a tomada de decisões não será entendida como “*earnings management*” (Schipper, 1989; Healy e Wahlen, 1999). **Segundo**, supõe-se que a atuação dos gestores ocorre dentro da legalidade, utilizando única e exclusivamente a flexibilidade permitida pelas normas contabilísticas e descartando a hipótese de fraude. Trata-se, assim, da atuação no âmbito dos Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites (PCGA), isto é, dentro da legalidade e uso do bom senso ou juízos de valor na estruturação das transações por parte dos gestores. A manipulação é, desta forma, considerada legítima quando praticada dentro da flexibilidade permitida pelas normas. É importante referir, novamente, que a linha que divide a “gestão de resultados” da fraude é frágil por existirem operações contabilísticas consideradas na zona cinzenta onde essa linha deixa de ser visível, ilustrando a dificuldade em definir leis de aplicação geral nesta área de investigação.

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

A flexibilidade existente nos PCGA permite, assim, a manipulação dos resultados por parte dos gestores, para atingirem determinado objetivo, o de

melhorarem a comunicação ou ocultarem o verdadeiro desempenho económico da empresa.

Em Portugal, a expressão “*earnings management*” é associada a “gestão de resultados”, “contabilidade criativa” e “manipulação dos resultados” (Moreira, 2008). Segundo o estudo de Rosner (2003), o conceito “manipulação dos resultados” é considerado mais abrangente que a “gestão dos resultados”, podendo incluir, também, práticas dos gestores que não respeitam o mero uso da flexibilidade das normas e dos PCGA, ou seja, práticas fraudulentas. Para a autora, tanto a “gestão dos resultados” como a fraude consistem em técnicas utilizadas intencionalmente/ discricionariamente pelos gestores para atingirem os seus objetivos. No entanto, diferem pelo tipo de práticas utilizadas.

Também neste estudo se optará por utilizar o conceito mais amplo – “manipulação dos resultados” – incluindo quer práticas dentro dos PCGA, quer práticas fraudulentas, onde está subjacente a ilegalidade e o não cumprimento das normas contabilísticas. Esta opção pela maior abrangência do termo deve-se à natureza da amostra utilizada na evidência empírica, composta por pequenas e médias empresas que, na maioria dos casos, por não serem cotadas em bolsa, não são auditadas, aumentando substancialmente a percentagem de recurso à fraude. Outra razão tem a ver com a dificuldade do investigador em perceber onde acaba a utilização da flexibilidade das normas e onde começa a prática fraudulenta, daí a adoção de uma definição mais abrangente.

Sabe-se que o objetivo das demonstrações financeiras é transmitir aos seus destinatários uma “imagem fiel e verdadeira” da situação económica e financeira da empresa, ora, parece lógico que, de acordo com a definição de manipulação dos resultados acima evidenciada, este conceito deteriora a qualidade da informação financeira disponibilizada pela empresa (Moreira, 2008).

Desta forma, a manipulação oportunista dos resultados tende a não refletir a realidade da empresa, podendo levar a que os destinatários tomem decisões incorretas se basearem as suas decisões apenas na informação divulgada. No sentido de prevenir estas situações e como a manipulação não é direta e imediatamente detetável a partir da mera análise dos relatórios financeiros (Moreira, 2008), é necessário que os destinatários da informação financeira percebam, em cada caso concreto, os incentivos dos gestores para manipularem os resultados. Os contextos económicos e legais específicos têm uma influência determinante no aparecimento desses incentivos, como se aborda seguidamente.

3.2 Incentivos à manipulação dos resultados

Os gestores das empresas manipulam os resultados a partir de incentivos que podem ser positivos se associados a um benefício pessoal ou para a empresa e negativos se relacionados com uma penalização ou sacrifício (Moreira, 2008).

No entanto, os gestores apenas adotam medidas tendentes à manipulação dos resultados se os benefícios que esperam retirar forem superiores aos potenciais custos associados. Caso a manipulação seja detetada, existirá uma perda de reputação e credibilidade, tendendo a ocorrer um aumento no custo do capital em virtude dos investidores reverem as suas estimativas sobre o valor da empresa e da credibilidade das suas demonstrações financeiras (Dechow et al., 1996).

Grande parte dos incentivos descritos na literatura tem por detrás contextos económicos e legais caracterizados por empresas cotadas em bolsa com um forte mercado de capitais utilizado como principal forma de financiamento e

uma grande independência entre o sistema contabilístico e fiscal (Moreira, 2006; Xiong, 2006; Stolowy e Breton, 2004; Beneish, 2001; Dechow e Skinner, 2000; Healy e Wahlen, 1999; Dechow et al., 1996).

A generalidade dessa literatura de origem anglo-saxónica salienta como principais incentivos à manipulação dos resultados os originados pelos mercados de capitais, contratos remuneratórios, convénios de dívida e os que resultam da regulação (Watts e Zimmerman, 1978; Healy e Wahlen, 1999; Fields et al., 2001).

Assim, constatamos que os incentivos não têm a mesma dimensão e relevância em todos os países, pois dependem da envolvente económica e legal em que os mesmos se inserem. Como foi referido acima, no caso português, as empresas existentes são maioritariamente pequenas e médias empresas não cotadas e onde existe uma grande interdependência entre a fiscalidade e a contabilidade. Nessa situação, o pagamento de um imposto sobre o rendimento inferior (Eilifsen et al., 1999; Moreira, 2006) e a obtenção de financiamento bancário (Moreira, 2006) surgem como os principais incentivos para a manipulação dos resultados. Deste modo, a generalidade dos incentivos relativos ao mercado de capitais não é aplicável a este estudo, pelo que não os iremos analisar.

De seguida, discute-se de forma pormenorizada os incentivos mais relevantes para o caso português: contratos, convénios de dívida e regulação.

3.2.1 Contratos

De acordo com Watts e Zimmerman (1986), a informação contabilística é frequentemente utilizada para regular e monitorizar contratos entre a empresa e os seus interessados. Segundo estes autores, o cumprimento destes contratos é geralmente supervisionado com recurso a indicadores baseados na informação contabilística. Desta forma, será de esperar que os gestores possam influenciar o resultado do processo contratual, manipulando as variáveis contabilísticas utilizadas nos contratos.

Existem dois tipos de contratos presentes na literatura e que poderão induzir a gestão de algumas empresas à realização de manipulações com o objetivo de aumentar a remuneração ou prevenir a violação de cláusulas contratuais com os financiadores: os contratos remuneratórios e os convénios de dívida.

3.2.1.1 Contratos remuneratórios

Tanto os gestores como os acionistas possuem motivações que querem ver realizadas e maximizadas. No entanto, as suas motivações poderão ser bastante diferentes: os acionistas desejam maximizar o valor atualizado líquido da empresa, enquanto os gestores ambicionam o prestígio, reputação, poder e conforto que podem obter da empresa. Segundo Jensen e Meckling (1976), os gestores tendem a apropriar-se dos recursos da empresa para o seu próprio benefício, diminuindo o seu valor e a utilidade dos acionistas.

Com o objetivo de alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, poderão ser elaborados contratos de remuneração para que os gestores realizem políticas que potenciem a maximização do valor da empresa. Para tal, dois tipos de contratos de remuneração poderão ser adotados: uma parte da remuneração

dos gestores – componente variável – ser indexada a medidas de desempenho; atribuir ações da empresa aos gestores.

Existem vários estudos que demonstram que os gestores manipulam os resultados no sentido ascendente com o intuito de maximizar a remuneração. No entanto, a maior parte dos contratos remuneratórios tem associado um limite mínimo e máximo de resultados, condicionando a atuação dos gestores sobre os resultados na proximidade desses limites. Assim, e de acordo com Healy (1985), quando os resultados estão abaixo do limite mínimo a partir do qual se adquire o direito a um bônus ou quando os resultados ultrapassam o máximo a partir do qual nenhuma remuneração adicional será obtida, a manipulação dos resultados é feita com o objetivo de relatar resultados inferiores após manipulação.

Contudo, Hothausen et al. (1995) discordam com o estudo de Healy (1985) no que diz respeito à manipulação negativa dos resultados quando os mesmos se encontram abaixo do limite mínimo do bônus remuneratório. No entanto, no que diz respeito à existência de manipulação dos resultados em empresas cujos resultados pré-manipulação estão acima do limite máximo a partir do qual não existem incrementos no bônus, Holthausen et al. (1995), encontraram evidência similar à de Healy (1985). Segundo Holthausen et al. essa manipulação poderá ser interpretada como alisamento de resultados e não como estando a maximizar a remuneração, visto estar a “poupar” resultados para o período seguinte.

Também Gaver et al. (1995) realizaram um estudo sobre este tema e concluíram que à esquerda do limite inferior do bônus remuneratório, as empresas tendem a efetuar manipulação positiva de resultados e não o contrário, como defendeu Healy (1985).

Em conclusão, os gestores nem sempre manipulam os seus resultados no sentido ascendente com vista a maximizar a sua remuneração como a generalidade dos estudos na literatura defende. Também podem ser influenciados pela proximidade dos resultados líquidos das empresas dos limites mínimos e máximos impostos nos seus contratos remuneratórios, que os leve a manipular os resultados no sentido descendente.

3.2.1.2 Convénios de Dívida

Os contratos de dívida, geralmente, têm associados cláusulas contratuais determinadas de acordo com a Contabilidade que, se forem violadas, levarão a empresa a incorrer em custos, tais como a exigência imediata da dívida ou o aumento da taxa de juro. Assim, como a violação dos convénios de dívida é custosa para a empresa, os gestores possuem incentivos para escolher procedimentos contabilísticos que minimizem a probabilidade de incumprimento das cláusulas contratuais (DeFond e Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994; Watts e Zimmerman, 1990).

A literatura demonstra que a gestão da empresa, quando verifica, pelos elementos disponíveis, que as cláusulas estão próximas de ser violadas – por exemplo, o rácio de autonomia financeira está muito perto do mínimo exigível – realiza um maior número de escolhas contabilísticas favorecedoras do aumento dos resultados (Sweeney, 1994) e apresentam *accruals* discricionários positivos (DeFond e Jiambalvo, 1994), confirmando a existência de manipulação dos resultados nestas situações.

3.2.2 Regulação

Segundo o que está presente na literatura (Healy e Wahlen, 1999; Fields et al., 2001; Watts e Zimmerman, 1978), as manipulações são frequentemente utilizadas para contornar a legislação específica de determinado setor ou as leis de concorrência, evitando, desta maneira, a intervenção das autoridades reguladoras. Assim, estes autores têm considerado os efeitos de duas formas de regulação: regulação específica do setor e regulação *anti-trust*.

3.2.2.1 Regulação específica do setor

Soares (2003) defende que, em setores regulados existem incentivos para adotar soluções contabilísticas com vista ao cumprimento da normalização específica desses setores. Por exemplo, as instituições financeiras e as empresas de seguros necessitam de cumprir os requisitos impostos pelas entidades reguladoras com vista a garantir a sua solvabilidade e liquidez.

Em Portugal, as entidades reguladoras – Instituto de Seguros de Portugal e Banco de Portugal – possuem poderes de supervisão sobre as entidades que operam nos respetivos setores, impondo medidas com carácter vinculativo para o cumprimento de determinados rácios de capital e solvência.

Ora, a imposição dessas regras gera incentivos para as empresas que estão no limiar das medidas definidas, podendo levar à manipulação das suas demonstrações financeiras no sentido de evitar penalizações decorrentes do incumprimento dessas medidas.

Nos estudos de Healy e Wahlen (1999) e Beneish (2001), é referida evidência consistente com a hipótese de se efetuar manipulação de resultados com o objetivo de cumprir as exigências do regulador respetivo, uma vez que essas

exigências são normalmente expressas com recurso ao uso de informação contabilística.

3.2.2.2 Regulação anti-trust e outra regulação do Governo

Outros tipos de regulação, tais como a que respeita à atribuição de subsídios ou à proteção do Governo, podem incentivar os gestores a realizarem manipulação de resultados (Watts e Zimmerman, 1986). De acordo com estes autores, quanto maiores os resultados reportados, maior será a probabilidade de intervenção das autoridades. Desta forma, quanto maior a dimensão da empresa, maior a probabilidade dos gestores adotarem políticas contabilísticas, no sentido de diminuir os resultados e, conseqüentemente, de atrair uma menor atenção do poder político, evitando custos políticos. Assim, diminuem o montante de impostos a pagar, aumentam a probabilidade de atribuição de subsídios ou reduzem a probabilidade de uma intervenção do poder político que as leve, por exemplo, a baixar os preços dos seus produtos e serviços.

Jones (1991) encontrou evidência de que as empresas obtinham uma vantagem concorrencial caso houvesse aumento da proteção aduaneira. Para que tal situação se concretizasse, as empresas tinham de convencer a autoridade de que a respetiva situação económico-financeira se estava a deteriorar. Deste modo, os seus gestores tendiam a manipular os resultados no sentido descendente para demonstrarem que não estavam a conseguir responder à concorrência pelas importações.

Em suma, quando as empresas possuem uma maior visibilidade e, portanto, ficam mais vulneráveis à intervenção do Estado ou quando pretendem obter proteção deste, os gestores tendem a recorrer à manipulação dos resultados, optando pelo sentido descendente ou pelo alisamento dos resultados.

3.2.3 Impostos

Em países onde existe dependência entre a contabilidade e fiscalidade, os impostos surgem como um incentivo à manipulação dos resultados. Tal situação verifica-se, por exemplo, em países da Europa Continental, onde os gestores atuam de forma mais conservadora sobre os resultados, no sentido de pagarem menos impostos (Eilisen et al., 1999).

Moreira (2006) confirma a existência de tal incentivo à manipulação dos resultados quando a figura do gestor e do proprietário se confundem.

3.3. Incentivos à manipulação dos resultados no contexto português

Conforme anteriormente referido, Portugal é um país constituído maioritariamente por pequenas e médias empresas. Essas empresas estão obrigadas, por lei, a possuir um sistema contabilístico e a elaborar as demonstrações financeiras no sentido de estimarem o imposto sobre o rendimento para as autoridades fiscais (Moreira, 2006). Ainda segundo este autor, outra característica do perfil empresarial português é a de que as empresas tendem a ser geridas pelos seus proprietários, passando a confundir-se gestão com propriedade. Deste modo, as empresas portuguesas inserem-se num contexto legal, em que contabilidade e fiscalidade estão intrinsecamente ligadas e as demonstrações financeiras são a base de cálculo do imposto sobre o rendimento, e num contexto económico em que o mercado de capitais é inutilizável e o financiamento alheio das empresas é obtido, quase exclusivamente junto do sistema financeiro (Moreira, 2008).

Assim, decorrente do contexto onde as empresas portuguesas se inserem, elas tendem a defrontar-se com dois tipos de incentivos à manipulação dos resultados. O primeiro incentivo diz respeito à *minimização do pagamento do imposto* que pode ser conseguido através da redução do resultado contabilístico devido à dependência entre contabilidade e fiscalidade nestas empresas. No entanto, segundo Moreira (2006, 2008), não se espera que o efeito da manipulação, nestes casos, seja o de reportar resultados negativos por duas razões: o de evitar auditorias fiscais e o de não recuperar parcial ou totalmente o valor do pagamento especial por conta (PEC). O objetivo da implementação do PEC era o de submeter as empresas a um mínimo de tributação, devido à situação de incumprimento fiscal generalizado por parte das empresas que tentam minimizar o seu resultado líquido. Deste modo, a Administração Fiscal tem vindo a impor às empresas o pagamento de um mínimo de imposto sobre o rendimento, constante até um determinado volume de resultados tributáveis uma vez que o PEC apenas é dedutível quando o imposto efetivo a pagar apurado no final de cada ano é superior aos pagamentos efetuados nesse período. Desta forma, não existe incentivo para que as empresas reportem resultados inferiores a esse volume de resultados (Moreira, 2008).

O segundo incentivo está relacionado com a *obtenção de financiamento bancário*. Nas empresas com elevadas necessidades de financiamento, a probabilidade de o obterem a um custo razoável, tende a estar positivamente relacionada com a qualidade dos seus resultados (Moreira, 2006).

Contudo, estes dois incentivos tendem a refletir-se nos resultados das empresas de forma antagónica. Moreira (2006) demonstra que se os gestores pretendem reduzir o valor do imposto, terão de adotar políticas contabilísticas com o intuito de diminuir os resultados. Adicionalmente, evidencia que, em geral, as empresas apresentam uma tendência para evitar perdas e uma forte concentração nos resultados positivos próximos de zero. No entanto, as

empresas com maiores necessidades de financiamento tendem a manipular os seus resultados no sentido oposto àquele do incentivo fiscal, procurando sinalizar a qualidade dos seus resultados junto da banca. Deste modo, empresas com elevadas necessidades de financiamento tendem a apresentar resultados positivos acima dos valores mínimos. (Moreira, 2006, 2008).

Em suma, poderão existir vários tipos de incentivos à manipulação dos resultados, dependendo do contexto económico e fiscal em que as empresas se inserem.

4. MANIPULAÇÃO DOS RESULTADOS EM EMPRESAS AFETADAS PELA CRISE

Este estudo tem como objetivo responder à seguinte questão, já enunciada atrás: *Será que os gestores tendem a manipular mais os resultados das suas empresas numa situação de crise financeira do que numa situação com ausência desta?*

Neste capítulo pretende-se, assim, esclarecer os conceitos de “empresas afetadas pela crise” e de “fragilidades financeiras das PME”, bem como o tipo de incentivo para manipular os resultados, que os gestores se defrontam nestes casos. Far-se-á, igualmente, uma breve referência à evolução dos Acordos de Basileia, indispensáveis para garantir regulação e supervisão dos sistemas financeiros.

4.1 Fragilidades financeiras das PME e dificuldades no acesso ao financiamento num contexto de crise financeira

"A crise política constitui uma ameaça para uma rutura quase imediata da capacidade de financiamento do Estado Português. Isto tem consequências na capacidade do Estado em conseguir honrar os seus compromissos financeiros, para que o sistema financeiro consiga mostrar-se sólido e para que as empresas consigam ter acesso ao crédito, manter a sua atividade e manter o emprego dos trabalhadores."

Dr. Pedro Silva Pereira - Ministro da Presidência, março 2011

in Crise política pode provocar ruptura na capacidade de financiamento,

Diário Económico

De acordo com Gilson (1989), considera-se que uma empresa se encontra em dificuldades financeiras quando o seu ativo líquido se torna insuficiente para cumprir os seus compromissos, resultando em falta de articulação entre o seu ativo líquido corrente e o seu passivo corrente.

A World Investment Conference Europe 2013 que teve lugar em Estrasburgo, em França, atraiu cerca de 500 dirigentes políticos, empresários e investidores e pretendeu abordar a questão: *“Pode o mercado do trabalho na Europa ser revitalizado?”*

“Em primeiro lugar, precisamos de uma análise realista das nossas fraquezas e deficiências. Em segundo, temos de analisar a questão do ponto de vista das mudanças necessárias em termos institucionais, políticos e económicos.”

Gunter Verheugen - antigo Comissário Europeu para a Indústria, junho 2013
in PME: A chave para a crise do trabalho na Europa?, Euronews

De acordo com o que foi discutido na referida conferência, uma das maiores fragilidades económicas da Europa é a ausência de crescimento das PME, que representam 99% do tecido empresarial da região e 67% do emprego na UE.

O grande entrave do acesso ao financiamento foi uma das conclusões da conferência. Apesar da intervenção estatal, os bancos mantêm-se reticentes a conceder crédito. Deste modo, as empresas optaram por modelos alternativos de financiamento, como o financiamento coletivo (*crowdfunding*).

“Temos 23 milhões de PME na Europa e apenas 30% têm crédito bancário. Todos os anos apenas 0,02% são financiadas através de capitais de risco e ainda menos a fundo perdido. Há uma ampla discrepância entre as empresas e os fundos disponíveis.”

Oliver Gajda - presidente da Rede Europeia de Crowdfunding, junho 2013
in PME: A chave para a crise do trabalho na Europa?, Euronews

As PME não pedem apoio financeiro à Europa e aos governos, mas sim menos burocracia e mais orientação.

“Não precisamos de mais leis e regulamentos. Pelo contrário, é necessário reduzir o número de imposições, ajudar a lançar negócios e clarificar o acesso a todas as medidas. Nenhum empresário europeu tem uma ideia de todas as ajudas que existem. Além disso, é preciso ensinar às PME que o internacional, não apenas a Europa, é uma oportunidade de desenvolvimento. São elas que têm de ir conquistar os mercados emergentes.”

Denis Jacquet - líder da “Parrainer la Croissance”, junho 2013
in PME: A chave para a crise do trabalho na Europa?, Euronews

As pequenas e médias empresas têm um grande potencial para fazer crescer a economia europeia e o mercado de trabalho. Mas para isso, necessitam do bom apoio dos governos.

“O famoso aforismo ‘pense mundial e aja a nível local’ é agora mais relevante do que nunca na Europa. Os participantes nas discussões em Estrasburgo chegaram à conclusão que os políticos europeus têm de estar mais conscientes do que as empresas precisam para criar, de forma eficaz, postos de trabalho.”

Natalia Marshalkovich - jornalista da Euronews, junho 2013
in PME: A chave para a crise do trabalho na Europa?, Euronews

Segundo o estudo da consultora Bain & Co e do Institute of International Finance, o novo crédito às PME até 1 milhão de euros nos últimos cinco anos caiu significativamente em seis países da zona euro. O caso mais dramático foi o da Irlanda, com uma redução de 82%, seguido de Espanha com uma queda de 66% e Portugal com uma redução de 45%. Seguem-se França, Holanda e Itália com reduções de 37%, 32% e 21%, respetivamente.

De acordo com Hallberg (2000), as dificuldades sentidas pelas PME na obtenção de financiamento bancário não é recente, existindo evidência de que,

em períodos de crise, é mais provável que um banco rejeite a concessão de crédito a uma PME do que a uma grande empresa.

No caso português e como já foi referido, as PME têm um impacto significativo no tecido empresarial do país e, conseqüentemente, no seu crescimento económico, representando cerca de 99,9% do total de empresas que se encontravam em atividade em Portugal (INE, 2010).

No entanto, o contexto económico e social deste tipo de empresas é caracterizado por uma fraca visibilidade, estruturas organizacionais simples, fragilidades endógenas e exógenas e estruturas financeiras frágeis, com insuficiência de capitais próprios, o que gera uma excessiva dependência de capitais alheios, obtidos junto do setor bancário. Daí que os modelos de avaliação de risco de crédito para pequenas e médias empresas originam classificações baixas, resultado do elevado risco percebido (INE,2010).

Assim, a reduzida qualidade e transparência da informação contabilística e financeira das PME, raramente auditada e não notada (por agências de notação de risco), dificulta a obtenção de capital externo (Berger e Udell, 1998).

Tanto a União Europeia como o Governo português têm procurado medidas que invertam as limitações no acesso ao financiamento bancário. Deste modo, a European Commission of Enterprise and Industry (2007) apelou a um maior esforço por parte das empresas, no sentido de garantirem a produção de informação económica e financeira de melhor qualidade, para que seja possível atribuir-lhes condições de financiamento que espelhem o seu real valor.

Em suma, as PME são os motores produtivos que enfrentam maiores obstáculos na obtenção de financiamento bancário e que, caso não o consigam obter, deixam de poder usufruir de alguns dos benefícios que lhe estão associados, como por exemplo, o efeito de alavancagem e os benefícios fiscais

que constituem uma vantagem, até determinado limite, comparado com o financiamento através de capitais próprios.

“As PME (...) são as últimas a beneficiar da melhoria das condições de financiamento. Dada a sua menor dimensão, é maior a sua dependência do crédito bancário. Assim, as PME não beneficiam logo de taxas de juros mais baixas nos mercados”

Maria Luís Albuquerque – Ministra das Finanças, março 2014

in **As PME são o pilar fundamental para o crescimento da economia europeia**,
Ministério das Finanças do Governo Português

4.2 Acordos de Basileia

O objetivo desta secção será analisar, de uma forma sucinta, como é feita a gestão de risco de crédito das PME nas instituições financeiras com a entrada em vigor das regras dos Acordos de Basileia, enquanto atravessamos uma das mais graves crises financeiras da história. Tendo em conta estes fatores e a importância deste tipo de empresas para a economia nacional, a principal questão reside em como os bancos irão financiar a sua atividade.

A liberalização dos mercados, a dinamização financeira e tecnológica, a forte abertura ao exterior e a crescente globalização e competitividade fizeram com que fosse essencial para as instituições financeiras uma atuação mais abrangente e diversificada a nível internacional. Tornou-se, assim, fundamental, principalmente a seguir à Grande Depressão dos anos 30, supervisionar e regular o sistema bancário dos países. Deste modo, definiu-se um conjunto de regras que levasse a uma maior sensibilidade dos riscos assumidos em negócios efetuados, a uma avaliação mais rigorosa dos riscos e a uma supervisão dos

níveis de risco e de capital detidos pelas instituições financeiras no sentido de evitar possíveis perdas.

4.2.1 Acordo de Basileia I

O Acordo de Basileia I foi assinado em 1988, na cidade de Basileia, Suíça, por iniciativa do Comité de Supervisão Bancária de Basileia e ratificado por mais de 100 países.

A implementação deste Acordo teve como objetivo contribuir para fortalecer a solidez e estabilidade do sistema bancário internacional e diminuir as fontes de desequilíbrio competitivo entre os bancos e os sistemas bancários nacionais (CarlosCoelho.eu, 2007).

De acordo com Nunes (2011), no primeiro Acordo de Basileia “foram estabelecidos os princípios fundamentais que devem ser usados como referência pelas autoridades públicas na supervisão dos bancos localizados nos países que assinaram o Acordo. Destes princípios salientam-se as exigências mínimas de capital, que devem ser respeitadas por bancos comerciais, como precaução contra o risco de crédito”.

Para Matten (2000), este acordo simplificou o cálculo do rácio de solvabilidade, introduzindo o conceito de que os fundos próprios, ou capital regulado, têm que ter, no mínimo, 8% do total dos elementos do ativo e extrapatrimoniais ponderados.

Foi, desta forma, criada uma metodologia uniforme para o cálculo do capital mínimo adequado para os bancos internacionais que apenas dava importância ao risco de crédito (Federal Reserve Bulletin, 2003), ignorando o risco de mercado e o operacional.

Assim, e de acordo com Tanaka (2003), Basileia I apresentava-se pouco sensível ao risco, daí a necessidade de se ter de avançar para um Novo Acordo.

Outra das limitações de Basileia I, identificada por Keeton (1989) e Gilbert (1994), diz respeito ao facto do modelo adotado por este acordo não fazer a distinção entre empréstimos atribuídos a clientes com *ratings* elevados e a clientes que ofereçam garantias inferiores.

Pereira (2006) refere que, “não obstante Basileia I ter reforçado a estabilidade financeira, não impediu que algumas crises, suscetíveis de abalar a confiança no sistema, tivessem ocorrido, em especial nos chamados mercados emergentes”.

Em suma, o Acordo de Basileia I entrou em vigor em 1988, apresentando um único pilar relacionado com o requisito mínimo de capital, o que permitiu a simplificação da implementação e da comparação dos resultados entre as instituições financeiras. Houve a necessidade de formular um novo Acordo devido às lacunas apresentadas por Basileia I, tais como a pouca sensibilidade ao risco e o estímulo da avaliação de capital regulamentar.

4.2.2 Acordo de Basileia II

O Acordo de Basileia II, publicado em junho de 2004, surge na sequência de inúmeras falências de bancos ao longo da década de 90 e da necessidade de acompanhar a inovação financeira e tecnológica verificada no final dos anos 90 e da insatisfação verificada face aos modelos tradicionais de avaliação de risco (Nunes, 2011).

O Basileia II, segundo a literatura (Carneiro et al., 2004; Carvalho et al., 2006; Pereira, 2006; Silva, 2008; Alves e Cherobim, 2009; Dantas et al., 2010), assenta

em três pilares e considera diversos tipos de risco, tais como os riscos de crédito, de mercado e operacional:

- Pilar I – *Requisitos mínimos de capital*: Segundo o Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), o Pilar I introduziu novas abordagens de determinação dos requisitos mínimos de capital que os bancos devem adotar para fazer face à cobertura dos riscos enfrentados. Este pilar consiste numa revisão e melhoria do acordo anterior. Assim, o Pilar I engloba um conjunto de abordagens com diferentes níveis de complexidade para a determinação dos requisitos de capital, aumentando a sensibilidade dos requisitos mínimos de fundos próprios à realidade de cada instituição financeira.
- Pilar II – *Processo de Supervisão*: Este segundo pilar baseou-se em vários princípios orientadores relacionados com a necessidade dos bancos avaliarem as suas posições de adequação de capital em relação aos seus riscos globais (BCBS, 2003). Estes princípios são indispensáveis para uma gestão eficaz das organizações de serviços bancários e de supervisão bancária. É importante referir também que o BCBS (2003) previu que os bancos fossem obrigados a verificar se as suas necessidades de capital eram suficientes num cenário de *stress* – testes de *stress*.
- Pilar III – *Disciplina de Mercado*: Segundo o BCBS (2003), o Comité procurou incentivar a disciplina de mercado, permitindo aos agentes de mercado uma correta avaliação do perfil de risco e da situação financeira das instituições de crédito, através da promoção da transparência e disponibilização da informação financeira.

4.2.3 Impacto da Basileia II nas PME

Desde o início do processo de reforma (1999), o Comité de Basileia tem dado especial atenção ao segmento das PME, devido à sua estrutura de capital simples e probabilidade de incumprimento geralmente superior ao das restantes empresas.

Segundo diversos estudos da literatura (Dullman e Scheule, 2003; Saurina e Trucharte, 2004; Dietsch e Petey, 2004 e Fabi et al., 2004) era fundamental efetuar uma distinção entre os créditos concedidos a empresas de diferentes dimensões. De acordo com estes autores, as PME tendem a ter um maior risco associado devido às suas características. Contrariamente, as grandes empresas têm uma maior influência nas condições económicas gerais e um menor peso do grau de risco específico das atividades delineadas. Assim, os empréstimos concedidos às PME tendem a ser mais arriscados.

O BCBS (2003) teve, deste modo, de anunciar critérios quantitativos de distinção entre as PME e as grandes empresas. Um desses critérios está relacionado com o valor do volume de negócios anuais, sendo que uma PME é uma empresa com menos de 50 milhões de euros em volume de negócios anuais.

Em 2003, o Comité de Basileia realizou o terceiro *quantitative impact study* (QIS 3) que tem como objetivo antecipar o impacto de Basileia II no setor bancário. A principal conclusão desse estudo foi que ocorreu uma redução dos fundos próprios associados ao risco de crédito, sendo que, quanto maior for o grau de sofisticação da abordagem, maior será a redução desses requisitos, e, conseqüentemente, maior o incentivo para a adoção de métodos de avaliação de risco mais avançados.

Na literatura, vários foram os estudos relacionados com a temática do QIS 3, tais como Schwaiger (2002); Saurina e Trucharte (2004); Fabi et al. (2004); Altman e Sabato (2005) e Berger (2006). Todos estes estudos, de um modo geral, concordam que a implementação de Basileia II não modificou de forma significativa os padrões existentes de financiamento bancários às PME. Estes autores defendem, ainda, que as instituições bancárias obterão benefícios em termos de exigências de fundos próprios, motivando estas instituições a atualizar os seus procedimentos internos de análise do risco de crédito, através da utilização de técnicas de gestão de risco mais inovadoras.

Porém, Altman e Sabato (2005) referem que, numa fase inicial, para as PME que possuem informações financeiras de baixa qualidade, é possível ocorrer um aumento dos custos de financiamento, sobretudo devido aos custos de implementação de Basileia II.

No contexto português, Gomes (2008) realiza um estudo após a implementação de Basileia II (2007), procurando avaliar os potenciais efeitos deste acordo nos créditos concedidos às PME portuguesas. O autor concluiu que ocorre uma deterioração no montante de crédito disponibilizado às PME.

4.2.4 Acordo de Basileia III

Em dezembro de 2010, o Committee of European Banking Supervisors (CEBS) publicou o Acordo de Basileia III, que introduziu alterações regulamentares de extrema importância relacionadas com capital, liquidez e rácio de alavancagem. Estas alterações foram adotadas a partir de 2013, de modo faseado.

O principal objetivo deste acordo foi o de evitar que o setor bancário absorva os choques resultantes de uma crise financeira internacional, como a do *subprime*, incluindo medidas destinadas a reduzir o risco específico de cada instituição.

Esta reforma foi realizada principalmente pelo facto da crise que atravessamos desde 2007, se explicar pela queda no nível de qualidade dos recursos próprios dos bancos destinados a cobrir os riscos. Acresceu, também, o facto da maioria das instituições bancárias não disporem de reservas suficientes para suportar uma crise de liquidez.

Assim, incertezas sobre a qualidade dos balanços dos bancos começaram a surgir, bem como sobre a sua solvabilidade e sobre a sua capacidade de combater os riscos inerentes.

O Acordo de Basileia III reforça, desta maneira, a necessidade de os bancos aumentarem as suas reservas de capital para se protegerem de crises. Simultaneamente é pretendido que se melhorem os aspetos relacionados com a supervisão, gestão de risco, governação, transparência e divulgação pública dos mesmos.

De acordo com Silva e Pereira (2011a,b), em suma, com o Basileia III pretende-se:

- Maior integração das práticas de Asset and Liability Management (ALM) – Regras de liquidez, *stress tests*, previsão de capital - com tempos de resposta otimizados;
- Maior integração entre as práticas de risco e as regras contabilísticas;
- Melhorias nos processos de governação, designadamente no que respeita aos sistemas de remuneração (menor peso das remunerações variáveis e dependentes de resultados de curto-prazo);
- Reforço dos requisitos de fundos próprios das instituições de crédito;

- Aumento significativo da qualidade desses mesmos fundos próprios;
- Redução do risco sistemático;
- Período de transição suficiente para acomodar as novas exigências.

4.2.5 Impactos de Basileia III

As novas regras prudenciais do Acordo de Basileia III terão impacto no sistema financeiro dos países que as adotarem.

As empresas (principalmente PME) poderão ver-se confrontadas com um custo mais elevado quando recorrerem a financiamentos junto da banca, devido à precaução na concessão de crédito, levando a menos investimentos, menos postos de trabalho e, conseqüentemente, a um crescimento pouco significativo da economia.

As famílias também serão afetadas, conhecendo *spreads* mais elevados decorrentes de exigências superiores com os riscos de crédito e de liquidez.

O Estado passará, também, a obter financiamentos a custos mais elevados, refletindo as maiores exigências de capital, de precaução com o risco e liquidez do sistema bancário.

Para além das regras exigentes dos Acordos de Basileia, a crise atual vivida originou uma situação de descapitalização dos bancos e uma forte redução ao nível da liquidez interbancária, influenciando, igualmente, a capacidade das PME na obtenção de crédito.

4.3 O impacto da crise nas PME

“Num contexto de incerteza, a falta de análises quantificadas dá azo a uma série de conclusões, por vezes pouco fiáveis. Contudo, não deixa de ser pertinente olhar para as consequências que afectarão os vários agentes económicos, entre eles as pequenas e médias empresas (PME), cujo papel é preponderante em Portugal.”

Pedro Holstein Beck, julho 2013

in Crise política ameaça soluções de financiamento das PME, Jornal de Negócios

No capítulo 3 discutem-se os potenciais incentivos à manipulação dos resultados confrontados pelos gestores. Conforme visto, estes incentivos dependem de vários fatores, como as características de cada empresa e o contexto económico e legal em que elas se inserem.

Neste subcapítulo especificam-se as motivações dos gestores, em Portugal, quando as suas empresas são afetadas pela grande crise económico-financeira atual.

Com a grave crise vivida atualmente em Portugal, grande parte das pequenas e médias empresas enfrenta situações de dificuldades financeiras. No sentido de ultrapassar esses problemas de financiamento, essas empresas recorrem, maioritariamente, ao sistema bancário, tendo em conta o tipo de empresa referido. Ora, essas instituições terão de passar por uma análise cuidada da informação financeira das empresas, antes de lhes conceder o respetivo financiamento. Contudo, se as instituições financeiras, após avaliarem a solvabilidade e o risco de incumprimento das empresas, perceberem que as mesmas não possuem condições suficientes para cumprir o serviço da dívida,

terão de recusar o pedido de financiamento ou, em última instância, impor um custo superior.

Vendo-se confrontados com esta situação, os gestores terão incentivos para manipularem os resultados contabilísticos e a informação financeira que será analisada pelo sistema bancário, no sentido de mostrar uma imagem credível e solvável da empresa aos credores (Moreira, 2008).

Schwartz (1982), Sharma e Stevenson (1997), Rosner (2003), Lara et al. (2006) foram alguns autores que encontraram evidência que demonstra que os gestores tendem a alterar as políticas contabilísticas com vista a influenciar a perceção do mercado acerca da imagem da empresa, quando se defrontam com dificuldades financeiras nas suas empresas.

De acordo com Moreira (2008), “uma empresa que deseje ter apoio financeiro estável e em boas condições tem de sinalizar a sua qualidade. Para o efeito, utilizará as suas demonstrações financeiras que são um instrumento de sinalização dessa qualidade (Baralexix, 2004; Missionier-Piera, 2004).”

Ainda segundo este autor, as empresas portuguesas com maiores necessidades de financiamento tendiam a apresentar resultados líquidos superiores aos doutras com baixas necessidades de financiamento (Moreira, 2006). Esta evidência poderá ser aplicada, igualmente, aos períodos antes e durante a crise, sendo que as empresas tenderão a apresentar resultados superiores neste período de crise do que antes do início da mesma.

Conforme referido anteriormente, existem dois tipos de incentivos para as PME portuguesas: minimização do imposto e recurso ao financiamento bancário. Uma empresa que se encontra numa situação de deficiência financeira, não se pode limitar a minimizar o imposto sobre o rendimento a pagar pois arrisca-se a não conseguir sinalizar adequadamente a sua qualidade (Moreira, 2008) na hora de recorrer ao financiamento. Assim, e ainda de acordo

com Moreira, o incentivo à minimização do imposto parece ser contrabalançado por um incentivo de qualidade informativa.

Tendo em conta a questão que este estudo pretende responder, espera-se que o incentivo de qualidade informativa seja mais forte, visto tratar-se, maioritariamente, de empresas que têm necessidade de financiamento bancário, favorecendo a escolha de soluções contabilísticas que propiciem aumentos dos resultados ou, pelo menos, atuações mais comedidas na redução destes (Moreira, 2008), no sentido de evitar o estrangulamento da atividade da empresa e a sua falência.

5. HIPÓTESES E DESCRIÇÃO DAS METODOLOGIAS DE INVESTIGAÇÃO

H1: Os gestores das empresas em situação de crise adotam soluções contabilísticas para manipular resultados, de forma mais intensa do que em conjunturas económicas e financeiras saudáveis.

Esta hipótese será testada através do estudo da significância estatística da variável “Ano” como variável preditora da probabilidade de uma empresa reportar resultados de lucro pequeno ou nulo, probabilidade essa estimada por um modelo de regressão logística cuja estrutura será explicitada e avaliada ao longo desta análise.

5.1 Seleção da amostra

A amostra para o estudo que se pretende resultou de um processo não probabilístico onde foram consideradas apenas as empresas com dados multidimensionais financeiros disponíveis (entre 2005 e 2012) na base de dados SABI, tendo sido estabelecida a unidade estatística como a empresa-ano que fosse simultaneamente PME e não estivesse cotada na bolsa nacional.

A amostra inicial era composta por 176 528 empresas.

No entanto, após refinamento, a sua dimensão situou-se em 11 919, explicando-se nos parágrafos seguintes o procedimento utilizado.

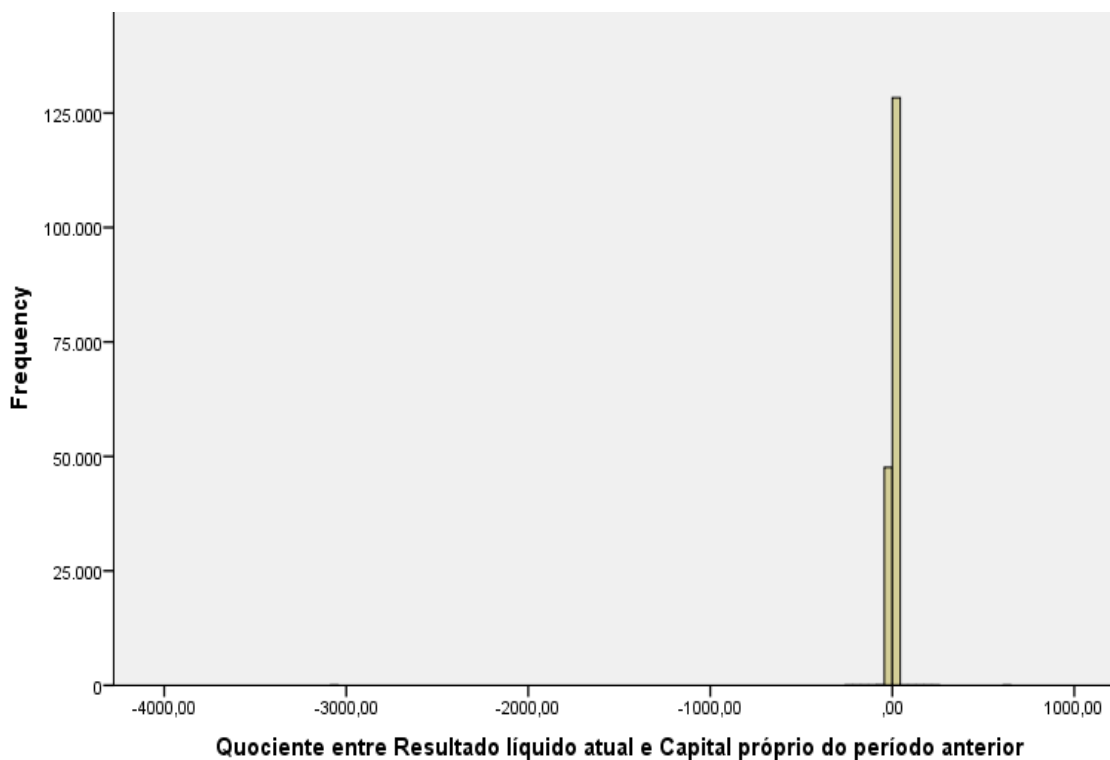
Para a análise das distribuições empíricas, optámos por utilizar o rácio da rentabilidade dos capitais próprios que é obtido pelo quociente entre o

resultado líquido do período actual e o capital próprio do período anterior, sendo conhecido como o indicador de rentabilidade mais utilizado pelos analistas e mais referido pela literatura.

O motivo da escolha do referido rácio prende-se com o facto de ser um indicador da situação da empresa, ideal quando comparado entre empresas com as mesmas características (neste caso, PME).

Após computação da variável definida pelo quociente supra referido (e designando essa variável por Q) obtivemos as medidas de localização e dispersão infra referenciadas – ver Figura 5 e Tabela 1.

Figura 5: Histograma da variável Q



Média = 0,03; Desvio Padrão = 7,938; $n = 176\ 528$

Fonte: SPSS

Tabela 1: Localização e dispersão de Q

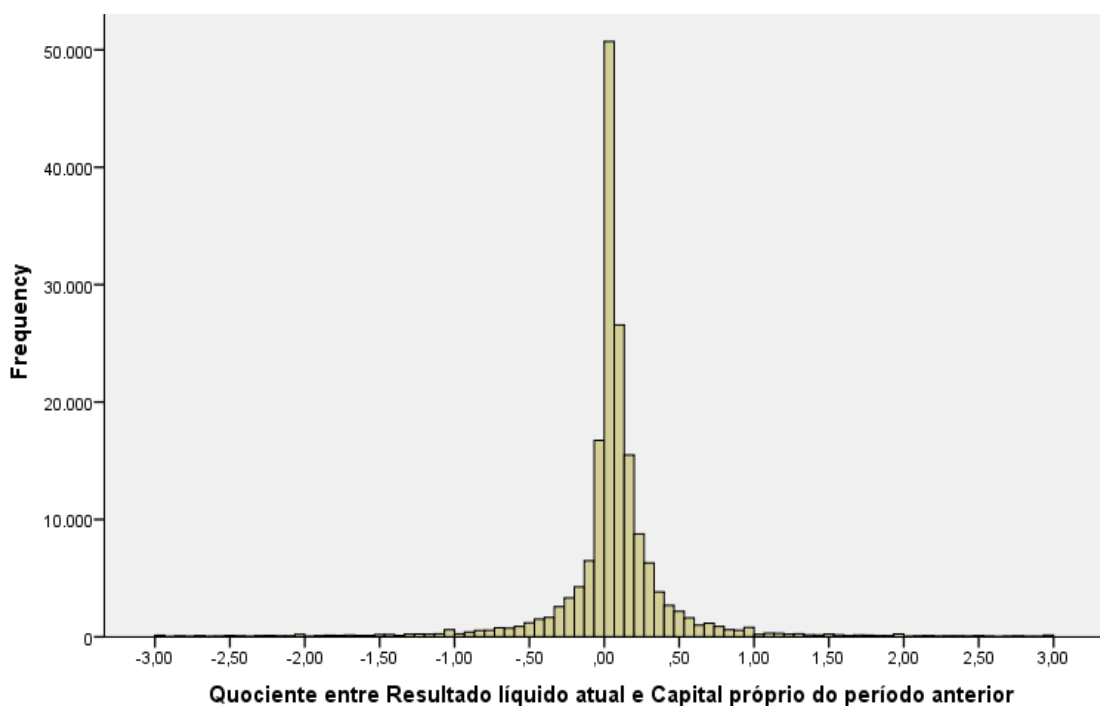
N	Valid	176075
	Missing	453
Mean		,0295
Std. Error of Mean		,01892
Median		,0485
Std. Deviation		7,93789
Skewness		-325,308
Std. Error of Skewness		,006
Kurtosis		127181,451
Std. Error of Kurtosis		,012
Minimum		-3069,00
Maximum		640,00
Percentiles	1	-3,0000
	5	-,6154
	10	-,2500
	25	,0000
	50	,0485
	75	,1604
	90	,3859
	95	,6835
	99	2,6667

Fonte: SPSS

Os valores omissos na variável Q advêm dos casos em que a empresa-ano apresentou capitais próprios nulos. É importante mencionar que a visualização do histograma está condicionada à existência de valores *outliers* severos e há que considerar a sua remoção para termos uma melhor percepção da distribuição dos restantes rácios.

Por exemplo, se eliminarmos rácios que distam mais de 3 unidades da origem (que não chegam a ser 2% dos rácios disponíveis) o histograma já se torna bastante mais claro – ver Figura 6 e Tabela 2.

Figura 6: Histograma da variável Q após remoção de outliers



Média = 0,06; Desvio Padrão = 0,446; $n = 172\ 908$

Fonte: SPSS

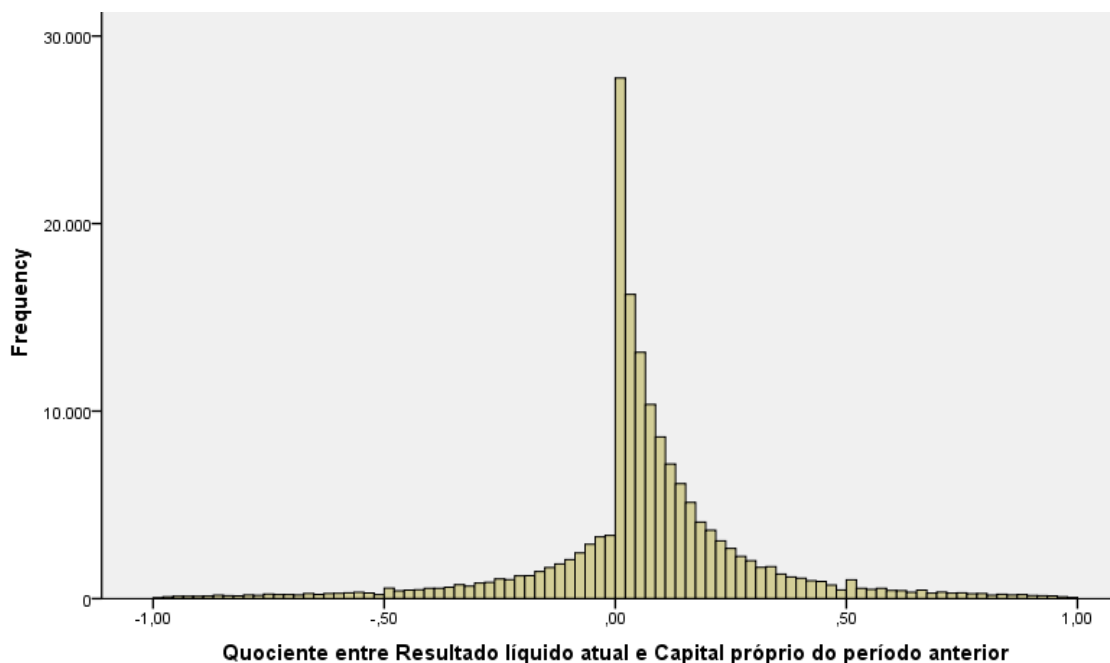
Tabela 2: Localização e dispersão de Q após remoção de outliers

N	Valid	172908
	Missing	0
Mean		,0620
Std. Error of Mean		,00107
Median		,0488
Std. Deviation		,44600
Skewness		-,352
Std. Error of Skewness		,006
Kurtosis		14,232
Std. Error of Kurtosis		,012
Minimum		-3,00
Maximum		3,00
Percentiles	1	-1,6332
	5	-,5000
	10	-,2202
	25	,0000
	50	,0488
	75	,1579
	90	,3641
	95	,6111
	99	1,6000

Fonte: SPSS

Se formos mais longe (apresentando apenas rácios que distem menos de 1 unidade da origem) os resultados são os seguintes – ver Figura 7 e Tabela 3:

Figura 7: Histograma da variável Q após remoção final de outliers



Média = 0,06; Desvio Padrão = 0,24; $n = 164\ 622$

Fonte: SPSS

Tabela 3: Localização e dispersão de Q após remoção final de outliers

N	Valid	164622
	Missing	0
Mean		,0638
Median		,0486
Std. Deviation		,24002
Skewness		-,271
Std. Error of Skewness		,006
Kurtosis		3,726
Std. Error of Kurtosis		,012
Minimum		-1,00
Maximum		1,00
Percentiles	1	-,7500
	5	-,3475
	10	-,1651
	25	,0000
	50	,0486
	75	,1489
	90	,3162
	95	,4688
	99	,7895

Fonte: SPSS

Como seria de esperar, verificam-se descontinuidades na distribuição em torno de zero: Existe um número significativamente elevado de empresas com rácio da rentabilidade dos capitais próprios – também conhecido como rácio da rentabilidade da situação líquida – ligeiramente positivo e um número bastante reduzido de empresas com o referido rácio ligeiramente negativo.

Este cenário corrobora o anteriormente discutido sobre a existência de diversos incentivos à manipulação dos resultados. Também no estudo de Burgstahler e Dichev (1997) e de Moreira (2008) existem descontinuidades na distribuição da variação dos resultados.

De acordo com os resultados obtidos pela análise do Histograma percebemos que os gestores das empresas tendem a reportar uma situação líquida tenuemente positiva no sentido de não desagradarem os destinatários da informação, querendo obter melhores condições de financiamento sem terem de pagar uma grande quantia de imposto sobre o rendimento.

No entanto, o que este estudo visa responder é que os gestores têm o comportamento acima mencionado mais intenso em períodos de crise económico-financeira. Veremos esta situação mais à frente na formalização do modelo.

Há agora que determinar qual a amplitude dos intervalos adjacentes ao valor zero da variável rácio Q . Podemos estimar a amplitude dos intervalos referidos, escolhendo um valor parcimonioso dependente da dimensão da amostra (n), atendendo à aplicação de algumas regras adstritas à elaboração de histogramas – ver Tabela 4.

Tabela 4: Regras para construção de histogramas

Regra	Estimador de amplitude	Estimativ a
Crítério da raiz	$h = \frac{\max Q - \min Q}{\sqrt{n}}$	$4,93 \times 10^{-3}$
Fórmula de Sturges	$h = \frac{\max Q - \min Q}{\lceil \log_2 n + 1 \rceil}$	0,105
Regra de Rice	$h = \frac{\max Q - \min Q}{2n^{\frac{1}{3}}}$	0,03645
Regra de Friedman-Diaconis	$h = \frac{2(Q_3 - Q_1)}{n^{\frac{1}{3}}}$	$5,43 \times 10^{-3}$

Uma vez que a distribuição da variável Q não tem um comportamento normal⁵, o ideal será aproximar a amplitude dos intervalos adjacentes à origem pelo valor obtido, adotando a regra de Friedman-Diaconis pois é a menos sensível à não-normalidade dos dados.

Sendo assim, os intervalos a considerar são $[-0,00543; 0[$ e $[0; 0,00543[$. Considerando a origem da variável (rácio) estão presentes no 1º intervalo empresas-ano cujo resultado líquido equivale a prejuízo e cujo valor não excede cerca de 0,543% dos capitais próprios declarados no ano anterior.

Por outro lado, estão presentes no 2º intervalo empresas-ano cujo resultado líquido ou é nulo ou é lucro que não excede cerca de 0,543% dos capitais próprios declarados no ano anterior.

Para efeitos de simplificação, arredondamos o valor 0,543% para 0,5% e ficamos assim com uma amostra final de 11 919 empresas-ano distribuídas conforme apresentado na Tabela 5.

⁵ No teste de K-S onde H0 é a favor da normalidade obtém-se ET=0,183;gl=164622 e *p-value* < 0,001

Tabela 5: Classificação da amostra final

Tipo de situação	<i>n</i>
Prejuízo que não excede 0,5% dos capitais próprios transactos	604
Lucro que não excede 0,5% dos capitais próprios transactos	11 315
Total	11 919

A Tabela 6 infra mencionada evidencia a evolução da dimensão da amostra após o processo de refinamento descrito anteriormente.

Tabela 6: Evolução da dimensão da amostra

Ação sobre a amostra	Nº empresas-ano
Base inicial	176 528
Após eliminação de dados em falta e/ou dados cujo rácio RL/CP dista mais de 3 unidades da origem	172 908
Após eliminação de dados cujo rácio RL/CP dista mais de 1 unidade da origem	164 622
Após eliminação de dados cujo valor do RL não excede 0,5% dos capitais próprios declarados ⁶ no ano anterior	11 919

5.2 Estatísticas descritivas

A tabela seguinte (Tabela 7) retrata algumas medidas de localização e dispersão para a variável Q das empresas que integram a amostra:

⁶ O mesmo será dizer, dados cujo rácio RL/ CP não diste mais de 0,005 unidades da origem.

Tabela 7: Medidas de localização e dispersão dos RL anuais

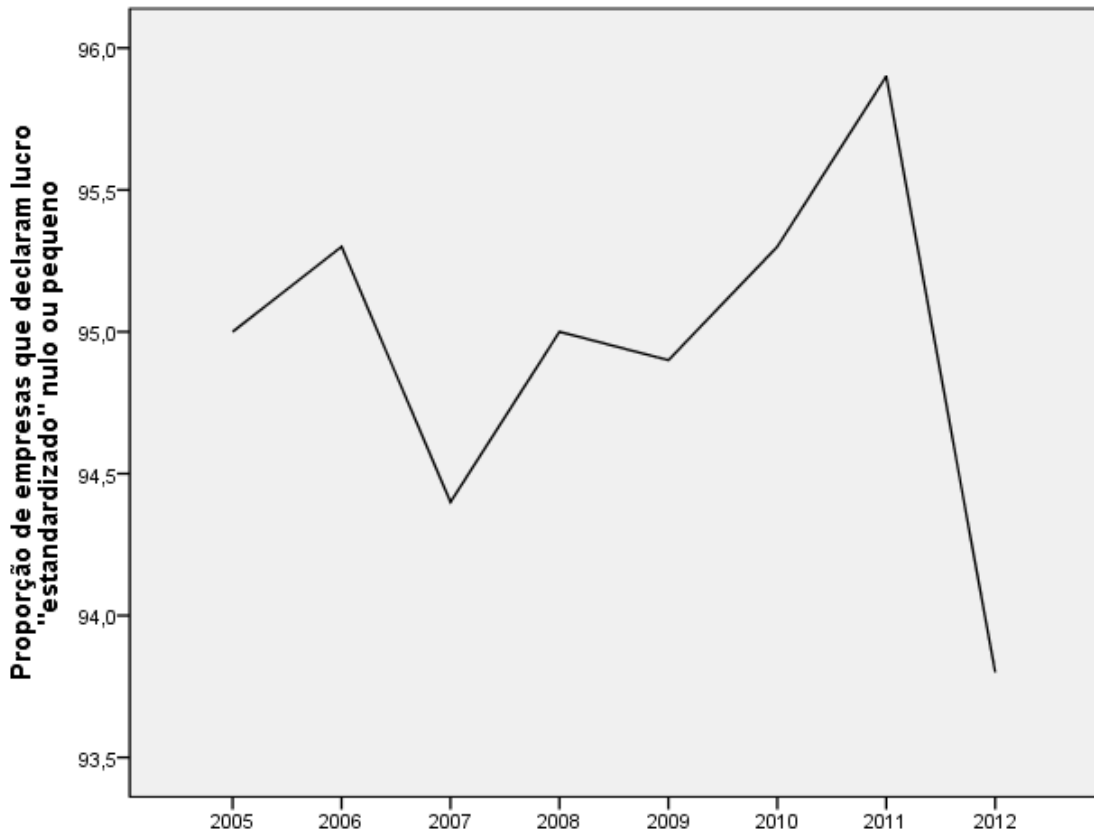
Ano	Média	D.P.	Mediana	<i>n</i>	% RL não negativo
2005	1,45	13,427	0,00	1 141	95,0
2006	0,24	25,994	0,00	1 258	95,3
2007	1,78	22,680	0,00	1 219	94,4
2008	1,83	14,802	0,00	1 424	95,0
2009	3,07	37,693	0,00	1 400	94,9
2010	2,12	16,215	0,00	1 504	95,3
2011	1,80	11,379	0,00	1 826	95,9
2012	1,31	10,668	0,00	2 147	93,8

Nota: Salvo informação em contrário, os valores apresentados estão em milhares de Euros.

Excluindo os anos de 2006 e 2009, onde se registaram valores atípicos (em média) para o resultado líquido, todos os restantes valores se situam entre 1,31 e 2,12 milhares de Euros.

De salientar que a percentagem de empresas que reportou lucro pequeno ou inexistente variou entre 93,8% (2012) e 95,9 (2011), não se evidenciando qualquer padrão na variação destes valores entre 2005 e 2012 dadas as oscilações observadas (ver Figura 8).

Figura 8: Empresas-ano que declararam lucro nulo ou próximo de zero



Fonte: SPSS

5.3 Formalização do modelo

Para avaliar a influência de certas variáveis de interesse sobre a probabilidade de reporte de pequenas perdas ou pequenos ganhos (standardizados) ajustou-se um modelo *logit*⁷ aos dados disponíveis. Seja *Y* a variável *dummy* que toma os seguintes valores:

$Y = 1$ se a empresa-ano reportou lucro "standardizado" nulo ou próximo de zero;

$Y = 0$ se a empresa-ano reportou prejuízo "standardizado" próximo de zero.

⁷ Para amostras de grande dimensão (presente caso) o modelo *logit* aproxima-se do modelo *probit*, sendo que o primeiro tem vantagens pois permite interpretar rácios de chances, pelo que é uma mais-valia para esta análise.

A relação funcional a avaliar é da forma $Y = f(\text{Size}, \text{LRL}, \text{Audit}, \text{Endiv}, \text{Ano})$ e fica definida por:

$$P(Y=1) = P(\text{"Lucro estandardizado nulo ou próximo de zero"})$$

$$= \frac{1}{1 - e^{-\left(\beta_0 + \beta_1 \text{Size} + \beta_2 \text{LRL} + \beta_3 \text{Audit} + \beta_4 \text{Endiv} + \sum_{j=5}^{12} \beta_j \text{Ano}_j\right)}}$$

Onde,

- Size – é o logaritmo natural do ativo total da empresa-ano;
- LRL – é a variável *dummy*⁸ que indica ocorrência de prejuízo ou **não prejuízo** no período anterior;
- Audit – é a variável *dummy* que indica a existência de **auditoria** no período atual;
- Endiv – é a variável *dummy* que indica o **endividamento** da empresa-ano (caso o rácio $(\text{Ativo} - \text{Cap. próprios}) / \text{Ativo}$ seja superior à mediana dos rácios);
- Variáveis Ano_j - são variáveis dicotómicas que indicam o ano a que a informação multidimensional se reporta.

Isto é, procura-se saber que impacto tem a variação conjunta das variáveis candidatas a independentes na variação das probabilidades do reporte de um lucro nulo ou próximo de zero.

⁸ Para todas as variáveis *dummy* estabelece-se que o valor numérico 1 está associado ao acontecimento assinalado a negrito na descrição das mesmas.

Para isso recorreu-se à estimação dos coeficientes do modelo com seleção de variáveis baseada num algoritmo *stepwise* o que permite obter, partindo do modelo proposto inicialmente, o modelo mais simples possível, otimizando o respetivo poder explicativo.

Tabelas 8: Modelo com algoritmo *stepwise*

Variables in the Equation							95% C.I.for EXP(B)		
		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	Lower	Upper
Step 1 ^a	LOG_At	-,494	,024	421,729	1	,000	,610	,582	,640
	Constant	6,345	,188	1138,932	1	,000	569,752		
Step 2 ^b	LOG_At	-,503	,024	438,716	1	,000	,605	,577	,634
	LRL(1)	,795	,095	69,293	1	,000	2,214	1,836	2,669
Step 3 ^c	Constant	5,804	,194	895,939	1	,000	331,753		
	LOG_At	-,498	,024	424,960	1	,000	,608	,580	,637
	LRL(1)	,822	,096	73,562	1	,000	2,276	1,886	2,747
	Endiv(1)	,498	,089	31,401	1	,000	1,646	1,383	1,959
	Constant	5,525	,200	762,353	1	,000	250,795		

a. Variable(s) entered on step 1: LOG_At.

b. Variable(s) entered on step 2: LRL.

c. Variable(s) entered on step 3: Endiv.

Variables not in the Equation							
			Score	df	Sig.		
Step 1	Variables	LRL(1)	72,203	1	,000		
		Audit(1)	1,047	1	,306		
		Ano	13,770	7	,055		
		Ano(1)	,007	1	,934		
		Ano(2)	2,703	1	,100		
		Ano(3)	,095	1	,758		
		Ano(4)	,485	1	,486		
		Ano(5)	,997	1	,318		
		Ano(6)	6,331	1	,012		
		Ano(7)	5,111	1	,024		
		Endiv(1)	28,108	1	,000		
		Overall Statistics		119,179	10	,000	
		Step 2	Variables	Audit(1)	1,719	1	,190
Ano	13,449			7	,062		
Ano(1)	,000			1	,992		
Ano(2)	2,524			1	,112		
Ano(3)	,018			1	,893		
Ano(4)	,616			1	,433		
Ano(5)	1,537			1	,215		
Ano(6)	5,292			1	,021		
Ano(7)	5,421			1	,020		
Endiv(1)	31,890			1	,000		
Overall Statistics				47,737	9	,000	
Step 3	Variables			Audit(1)	2,470	1	,116
				Ano	13,502	7	,061
		Ano(1)	,024	1	,876		
		Ano(2)	2,484	1	,115		
		Ano(3)	,007	1	,934		
		Ano(4)	,752	1	,386		
		Ano(5)	1,465	1	,226		
		Ano(6)	4,826	1	,028		
		Ano(7)	6,144	1	,013		
		Overall Statistics		15,946	8	,043	

Fonte: SPSS

A análise às Tabelas 8, acima, permite concluir que apenas as variáveis Size, LRL e Endividamento influenciam, para o nível de significância estipulado, a variável dependente (os valores de prova dos testes aos coeficientes são todos inferiores a 0,001).

O “ano”, que varia entre 2005 e 2012, não tem efeito estatisticamente significativo sobre a variação das probabilidades de uma empresa reportar lucro (ET= 13,502; $gl=7$ e valor de prova = 0,061 > 0,05). O mesmo acontece com a existência de auditoria (ET= 2,470; $gl=1$ e valor de prova = 0,116 > 0,05).

Os indicadores de qualidade e adequabilidade do modelo entretanto ajustado foram estimados e, à primeira impressão, pode-se dizer que o mesmo é globalmente significativo. A partir do *Omnibus test of models coefficients* (ver Tabela 9), que apresenta o teste de rácio de verosimilhança e cujo valor de prova é inferior a 0,001, concluimos que para “qualquer” nível de significância (desde que acima de 0,001) a diferença entre o “modelo nulo” (aquele que prevê de acordo com a maioria dos resultados, isto é, prevê que todas as 11 919 empresas não reportem prejuízo) e o modelo adicionado das variáveis explicativas/preditivas é estatisticamente significativa (E.T. = 568,108; $gl=3$, valor de prova <0,001), o que implica que, pelo menos uma das variáveis quantitativas explicativas, tem poder preditivo sobre a probabilidade de reporte de um não prejuízo. O mesmo será dizer que, pelo menos uma das variáveis explicativas é relevante na explicação da variável resposta.

Tabela 9: Resultados testes Omnibus aos coeficientes do modelo

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	472,253	1	,000
	Block	472,253	1	,000
	Model	472,253	1	,000
Step 2	Step	63,640	1	,000
	Block	535,893	2	,000
	Model	535,893	2	,000
Step 3	Step	32,215	1	,000
	Block	568,108	3	,000
	Model	568,108	3	,000

Fonte: SPSS

De seguida apresentam-se dois indicadores de qualidade de ajustamento do modelo aos dados (o teste Hosmer & Lemeshow e os valores dos pseudo R^2).

Tabela 10: Resultados teste Hosmer & Lemeshow

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	91,024	8	,000
2	53,745	8	,000
3	62,591	8	,000

Fonte: SPSS

O quadro com o teste Hosmer & Lemeshow (ver Tabela 10) indica um valor de prova inferior a 0,001, valor esse que permite a rejeição da hipótese nula do aceitável ajustamento do modelo aos dados.

Tabela 11: Resumo do modelo

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	4306,829 ^a	,039	,118
2	4243,189 ^a	,044	,133
3	4210,974 ^a	,047	,141

a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than ,001.

Fonte: SPSS

O valor dos pseudo R^2 é estimado em 0,141 (ver Tabela 11), é evidenciador da má qualidade do ajuste (o que já seria de suspeitar dada a relativa fraca taxa de previsões corretas do modelo), isto é, as variáveis explicativas/preditivas permitem reduzir a incerteza da variável que dá a probabilidade de uma empresa reportar um não prejuízo em apenas cerca de 14,1% dos casos.

Em relação ao poder preditivo do modelo podemos dizer que é excelente na sensibilidade, isto é, prevê corretamente (em 99,9% dos casos) um não prejuízo quando efetivamente ele ocorreu, mas é mau na especificidade na medida que apenas previu corretamente 1% das situações em que as empresas reportaram prejuízo pequeno.

A precisão ou percentagem global do modelo situa-se aproximadamente em 94,9% (ver Tabela 12).

Tabela 12: Tabela de classificação do modelo

Classification Table^a

Observed		Predicted			
		Resultado líquido do período anterior é nulo ou positivo		Percentage Correct	
		"Prejuízo" estandardizado do "pequeno"	"Lucro" estandardizado do nulo ou "pequeno"		
Step 1	Resultado líquido do período anterior é nulo ou positivo	"Prejuízo" estandardizado "pequeno"	1	603	,2
		"Lucro" estandardizado nulo ou "pequeno"	5	11306	100,0
Overall Percentage					94,9
Step 2	Resultado líquido do período anterior é nulo ou positivo	"Prejuízo" estandardizado "pequeno"	5	599	,8
		"Lucro" estandardizado nulo ou "pequeno"	8	11303	99,9
Overall Percentage					94,9
Step 3	Resultado líquido do período anterior é nulo ou positivo	"Prejuízo" estandardizado "pequeno"	6	598	1,0
		"Lucro" estandardizado nulo ou "pequeno"	9	11302	99,9
Overall Percentage					94,9

a. The cut value is ,500

Fonte: SPSS

6. ANÁLISE DA EVIDÊNCIA EMPÍRICA

Podemos explorar as variáveis significantes, a partir dos rácios das chances (OR) de acordo com os coeficientes e^β pois os coeficientes β não são passíveis de explicação simples e usual.

Um valor OR estima o rácio das chances da variável dependente por unidade de variável independente, isto é, o valor OR representa o rácio das chances do “sucesso” vs “insucesso” quando a variável independente aumenta uma unidade relativamente às chances do “sucesso” vs “insucesso” quando a variável independente X permanece inalterada/constante.

$$OR = \frac{\text{Chances (quando } X \text{ aumenta uma unidade)}}{\text{Chances (quando } X \text{ não varia)}}$$

Com variáveis explicativas ordinais ou nominais, os valores OR passam a estimar o rácio das chances da variável dependente quando se passa da categoria de referência para a categoria da variável independente/explicativa a que a estimativa de OR diz respeito. Por exemplo, para uma variável explicativa com 5 categorias, escolhe-se uma categoria de referência e a todas as restantes (4) vão corresponder os respetivos OR (estimados em relação à categoria de referência). Assim sendo, o valor de OR para a categoria de referência terá de ser 1.

Variação percentual do rácio das chances de uma classe em teste é $(OR - 1) * 100\%$ relativamente à classe de referência. As chances aumentam ou diminuem consoante o sinal positivo ou negativo do resultado dado que os exponenciais dos coeficientes β têm sinal constante positivo para qualquer β .

Da tabela das estimativas dos coeficientes salienta-se:

- $OR (Endiv) = e^{\beta_{Endiv}} \approx +1,646$

O facto de haver endividamento (segundo o critério adotado neste estudo) traduz-se no aumento (em cerca de $(1,646-1)*100\% = 64,6\%$) das chances de uma empresa reportar lucros pequenos ou nulos.

- $OR (LRL) = e^{\beta_{LRL}} \approx +2,276;$

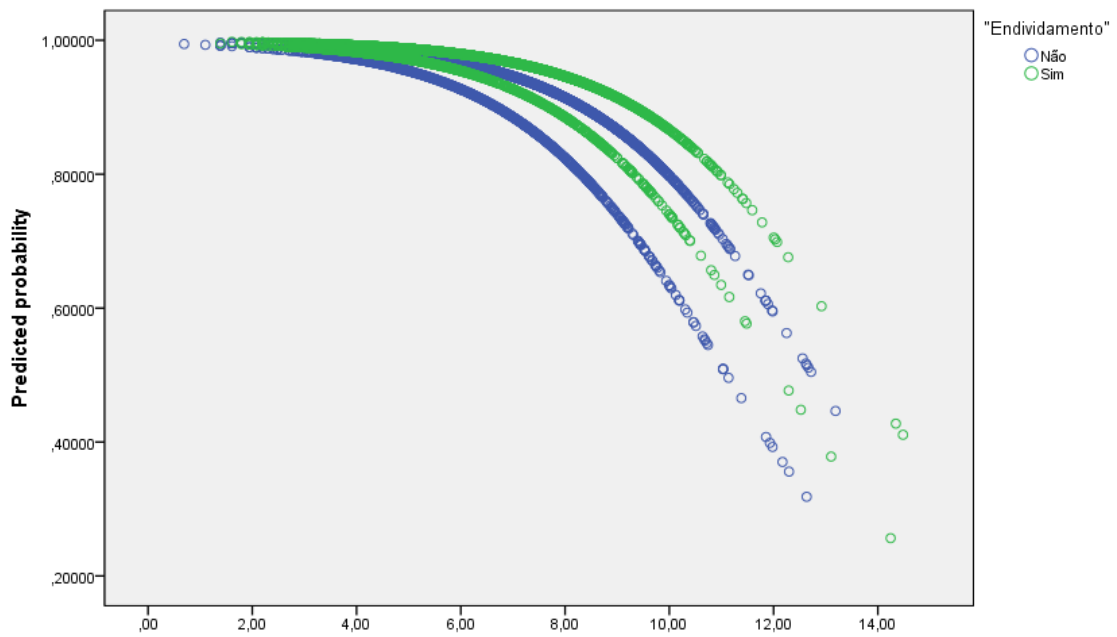
O facto de uma empresa num determinado ano reportar resultado não-negativo traduz-se no aumento (em cerca de $(2,276-1)*100\% = 127,6\%$) das chances de uma empresa reportar lucros pequenos ou nulos.

- $OR (Log_At) = e^{\beta_{LOG_At}} \approx +0,608$

Como $(0,608-1)*100\% = -39,2\%$ é negativo, as chances de uma empresa num determinado ano reportar resultado não-negativo decrescem cerca 39,2% por cada unidade de logaritmo de ativo total (incrementada) no mesmo ano.

Podemos visualizar o efeito da variação na probabilidade de reporte de resultado não-negativo provocado pela variação do logaritmo do ativo total por situação de endividamento – ver Figura 9.

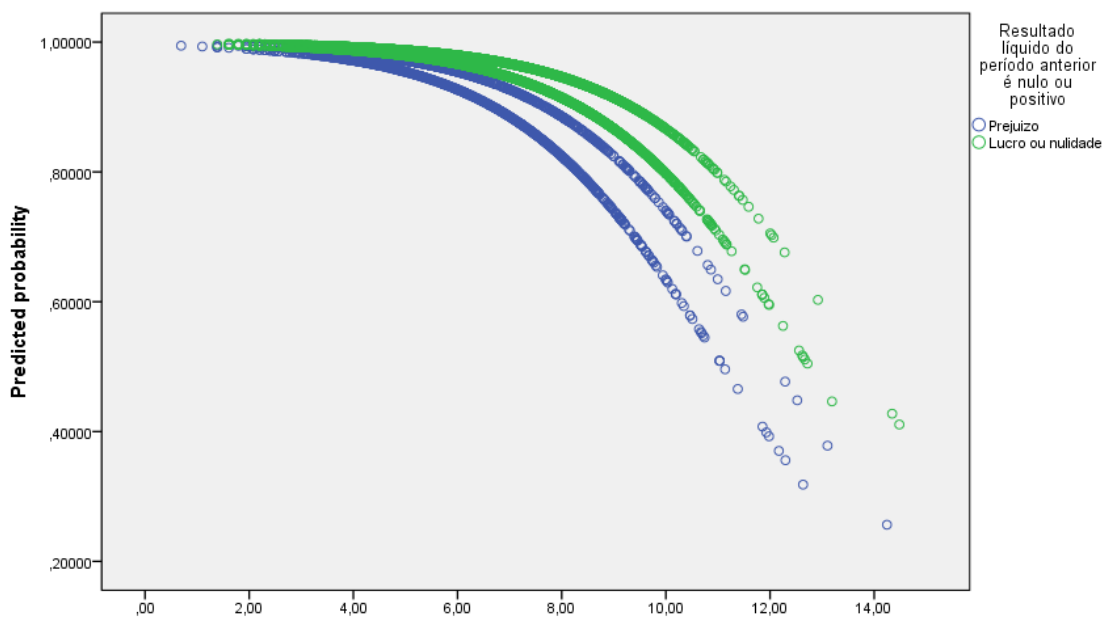
Figura 9: Logaritmo natural do ativo total



Fonte: SPSS

E o mesmo tipo de gráfico agora controlado pela variável LRL (Figura 10):

Figura 10: Logaritmo natural do ativo total controlado pela variável LRL



Fonte: SPSS

Este último gráfico revela um aspeto interessante: para o mesmo ativo total, a probabilidade de empresas reportarem lucro é maior para aquelas que declaram resultado não-negativo no ano transato.

Afigura-se-nos sustentável a afirmação de que quando uma empresa declara resultados nulos ou positivos a tendência é para, no ano subsequente, adotar o mesmo comportamento.

7. CONCLUSÕES DO ESTUDO, LIMITAÇÕES E SUGESTÕES DE INVESTIGAÇÃO

7.1 Conclusões do estudo

O forte impacto da crise financeira na economia mundial levou os gestores a adotar políticas contabilísticas no sentido de manter ou recuperar a confiança dos investidores e credores e assegurar a manutenção do seu emprego.

No caso português em que a maioria das empresas são PME, existe um forte alinhamento entre o sistema fiscal e o contabilístico, sendo a minimização do imposto a pagar um dos principais incentivos dos gestores à manipulação dos seus resultados. Nestes casos, estes possuem incentivos a reduzir ao máximo os resultados a divulgar.

Contudo, quando a necessidade de financiamento existe, é fundamental estar em condições para obter financiamento junto do sistema bancário que baseia a sua decisão na informação financeira divulgada pela empresa. Deste modo, quanto maior credibilidade a empresa demonstrar, mais probabilidade esta terá de ver o seu pedido de crédito concedido. Nestes casos, os gestores possuem incentivos para aumentar os resultados a divulgar.

Com a crise financeira em Portugal e conseqüente deterioração da economia portuguesa, várias empresas encontravam-se em dificuldades financeiras e com inúmeros entraves no acesso ao crédito.

A sobrevivência e recuperação de um grande número de empresas estavam dependentes da obtenção de financiamento, incentivando os gestores a manipular os seus resultados no sentido ascendente, mesmo que tal situação implicasse pagar um valor de imposto superior.

Com base nestes factos, decidiu-se investigar se os gestores das empresas portuguesas tendem a manipular, de forma mais intensa, os seus resultados num contexto de crise do que num contexto de estabilidade financeira, utilizando-se metodologias distintas.

No entanto, no que diz respeito à hipótese em estudo, e uma vez que a variável “Ano” não se mostrou estatisticamente significativa ou relevante na predição da probabilidade de uma empresa reportar resultado não-negativo, pode-se dizer que, para o nível de significância estipulado, a crise não tem impacto na tomada de decisões que visam o reportar e/ou manipular resultados líquidos nulos ou próximos de zero.

Assim, a evidência recolhida para as pequenas e médias empresas portuguesas não está de acordo com a existente na literatura, onde vários estudos demonstram que os gestores das referidas empresas tendem a manipular os seus resultados de forma mais intensa num contexto de crise económico-financeira, conforme mencionado nos capítulos anteriores.

7.2 Limitações do estudo

A principal limitação encontrada no desenvolvimento da investigação prende-se com a reduzida dimensão da amostra seleccionada.

Da totalidade das PME presentes em Portugal, segundo a base de dados SABI – 176 528 – apenas foram consideradas na amostra do estudo aproximadamente 7% - 11 919 -, condicionando bastante a conclusão desta investigação.

Deste modo, a generalização das conclusões obtidas não poderá ser considerada.

7.3 Sugestões de investigação futura

Um dos aspectos que considero interessante para investigação futura diz respeito ao aumento da dimensão da amostra deste estudo, aumentando a credibilidade das conclusões obtidas.

Também seria importante obter uma extensão deste estudo através do alargamento da investigação ao período pós-crise e analisar a reação das empresas a essa mudança de conjuntura. Deste modo, permitiria obter uma visão global relativamente à forma como as empresas portuguesas reagem aos choques na oferta de crédito.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aiginger, K. 2009. **The current economic crisis: causes, cures and consequences.** WIFO Working paper nº 341, s.l.. Disponível em <http://www.oecd.org/eco/43558074.pdf>.
- Altman, E. & Sabato, G. 2005. Effects of the new Basel Capital accord on bank capital requirements for SMEs. **Journal of Financial Services Research**, 28 (1/2/3): 15-42.
- Alves, C. & Cherobim, A. 2009. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comité de Basileia: estudo em bancos do país e exterior. **Revista de administração MacKenzie**, 10 (2): 57-86.
- Amaral, L. 2009. Crises financeiras: história e actualidade. **Relações internacionais**, 23: 119-138. Disponível em <http://www.scielo.oces.mctes.pt/pdf/ri/n23/n23a09.pdf>.
- Ball, R. & Brown, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, 6 (2): 159 – 178.
- Banco de Portugal (s.d.), **Autoridade Bancária Europeia**, disponível em <https://www.bportugal.pt/pt-PT/Supervisao/CooperacaoInstitucional/AutoridadeBancariaEuropeia/Paginas/default.aspx> (30-11-2013).
- **Banco Espírito Santo**, 2010. Newsletter do acionista do Banco Espírito Santo, junho, disponível em https://bes-sec.bes.pt/site/014_NewsletterValorBES_BES/newsletter25/index.html (15/11/2013).
- Baralexis, S. 2004. Creative accounting in small advancing countries: the Greek case. **Managerial auditing journal**, 19 (3): 440 - 461.
- Barroso, M. 2009. **A aquisição de activos imobilizados e a manipulação dos resultados por via das amortizações: um estudo para o caso português.**

Dissertação de mestrado não publicada, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto. Disponível em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/13931/2/Tesefinal.pdf>.

- Basel Committee on Banking Supervision, 2003. **The new Basel capital accord**. Basel.

- Basto, J. 2010. **O impacto da crise financeira de 2008 no sector corticeiro português – caso corticeira Amorim**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa. Disponível em http://www.ceeapla.uac.pt/uploads/pms/attachments/833_paper11-2012.pdf.

- Beaver, W. H. 1968. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, 6: 67-92. Disponível em <http://www.jstor.org/stable/2490070>.

- Beck, P. 2013. Crise política ameaça soluções de financiamento das PME. **Jornal de Negócios Online**. http://www.jornaldenegocios.pt/opiniao/detalhe/crise_politica_ameaca_solucoes_de_financiamento_das_pme.html, 22 de julho.

- Beneish, M. D. 2001. **Earnings management: a perspective**. s.l.: Social Science Research Network. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=269625>.

- Berger, A N. & Udell, G F 1998. The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. **Journal of Banking and Finance**, 22: 613-73.

- Berger, A. 2006. Potential Competitive Effects of Basel II on Banks in SME Credit Markets in the United States. **Journal of Financial Services Research**, 29 (1): 5-36.

- Boralho, J. 2007. **A associação entre a manipulação dos resultados contabilísticos e a opinião dos auditores – estudo empírico em empresas ibéricas**. Dissertação de mestrado não publicada, Escola de Gestão, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa, Instituto Universitário de

Lisboa, Lisboa. Disponível em http://repositorio-iul.iscte.pt/bitstream/10071/1277/2/Manipula%C3%A7%C3%A3o_Audidores.PDF.

- Bordo, M. D. 2008. **An historical perspective on the Crisis of 2007-2008**. Working paper nº 14569, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Bordo, M. D. & Haubrich, J. G. 2009. **Credit crises, money and contractions: a historical view**. Working paper nº 15389, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Buiter, W. H. 2007. Lessons from the 2007 financial crisis. **Policy Insight**, 18: 1-17. Disponível em http://www.cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight18.pdf.
- Burgstahler, D. & Hail, L. & Leuz, C. 2006. **The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms**. s.l.: Social Science Research Network. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=484682>
- Burgstahler, D. & Dichev, I. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting and Economics**, 24: 99-129.
- Carneiro, L., Vivan, A. & Krause, K. 2004. O novo acordo da Basileia – um estudo de caso para o contexto brasileiro. **Resenha BM&F**, 163.
- Carregueiro, N. 2013. Banco de Portugal: Economia sobe pela primeira vez na era da troika. **Negócios Online**. http://www.jornaldenegocios.pt/economia/detalhe/actividade_economica_em_terreno_positivo_pela_primeira_vez_desde_marco_de_2011.html, 18 de outubro.
- Carvalho, D. B. & Caldas M. P. 2006. Basileia II: abordagem prática para acompanhamento de risco operacional em instituições financeiras. **Resenha BM&F**, 76 - 84. Disponível em www.febraban.org.br/Arquivo/Servicos/Imprensa/Artigo_BasileiaII.pdf.

- Castro, E. 2012. **A Manipulação de Resultados em Portugal através do Goodwill**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto, Porto. Disponível em http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/1169/1/DM_ElvisCastro_2012.pdf.
- Chasqueira, F. 2010. **A gestão de PME e a sustentabilidade visão em tempos de crise**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa *Business School*, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa. Disponível em http://repositorio-iul.iscte.pt/bitstream/10071/3773/1/Vers%C3%A3o%20Final_Difus%C3%A3o.pdf.
- Comissão Europeia (s.d.), **Ajuda económica a Portugal**, disponível em http://ec.europa.eu/portugal/temas/ajuda_economica_portugal/index_pt.htm (30/11/2013).
- Comissão Europeia (s.d.), **Programme for Portugal**, disponível em http://ec.europa.eu/economy_finance/assistance_eu_ms/portugal/index_en.htm?utm_source=newsletter&utm_medium=email&utm_campaign=e-news85 (30/11/2013).
- Conceição, A. 2013. **O crédito concedido às empresas: antes e no decorrer da crise mundial. Análise e gestão do risco de crédito**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto superior de contabilidade e administração de Lisboa, Instituto Politécnico de Lisboa, Lisboa. Disponível em <http://repositorio.ipl.pt/bitstream/10400.21/2607/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Mestrado%20ISCAL%20-%20Ana%20Rita%20Concei%C3%A7%C3%A3o.pdf>.
- Congleton, R. 2009. On the political economy of the financial crisis and bailout of 2008–2009. **Public Choice**, 140: 287–317.
- D’Ercole, R. 2007. Nobel critica agências de risco. **O Globo**, 24 de agosto.

- Dantas, J. A., Rodrigues F. F., Rodrigues J. M. & Capelletto L. R. 2010. Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo**, 21 (52). Disponível em <http://www.scielo.br/pdf/rcf/v21n52/v21n52a02.pdf>.
- Davies, H. 2010. **The financial crisis: who is to blame?** Cambridge, U.K.: Polity Press.
- Dechow, P. M. & Skinner, D. J. 2000. Earnings management: reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, 14 (2): 235-250.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G. & Sweeney, A. P. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, 13 (1): 1-36.
- DeFond, M. L. & Jiambalvo, J. 1994. Debt covenant violation and manipulation of accruals. **Journal of Accounting and Economics**, 17: 145-176.
- Dechow, P.M., Kothari, S.P. & Watts, R.L. 1998. The relation between earnings and cash flow. **Journal of Accounting & Economics**, 25: 133–168.
- **Diário Económico**. 2007. Crise com *subprime* abre espaço à criação de um novo tipo de agência de rating. <http://economico.sapo.pt/edicion/diarioeconomico/internacional/economia/pt/desarrollo/1028478.html>, 23 de agosto.
- **Diário Económico**. 2011. Crise política pode provocar ruptura na capacidade de financiamento. http://economico.sapo.pt/noticias/crise-politica-pode-provocar-ruptura-na-capacidade-de-financiamento_113584.html, 16 de março.
- Dietsch, M., & Petey, J. 2004. Should SME exposures be treated as retail or as corporate exposures? A comparative analysis of default probabilities and asset correlation in French and German SMEs. **Journal of Banking and Finance**, 29: 773-788.

- Dullmann, K. & Scheule, H. 2003. Asset correlation of German corporate obligors: its estimation, its drivers and implications for regulatory capital. Working Paper nº 53, s.l.. Disponível em <http://www.cofar.uni-mainz.de/dgf2003/paper/paper53.pdf>.
- Eilifsen, A., Knivsfla, K. & Sættem, F. 1999. Earnings manipulation: cost of capital versus tax. **The European Accounting Review**, 8 (3): 481-491.
- **Euronews**. 2013. PME: a chave para a crise do trabalho na Europa? <http://pt.euronews.com/2013/06/24/pme-a-chave-para-a-crise-do-trabalho-na-europa/>, 24 de junho.
- Fabi, F., Laviola, S. & Reedtz, P. 2004. The treatment of SMEs loans in the new Basel capital accord: some evaluations. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, 57 (228): 29-70.
- **Federal Reserve Bulletin**. 2003. Capital standards for banks: the evolving basel accord, setembro.
- Fernandes, T. 2011. **Crise económico-financeira e o financiamento bancário às pequenas e médias empresas. O caso do sector da construção**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa *Business School*, Instituto Universitário de Lisboa, Lisboa. Disponível em <http://repositorio-iul.iscte.pt/bitstream/10071/4880/1/Crise%20econ%C3%B3mico-financeira%20e%20o%20financiamento%20banc%C3%A1rio%20%C3%A0s%20PME.pdf>.
- Ferrara, D. 2011. **O Federal Reserve antes da crise: análise da política monetária e das percepções do FED entre 2001 e 2007 por meio de sua comunicação**. Dissertação de mestrado não publicada, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo. Disponível em http://www.sapientia.pucsp.br//tde_busca/arquivo.php?codArquivo=12650.
- Fields, T. D., Lys, T. Z. & Vincent, L. 2001. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, 31: 255-307.

- Fortuna, M. 2012. **Economia da crise**. Working Paper nº 11/2012, Centro de Estudos de Economia Aplicada do Atlântico, Universidade dos Açores. Disponível em http://www.ceeapla.uac.pt/uploads/pms/attachments/833_paper11-2012.pdf.
- Frásquilho, M. s.d.. **Dicionário dos Termos Europeus: Acordos de Basileia**. CarlosCoelho.eu. http://www.carloscoelho.eu/saber_mais/ver_dicionario.asp?submenu=35&gloss=273.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M. & Austin, J. R. 1995. Additional evidence on bonus plans and income management. **Journal of Accounting and Economics**, 19: 3-38.
- Gern, K. & Janssen, N. 2009. **Do we face a credit crunch? The crisis and beyond**. Duesternbrooker: Kiel Institute for the world economy.
- Gilbert P. 1994. **Promoting regulatory convergence: a comparative assessment of European bank capital regulation. Global risk based capital regulations**. Nova Iorque: C.Stone & A. Zissu Edt.
- Gilson, S. 1989. Financial distress and management turnover. **Journal of Financial Economics**, 25: 241-262.
- Gomes, S. 2008. **O Acordo de Basileia II e o impacto nos montantes de crédito concedido às pequenas e médias empresas**. Dissertação de mestrado não publicada, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Braga.
- Greene, W. H. 2008. **Econometric Analysis, Sixth edition**. NJ: Prentice-Hall, Inc.
- Greenspan, A. 2009. the fed didn't cause the housing bubble. **Wall Street Journal**, <http://online.wsj.com/news/articles/SB123672965066989281>, 11 de março.
- Greenspan, A. 2013. **The map and the territory: risk, human nature, and the future of forecasting**. Londres: The Penguin Press HC.

- Hallberg, K. 2000. **A market-oriented strategy for small and medium scale enterprises**. Discussion paper nº 40, International Finance Corporation, Washington.
- Healy, P. & Wahlen, J. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard settings. **Accounting Horizons**, 13 (4): 365-383.
- Healy, P. M. 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. **Journal of Accounting and Economics**, 7: 85-107.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F. & Sloan, R. G. 1995. Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. **Journal of Accounting & Economics**, 19: 29-74.
- Hosmer, D.W. and S. Lemeshow. 2000. **Applied Logistic Regression, second edition**. Willey.
- Instituto Nacional Estatística 2010. **Empresas em Portugal 2008**. Lisboa.
- Jensen, M., Meckling, W. 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3: 305-360.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Researcher**, 29 (2): 193-228.
- **Jornal Expresso**, 2012. Portugal: exportações aumentaram 1,7% e importações diminuíram 8,2% face ao terceiro trimestre de 2011. <http://expresso.sapo.pt/portugal-exportacoes-aumentaram-17-e-importacoes-diminuiram-82-face-ao-terceiro-trimestre-de-2011-grafico-ine=f772266>, 7 de dezembro.
- Junior, G. & Filho, E. 2008. Analisando a crise do *subprime*. **Revista do BNDES**, 30: 129-159. Disponível em <http://sistemas.mre.gov.br/kitweb/datafiles/IRBr/pt-br/file/CAD/LXIII%20CAD/Economia/Ernani%20Torres/Torres%20e%20Bor%C3%A7a%20Entendendo%20a%20Crise%20do%20Subprime.pdf>.

- Keeton, W. 1989. The new risk-based capital plan for commercial banks. **Economic Review**, 40-60.
- Kosi, U., Garrod, N. & Valentincic, A. 2006. **Accounting in small private companies - an investigation of asset devaluation**. Working paper apresentado na Conferência Anual da European Accounting Association, 2006, Dublin, code: FRG050.
- Krugman, P. 2009. How did economists get it so wrong?. **The New York Times**, http://www.nytimes.com/2009/09/06/magazine/06Economic-t.html?pagewanted=all&_r=0, 6 de setembro.
- Lara, J., Osma, B. & Neophytou, E. 2006. **Earnings Quality in failing firms**, first draft. s.l.: s.n..
- Lopes, A. 2013. **Risco de crédito num contexto de crise**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de contabilidade e administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto, Porto. Disponível em http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/2061/1/DM_ArmandaLopes_2013.pdf.
- Marques, J. 2011. **Terá a Política Monetária sido eficaz no combate à recente crise? Evidências dentro e fora da Zona Euro**. Dissertação de Mestrado não publicada, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa. Disponível em <https://aquila.iseg.utl.pt/aquila/getFile.do?fileId=243892&method=getFile>.
- Matias, F. 2012. **Impacto da gestão do risco nas instituições financeiras: o caso da banca portuguesa**. Dissertação de mestrado não publicada, Escola Superior de Ciências Empresariais, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal. Disponível em <http://comum.rcaap.pt/bitstream/123456789/3995/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Impacto%20da%20gest%C3%A3o%20do%20risco%20nas%20instui%C3%A7%C3%B5es%20financeiras..pdf>.

- Matten, C. 2000. **Managing Bank Capital**. 2th Ed., Nova Iorque: John Wiley & Sons, Ltd.
- Mendes, T. 2012. **A manipulação dos resultados no contexto do novo código de falência dos Estados Unidos da América**. Dissertação de mestrado não publicada, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve, Faro. Disponível em <https://sapientia.ualg.pt/bitstream/10400.1/3108/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Tiago%20Mendes%2821-10-2012%29.pdf>.
- Ministério das Finanças Governo de Portugal (s.d.), **O Ministério das Finanças e os Memorandos**, disponível em <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/ministerio-das-financas/o-ministerio-e-os-memorandos/o-ministerio-das-financas-e-os-memorandos.aspx> (15/01/2014).
- Ministério das Finanças Governo de Portugal, 2013. **OE2014 «tem de garantir condições para concluir programa de assistência e assegurar a continuidade do ajustamento»**, disponível em <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/ministerio-das-financas/mantenha-se-atualizado/20131113-mef-oe2014-ar.aspx> (14-07-2014).
- Ministério das Finanças Governo de Portugal, 2014. **As PME são o pilar fundamental para o crescimento da economia europeia**, disponível em <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/ministerio-das-financas/mantenha-se-atualizado/20140303-mef-pme-crescimento.aspx> (14-07-2014).
- Missonier-Piera, F. 2004. Economic determinants of multiple accounting method choices in a Swiss context. **Journal of International Financial and Accounting**, 15: 118-144.
- Moreira, J. 2006a. **Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms**. Discussion Paper, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto.

- Moreira, J. 2006b. **Manipulação para evitar perdas: o impacto do conservantismo**. Discussion Paper, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto.
- Moreira, J. 2008a. Incentivos à manipulação de resultados no contexto português: o impacto do pagamento especial por conta. **Revista da Asociación Española de Contabilidad e Administración de Empresas**, 83: 66-69.
- Moreira, J. 2008b. A manipulação dos resultados das empresas: um contributo para o estudo do caso português. **Jornal de Contabilidade**, 373: 112-120 & 374: 144-153.
- Moreira, M. 2013. Troika concede mais um ano para Portugal cumprir objetivo do défice. **Ptjornal.com**.
<http://www.ptjornal.com/2013031114621/geral/economia/Troika-concede-mais-um-ano-para-portugal-cumprir-objetivo-do-defice-apos-pedido-de-gaspar.html>, 11 de março.
- Mourato, P. 2013. Troika diz que Portugal "continua no bom caminho". **DN Economia**.
http://www.dn.pt/inicio/economia/interior.aspx?content_id=3110251, 15 de março.
- Nikolov, P. 2010. **Procyclical effects of the banking system during the financial and economic crisis 2007-2009: the case of Europe**. Paper nº 24126, Munich Personal RePEc Archive. Disponível em http://mpra.ub.uni-muenchen.de/24126/3/MPRA_paper_24126.pdf.
- Nunes, P. 2011. **Conceito de Acordo de Basileia**. PC Nunes – Consultoria e Contabilidade, enciclopédia temática. Disponível em: <http://www.knoow.net/cienceconempr/economia/acordodebasileia.htm>, (26/11/2013).
- Oliveira, M. 2008. **Manipulação dos resultados por empresas em dificuldades financeiras: estudo para um caso português**. Dissertação de mestrado não publicada, Faculdade de Economia, Universidade do Porto,

Porto. Disponível em <http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/9322/2/Tese%20de%20Mestrado.pdf>.

- Oliveira, M. 1998. **Modelos de Escolha Binária**. Faculdade de Economia do Porto. Disponível em http://www.fep.up.pt/disciplinas/2E103/modelos_de_escolha_binaria.pdf.

- Pereira, J.M. 2006. Os reflexos do acordo de Basileia II no sistema financeiro mundial. **Revista Contábil & Empresarial Fiscolegis**, p.3.

- Pezzuto, I. 2008. **Miraculous financial engineering or toxic finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy**. Zürich: Swiss Management Center.

- Pinto, R. 2013. Moody's melhora perspetiva sobre Portugal. **Jornal Expresso**. <http://expresso.sapo.pt/moodys-melhora-perspetiva-sobre-portugal=f840183>, 9 de novembro.

- Piug, M. 2009. Regulation, liberalization and interventionism: Some thoughts on the relation between economic ideas and the crisis, **Paradigmes**, 2: 180-189.

- PwC 2011, **Flash Fiscal: Memorando de entendimento e principais medidas fiscais**, disponível em http://www.pwc.pt/pt/pwcinformisico/flash/outrosimpostos/imagens/pwc-flashfiscal_memorandoentendimento_principaismedidasfiscais_13_05_2011.pdf (15/12/2013).

- Reinhart, C. & Rogoff, K. 2008a. **This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises**. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Reinhart, C. & Rogoff, K. 2008b. **Is the 2008 U.S. sub-prime financial crisis so different? An international historical comparison**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- Reinhart, C. & Rogoff, K. 2009. **This time is different: eight centuries of financial folly**. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Rodrigues, J. 2013. Novo crédito às PME caiu 45% em Portugal. **Jornal Expresso**. <http://expresso.sapo.pt/novo-credito-as-pme-caiu-45-em-portugal=f835192>, 11 de outubro.
- Rolo, J. M. 2010. **Labirintos da crise financeira internacional**. Chamusca: Edições Cosmos.
- Rosner, R. L. 2003. Earnings manipulation in failing firms. **Contemporary Accounting Research**, 20 (2): 361–408.
- Saurina, J., & Trucharte, C. 2004. The impact of Basel II on lending to small-and medium-sized firms: a regulatory policy assessment based on Spanish credit register data. **Journal of Financial Services Research**, 26 (2): 121-144.
- Schipper, K. 1989. Commentary on Earnings Management. **Accounting Horizons**, pp. 91-102.
- Schwaiger, W. 2002. **Basel II: Quantitative Impact Study on austrian small and medium-sized enterprises**. Technical University of Vienna, Viena.
- Schwartz, K. B. 1982. Accounting changes by corporations facing possible insolvency. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, 6(1):32–43.
- Sharma, D.S. & Stevenson, P.A. 1997. The impact of impending corporate failure on the incidence and magnitude of discretionary accounting policy changes. **British Accounting Review**, 29: 129-153.
- Silva, A. 2011. **O impacto da crise económica e financeira actual no sector da cortiça em Portugal**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa. Disponível em <https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/3800/1/DM-ABBFS-2011.pdf>.

- Silva, D. 2008. **Impacto do Novo Acordo de Basileia nas economias emergentes: o caso do Brasil**. Dissertação de mestrado não publicada, Instituto Superior de Economia e Gestão, Universidade Técnica de Lisboa, Lisboa.
- Silva, E. & Pereira, A. 2011a. **Do Acordo de Basileia I ao Acordo de Basileia III**. Lisboa: Ordem dos Economistas.
- Silva, E. & Pereira, A. 2011b. **O Novo Acordo de Basileia III – XIII**. Congresso de Contabilidade e Auditoria no Instituto de Contabilidade e Administração do Porto, 20 de maio.
- Soares, N. 2003. **Evidence on earnings management of Portuguese M&A target firms**. Dissertação de mestrado não publicada, Faculdade de Economia, Universidade do Porto, Porto.
- Stolowy, H. & Breton, G. 2004. Accounts manipulation: a literature review and proposed conceptual framework. **Review of Accounting and Finance**, 3 (1): 5-66.
- Sweeney, A. P. 1994. Debt-covenant violation and managers' accounting responses. **Journal of Accounting and Economics**, maio: 281-308.
- Tanaka, M. 2003. The Macroeconomic Implications of the New Basel Accord. **CESifo Economic Studies**, 49 (2): 217-232.
- Tavares, R. 2011. **Efeito do novo acordo de capital de Basileia II nas pequenas e médias empresas** Dissertação de mestrado não publicada, Departamento de Economia e Gestão, Universidade dos Açores, Ponta Delgada. Disponível em <https://repositorio.uac.pt/bitstream/10400.3/1328/1/DissertMestradoRuiFilipeBarbosaTavares2011.pdf>.
- TVI24 2014. 12^a avaliação: Troika ainda vê riscos. <http://www.tvi24.iol.pt/economia---economia/12-avaliacao-fmi-tvi24-troika-tribunal-constitucional-ultimas-noticias/1553538-6377.html>, 2 de maio.
- Viana, L. s.d. **Manipulação de resultados contabilísticos**. s.l.: s.n. Disponível em <http://nrhomem.no.sapo.pt/manipulacaoderesultados.pdf>.

- Watts, R. L. & Zimmerman, J. 1978. Towards a positive theory of the determination of accounting standards. **The Accounting Review**, 53 (1): 112-134.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. 1986. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs, NJ:Prentice-Hall.
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. 1990, Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, 65 (1): 131-158.
- Xiong, Y. 2006. Earnings management and its measurement: a theoretical perspective. **The Journal of American Academy of Business**, 9 (1): 214-219.

ANEXOS

Anexo I – Medidas previstas no memorando de entendimento

Fonte: PwC, 2011

Tabela 13: Medidas previstas para o 2º trimestre de 2011

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Processo tributário	Constituição de uma <i>task force</i> temporária de juizes, para decisão de casos pendentes de valor superior a 1 milhão de Euros	Governo	Imediata
Parcerias Público-Privadas	Suspensão de novas PPP	Governo	Imediata
Telecomunicações	Implementação da nova Directiva da UE sobre comunicações electrónicas, permitindo um aumento da independência da Autoridade Reguladora	Governo	Durante o trimestre
Sector Financeiro	Concepção de planos específicos de financiamento a médio prazo	Instituições financeiras	Final de Junho
	Concepção de programa especial pelo Banco de Portugal (BdP), relativo à realização de inspecções para validação dos dados sobre os activos identificados pelos bancos para efeitos do rácio de solvabilidade	BdP Comissão Europeia FMI BCE Outras entidades	Final de Junho
	Apresentação dos planos para reforço dos capitais de instituições financeiras, por solicitação do BdP	BdP	Final de Junho
Finanças Públicas	Relação das obrigações em atraso, compromissos assumidos e passivos contingentes	Governo	Final de Junho

Tabela 14: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Política fiscal	Implementação do OE2011	Governo OE2011	Durante o trimestre
	Implementação das medidas adicionais de consolidação orçamental introduzidas antes de Maio de 2011		Durante o trimestre
Energia	Avaliação inicial do plano para liberalização do sector do gás e electricidade, eliminação das tarifas reguladas e reporte regular das medidas adoptadas		Julho
	Aceleração dos procedimentos para funcionamento de um mercado ibérico de gás natural, com eliminação da duplicação de tarifas		Durante o trimestre
	Revisão de benefícios e incentivos fiscais em vigor		Durante o trimestre
Finanças Públicas	Levantamento e publicação de todas as obrigações em atraso, incluindo todas as entidades governamentais e Empresas Públicas, com referência a final de Março de 2011	Governo	Durante o trimestre
	Aperfeiçoamento dos relatórios mensais sobre execução orçamental, que passarão a incluir as Empresas Públicas e as PPP		Durante o trimestre
	Aperfeiçoamento do relatório anual sobre despesa fiscal, abrangendo Administração central, local e regional		Durante o trimestre
	Desenvolvimento de objectivos dentro de cada ano e de medidas correctivas em caso de desvio		Durante o trimestre
	Preparação de relatório mensal sobre obrigações em atraso no sector do Estado		Durante o trimestre
	Publicação de relatório anual que fará parte do OE, detalhando os riscos fiscais gerais e os passivos contingentes, incluindo entre outros os resultantes de PPP, Empresas Públicas (e suas responsabilidades) e garantias ao sector financeiro		Durante o trimestre

Tabela 15: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Empresas Públicas	Preparação de estudo abrangente sobre o sistema de tarifas para redução do nível de subsídio e revisão do fornecimento de serviços a Empresas Públicas	Governo	Durante o trimestre
	Definição de limites mais restritos ao endividamento para aplicação a partir de 2012	Governo	Durante o trimestre
	Relatório anual com referência às responsabilidades assumidas	Ministério das Finanças	Julho
Administração da receita fiscal	Estudo dos custos e benefícios da fusão dos serviços de cobranças da Segurança Social na nova entidade resultante da fusão da DGCI, DGAIEC (Alfândegas) e DGITA (Informática)	Governo	Durante o trimestre
	Preparação de relatório sobre a situação dos sistemas de informação da Administração fiscal, incluindo propostas de reformas a efectuar	Governo	Durante o trimestre
	Revisão da avaliação da actuação dos serviços de inspecção, com base em indicadores qualitativos e quantitativos	Governo	Durante o trimestre
Processo tributário	Liquidação de juros de mora sobre a dívida tributária, a uma taxa de juro acima de mercado, por todo o período do recurso	Governo	Durante o trimestre
	Aplicação de um juro específico para situações de incumprimento de decisões judiciais em matéria tributária	Governo	Durante o trimestre
Saúde	Revisão das isenções e aumento das taxas moderadoras	Governo	Durante o trimestre
	Fixação do preço dos genéricos introduzidos pela primeira vez no mercado em 60% do preço do produto de marca com substância activa semelhante, e incentivo à prescrição e utilização de genéricos	Governo	Durante o trimestre
	Calendarização do pagamento das dívidas dos hospitais, com data de vencimento superior a 90 dias	Governo	Durante o trimestre
Mercado de trabalho	Apresentação de proposta para reforma das indemnizações por rescisão de contrato (aplicável a novas contratações)	Governo	Durante o trimestre
Sector postal	Liberalização dos serviços postais com transposição de Directiva da UE	Governo	Durante o trimestre
	Eliminação de isenções de IVA	Governo	Durante o trimestre

Tabela 16: Medidas previstas para o 3º trimestre de 2011 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação	
Telecomunicações	Facilitação da entrada de novas entidades no mercado, incluindo ao nível do acesso <i>wireless</i> de banda larga, renegociação do contrato de concessão em vigor e lançamento de novos concursos	Governo	Durante o trimestre	
Transportes	Apresentação de plano estratégico, incluindo facilitação do acesso de operadores de avião <i>low-cost</i> , transposição da Directiva da UE sobre transporte ferroviário (aumento do preço dos transportes e privatização de alguns troços suburbanos)	Governo		
Construção e imobiliário	Redução de restrições aplicáveis a prestadores não-residentes	Governo		
Actividades profissionais	Revogação da proibição de publicitar serviços, apresentação de legislação para eliminação da proibição de exercício de certos actos e actividades (contabilidade, advocacia, notariado) e eliminação de restrições dentro da UE	Governo Assembleia da República		
Arrendamento	Apresentação de medidas para alteração da Lei do Arrendamento Urbano, para um adequado balanceamento entre direitos e obrigações de senhorio e arrendatário	Governo		
IMI	Reavaliação do valor patrimonial dos imóveis para aproximação ao valor de mercado e reavaliações regulares (anuais, no caso de estabelecimentos comerciais; a cada 3 anos, no caso de habitação)	Governo		
Parcerias Público-Privadas	Avaliação de, pelo menos, 20 das maiores PPP existentes	Governo		
Contratação Pública	Eliminação de várias situações de ajuste directo e previsão da supervisão de concursos públicos pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas	Governo		
Função pública	Limitações a admissões para cargos na Administração central, local e regional	Governo		
Arbitragem fiscal	Implementação da nova lei	Governo		
"Golden shares" do Estado	Eliminação	Governo		Julho
Orçamentação	Publicação de documento com a estratégia fiscal adoptada, incluindo previsões fiscais e económicas e custos a 4 anos	Governo		Durante o trimestre
	Publicação das previsões que servem de base ao OE2012			
Arbitragem fiscal	Implementação da nova lei	Governo	Durante o trimestre	

Tabela 17: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Déficé	Redução do déficé para valores inferiores a 10.068 milhões de Euros	Governo	Final de 2011
Política fiscal	Implementação do OE2011	Governo OE2011	Durante o trimestre
	Medidas adicionais de consolidação orçamental introduzidas antes de Maio de 2011	Governo Proposta OE2012	Durante o trimestre
	Preparação do OE2012	Governo Proposta OE2012	1.º Trimestre de 2012
Insolvência	Alteração da legislação	Governo	Final de Novembro
Empresas Públicas	Revisão de planos para redução de custos operacionais, com proposta de cortes a vários níveis	Governo	Durante o trimestre
	Plano de melhoria da gestão, com revisão da estrutura accionista	Governo	Durante o trimestre
Parcerias Público-Privadas	Análise das PPP existentes	Firma internacional de contabilidade INE Ministério das Finanças	Durante o trimestre
Privatizações	Venda das acções do Estado na EDP, REN e TAP	Governo	Final de 2011
Administração da receita fiscal	Implementação de um sistema informático integrado entre a administração tributária e os Tribunais Tributários	Governo	Durante o trimestre
	Apresentação de proposta de legislação para reforço dos poderes dos serviços centrais da administração tributária em matéria de inspecções e de emissão de informações vinculativas sobre imposto de âmbito nacional, abrangendo todo o território português, incluindo regimes de isenção	Governo Assembleia da República	Durante o trimestre
	Redução do número de serviços de finanças em 20%	Governo	Durante o trimestre
	Aumento dos recursos afectos à inspecção tributária (meta de 30% do total dos recursos da Administração Tributária)	Governo	Durante o trimestre
	Preparação de plano estratégico para os anos 2012 a 2014 com vista ao combate à fraude e evasão fiscal, com reforço das inspecções tributárias e aumento da receita fiscal	Governo	Durante o trimestre

Tabela 18: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Fundações e Institutos Públicos	Análise custo/benefício da manutenção de entidades públicas e semi-públicas, incluindo fundações, associações e outras entidades, para permitir às autoridades centrais, regionais ou locais decidir pelo encerramento ou manutenção das entidades públicas sob a sua tutela	Governo	Durante o trimestre
Saúde	Indexação das taxas moderadoras à inflação	Governo	Durante o trimestre
	Eliminação de barreiras administrativas e legais à entrada de medicamentos genéricos	Governo	Durante o trimestre
	<i>Mark-up</i> regressivo no cálculo da margem e <i>flat fee</i> de distribuidores de produtos farmacêuticos e farmácias; se o sistema não proporcionar a poupança esperada, introdução de uma contribuição na forma de desconto médio reembolsável	Governo	Durante o trimestre
Mercado de trabalho	Alterações ao subsídio de desemprego, com redução do prazo de duração e do montante a atribuir, e extensão a profissionais independentes (em certas condições)	Governo	Durante o trimestre
Energia	Emissão de relatório sobre os motivos da não entrada no mercado do gás	Governo	Durante o trimestre
	Revisão dos mecanismos de apoio às energias renováveis, redução de tarifas e redução de barreiras administrativas ao exercício da actividade	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Introdução de um imposto especial sobre o consumo de electricidade	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Aumento da taxa de IVA no gás e na electricidade (actualmente, 6%)	Governo OE2012	Durante o trimestre
Encargos habitação	Eliminação das deduções fiscais em IRS relativamente a custos incorridos com amortização de capital em empréstimos à habitação	Governo OE2012	1 de Janeiro de 2012
	Redução da dedução dos custos incorridos com rendas ou juros de empréstimo à habitação	Governo OE2012	1 de Janeiro de 2012

Tabela 19: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2011 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
IMI	Eliminação de grande parte das isenções vigentes	Governo	Durante o trimestre
Arrendamento	Apresentação de proposta de legislação para alteração da Lei do Arrendamento Urbano, para um adequado balanceamento entre direitos e obrigações de senhorio e arrendatário	Governo Assembleia da República	
Processo tributário	Adopção de medidas específicas para criação de um processo especial para resolução de processos de elevado montante, estabelecimento de critérios para priorização dos casos a decidir, aplicação de juros de mora durante todo o período de duração do processo e aplicação de um juro específico em caso de incumprimento ou cumprimento tardio de uma decisão de Tribunal Tributário	Governo	

Tabela 20: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Pensões	Redução de pensões acima dos 1.500 Euros, a taxas progressivas	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Congelamento de pensões (excepto pensões mais baixas)	Governo OE2012	
Educação	Racionalização da rede de escolas	Governo OE2012	
	Diminuição das necessidades de pessoal	Governo OE2012	
	Centralização de compras	Governo OE2012	
	Redução e racionalização dos apoios às escolas privadas	Governo OE2012	
Fraude Evasão Fiscal Economia Informal	Reforço dos meios para combate à fraude, evasão fiscal e economia informal	Governo OE2012	
Mercado de trabalho	Apresentação de proposta de alterações ao subsídio de desemprego	Governo Assembleia da República	
Actividades profissionais	Aprovação de legislação relativa à revogação da proibição de publicitar serviços, apresentação de legislação para eliminação da proibição de exercício de certos actos e actividades (contabilidade, advocacia, notariado) e eliminação de restrições dentro da UE	Governo Assembleia da República	

Tabela 21: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
IRS	Limitação das deduções, com tectos mais baixos para rendimentos mais altos e dedução zero para o escalão de IRS mais elevado	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Limites à dedução de despesas de saúde		
	Eliminação da dedução dos custos incorridos com amortização de capital em empréstimo à habitação		
	Redução (até à eliminação) de despesas com rendas e juros de empréstimo à habitação		
	Eliminação da dedução de juros em novos empréstimos à habitação		
	Redução das situações passíveis de deduções fiscais		
	Revisão da tributação dos rendimentos em espécie		
	Limitação a 20% da redução das taxas de IRS nas Regiões Autónomas		
	Tributação de apoios sociais		
IVA	Convergências das deduções nas pensões com as deduções nos rendimentos do trabalho	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Redução de isenções		
	Alteração das listas anexas de bens e serviços sujeitos às taxas reduzida e intermédia, que passam a estar sujeitos a taxas mais elevadas		
IMI	Limitação a 20% da redução das taxas de IVA nas Regiões Autónomas	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Redução de isenções no caso de habitação própria e permanente		
Imposto Automóvel	Redução de isenções	Governo OE2012	Durante o trimestre
	Aumento da taxa		
Tabaco	Aumento da taxa	Governo OE2012	Durante o trimestre
IEC	Indexação à taxa de inflação	Governo OE2012	Durante o trimestre

Tabela 22: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2012 (continuação)

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Limites à despesa fiscal	Introdução de cláusula de bloqueio à despesa fiscal	Governo OE2012	Durante o trimestre
Parcerias Público-Privadas	Avaliação prévia dos riscos fiscais de PPP, concessões e outros investimentos públicos, e monitorização da respectiva execução	Governo OE2012	
Processo tributário	Criação de departamentos especiais dentro dos Tribunais Tributários, para decisão de casos de elevada dimensão e complexidade, com apoio de técnicos especializados	Governo	

Tabela 23: Medidas previstas para o 2º trimestre de 2012

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Parcerias Público-Privadas	Análise dos riscos fiscais de PPP e concessões, com base nos relatórios preparados	Governo Banco de Portugal	Durante o trimestre
Privatizações	Preparação de plano actualizado de privatizações	Governo	Março
Património do Estado	Preparação de inventário (incluindo imóveis) dos municípios e Governos regionais	Governo	Durante o trimestre
Fundações e Institutos Públicos	Decisão das autoridades centrais, regionais ou locais relativas ao encerramento ou manutenção das entidades públicas sob a sua tutela, com base na análise preparada no 4.º Trimestre de 2011	Governo	Durante o trimestre

Tabela 24: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2012

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Déficé	Redução do déficé para valores inferiores a 7.645 milhões de Euros	Governo	Final de 2012
Política fiscal	Preparação do OE2013	Governo Proposta OE2013	1.º Trimestre de 2013
Receita da Administração Fiscal	Cumprimento da meta do aumento dos recursos afectos à inspecção tributária (30% do total dos recursos da Administração Tributária)	Governo Proposta OE2013	Durante o trimestre
Processo tributário	Cumprimento da meta para resolução de casos pendentes de valor acima de 1 milhão de Euros, a cargo da <i>task force</i> temporária de juizes constituída no 2.º trimestre de 2011	Governo	Durante o trimestre
Privatizações	Identificação de duas empresas para privatização	Governo	Final de 2012

Tabela 25: Medidas previstas para o 1º trimestre de 2013

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Energia	Eliminação definitiva das tarifas reguladas nos sectores do gás e electricidade	Governo	1 de Janeiro de 2013
Política fiscal	Continuação da implementação e aprofundamento das medidas do OE2012	Governo OE2013	Até final de 2013
	Redução da despesa ao nível da Administração Central		
	Racionalização da rede de escolas e educação		
	Redução de custos com salários da função pública		
	Redução de custos com subsistemas de saúde		
	Redução de custos no sector da saúde		
	Redução das transferências para Administração Local e Regional		
	Redução de custos com entidades públicas e outras entidades, incluindo Empresas Públicas		
	Manutenção da suspensão da indexação do valor das pensões (excepto pensões mais baixas)		
	Redução de custos com apoios sociais		
	Redução de benefícios e incentivos fiscais em sede de IRC e IRS		
	Tributação de todo o tipo de apoios sociais		
	Convergência das deduções das pensões com o regime das deduções fiscais dos rendimentos do trabalho		
Aumento dos IEC			
Actualização do valor patrimonial dos imóveis para efeitos de IMI			

Tabela 26: Medidas previstas para o 4º trimestre de 2013

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Défi ce	Redução do défi ce para valores inferiores a 5.224 milhões de Euros	Governo	Final de 2013
Política fiscal	Implementação e aprofundamento das medidas do OE2013	Governo	Até final de 2013
	Preparação do OE2014	Governo Proposta OE2014	1.º Trimestre de 2014

Tabela 27: Medidas previstas para 2014

Área / Sector	Medida	Meio / Entidade	Data de implementação
Défi ce	Redução do défi ce para valores inferiores a 4.521 milhões de Euros	Governo	Final de 2014
Política fiscal	Implementação medidas do OE2014	Governo	Durante o ano
	Aprofundamento das medidas introduzidas em 2012 e 2013	Governo	Durante o ano

GLOSSÁRIO

ABS - *Asset Backed Securities*

ALM - *Asset and Liability Management*

BCBS - *Basel Committee on Banking Supervision*

BCE – Banco Central Europeu

CDO - *Collateralized Debt Obligations*

CDS – *Credit Default Swaps*

CE – Comissão Europeia

CEBS - *Committee of European Banking Supervisors*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EE - Empresas estatais

EUA – Estados Unidos da América

Fannie Mae - *Federal National Mortgage Association*

FED - *Federal Reserve System/Reserva Federal Americana*

FMI - Fundo Monetário Internacional

Freddie Mac - *Federal Home Loan Mortgage Corporation*

INE – Instituto Nacional de Estatística

MBS - *Mortgage backed securities*

OPV - Ofertas públicas de venda

OR – Rácio das chances

PAEF - Programa de assistência económica e financeira

PCGA - Princípios contabilísticos geralmente aceites

PEC - Pagamento especial por conta

PIB - Produto interno bruto

PME – Pequenas e médias empresas

PPP - Parcerias público-privadas

QIS - *Quantitative impact study*

RL – Resultados Líquidos

SEC – *Securities exchange commission*

SPV - *Special purpose vehicles*

UE – União Europeia