



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

Manipulação de resultados: Aplicação do modelo de Beneish às empresas portuguesas cotadas (2011-2014)

Sílvia Manuela Rosa Pereira

Orientação: Prof^a Doutora Ana Fialho Silva

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Contabilidade*

Dissertação

Évora, 2017



UNIVERSIDADE DE ÉVORA

ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

DEPARTAMENTO DE GESTÃO

Manipulação de resultados: Aplicação do modelo de Beneish às empresas portuguesas cotadas (2011-2014)

Sílvia Manuela Rosa Pereira

Orientação: Prof^a Doutora Ana Fialho Silva

Mestrado em Gestão

Área de especialização: *Contabilidade*

Dissertação

Évora, 2017

Resumo

O presente trabalho assenta na temática da manipulação de resultados contabilísticos. Analisa-se o conceito de manipulação de resultados, identificam-se os tipos de incentivos que levam os gestores a manipular os resultados e identificam-se as diferentes práticas de manipulação de resultados.

O principal objetivo da presente dissertação de mestrado consiste em analisar se as empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa realizam práticas de manipulação de resultados. Para além desta análise, averigua-se se as empresas de auditoria identificam nos seus relatórios esse tipo de prática. Assim, foram analisadas 34 empresas cotadas nos anos de 2011 a 2014 e foi utilizado o Modelo de Beneish com cinco variáveis para identificar se as empresas realizam práticas de manipulação de resultados.

As conclusões obtidas revelam que as empresas cotadas portuguesas não manipularam a sua informação financeira, no período em análise, e os relatórios de auditoria, apesar de revelarem factos importantes que ajudam a clarificar as demonstrações financeiras das empresas, não identificam este tipo de práticas.

Palavras-chave:

Manipulação de Resultados; Modelo de Beneish; Empresas Portuguesas cotadas.

Abstract

Earning management: Application of the Beneish model to Portuguese listed companies (2011-2014)

The present work is based on the earnings management thematic. We analyse the concept of earnings management; identify the incentives that lead managers to manipulate results as well as the different practices of manipulation.

The main objective of this dissertation is to analyse if the companies listed on the Euronext Lisbon perform results manipulation practices and find out if audit firms identify this type of practice in their reports. Were analysed 34 companies in the timeline between the years 2011 to 2014 and it was used the Beneish Model with five variables that allows us to identify if the companies perform practices of manipulation of results or even if they are more predisposed to the accomplishment of these same practices.

The conclusions reached show that Portuguese listed companies do not manipulate their financial information, in the period under review and the audit reports, despite revealing important facts that help to clarify the financial statements of companies, do not identify such practices.

Keyword:

Earnings manipulation; Beneish Model; Portuguese listed companies.

Agradecimentos

Ao longo da elaboração desta dissertação, apesar de ser uma caminhada individual, tive a vantagem de poder contar com o apoio e orientação de várias pessoas. Todas da sua maneira me ajudaram e permitiram que me empenhasse a 100%. Por isso o meu agradecimento:

À minha orientadora, a Prof^a Doutora Ana Fialho, por todo o seu apoio e orientação. Agradeço a sua total disponibilidade para me receber e pelas sugestões efetuadas ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

Aos meus amigos José Santos e Lúcia Figueira pelo incentivo que sempre demonstraram e por estarem sempre presentes para me motivar a lutar pelos meus objetivos.

Um agradecimento especial ao meu pai e à minha mãe, José Pereira e Maria Manuela Pereira, graças a eles consegui alcançar este objetivo. Ajudam-me sempre na realização dos meus objetivos. Obrigado por estarem sempre presentes e pela compreensão e apoio que demonstraram ao longo destes meses de trabalho.

ÍNDICE

Índice de Anexos	9
Índice de Tabelas.....	10
Listagem de Abreviaturas ou Siglas.....	11
1. INTRODUÇÃO	12
1.1. Enquadramento do Tema e Motivações.....	12
1.2. Formulação da Questão de Investigação	13
1.3. Metodologia e Amostra	14
1.4. Estrutura do Trabalho	15
2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO E REVISÃO DA LITERATURA	17
2.1. A Manipulação de Resultados.....	17
2.2. Incentivos à Manipulação de Resultados.....	20
2.2.1. Mercado de capitais	21
2.2.2. Incentivos comerciais.....	22
2.2.3. Contratos.....	23
2.2.3.1. Contratos de dívida	23
2.2.3.2. Contratos remuneratórios.....	24

2.2.4.	Regulação	25
2.2.4.1.	Regulação específica do setor	25
2.2.4.2.	Regulação do Governo	25
2.2.5.	Impostos.....	26
2.2.6.	Incentivos no caso Português.....	27
2.3.	Formas de Manipulação de Resultados	29
2.4.	Revisão da Literatura.....	33
3.	METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO	49
3.1.	Amostra	49
3.2.	Metodologia	51
4.	ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS.....	57
5.	CONCLUSÕES E DESENVOLVIMENTOS FUTUROS.....	77
6.	BIBLIOGRAFIA	81
7.	Anexos	LXXVII

ÍNDICE DE ANEXOS

	Pág.
Anexo 1 – Lista de empresas analisadas	LXXVII
Anexo 2 – Dados utilizados na aplicação do modelo	LXXVIII
Anexo 3 – Resumo dos ênfases e reservas presentes nos relatórios de auditoria das empresas	LXXXV

ÍNDICE DE TABELAS

	Pág.
Tabela 1 - Tabela Resumo dos Artigos Revistos.....	42
Tabela 2 – Amostra	50
Tabela 3 – Resultados do Índice do Prazo Médio de Recebimentos	57
Tabela 4 - Resultados do Índice de Margem Bruta.....	60
Tabela 5 - Resultados do Índice da Qualidade de Ativos	63
Tabela 6 - Resultados do Índice do Crescimento de Vendas	66
Tabela 7 – Resultados do Índice de Depreciação.....	69
Tabela 8 - Resultados dos M-Score obtidos pelo modelo.....	72
Tabela 9 - Empresas manipuladoras por ano / por variável	74

LISTAGEM DE ABREVIATURAS OU SIGLAS

AAER - Accounting and Auditing Enforcement Releases

AQI - Asset Quality Index – Índice da qualidade dos ativos

CMP – Custo médio ponderado

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CNVM - Comisión Nacional del Mercado de Valores

DEPI - Depreciation Index – Índice de Depreciação

DSRI - Days Sales in Receivables Index – Índice do prazo médio de recebimento

FIFO – First in, first out

GMI – Gross Margin Index – Índice de Margem bruta

IFRS - International Financial Reporting Standards – Norma financeira internacional

LIFO - last in, first out

LVGI - Leverage Index – Índice de alavancagem

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SGAI - Sales General and Administrative Expenses Index – Índice de despesas com vendas e Administrativas

SGI - Sales Growth Index – Índice de crescimento das vendas

1. INTRODUÇÃO

1.1. Enquadramento do Tema e Motivações

Num mercado competitivo e globalizado é cada vez mais importante a divulgação, aos agentes económicos, de informação financeira verdadeira e apropriada. A presente dissertação, através de uma análise às empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa, tem o objetivo de identificar se estas empresas adotam ou não práticas de manipulação contabilística. Em Portugal não se conhecem muitos estudos sobre a manipulação dos resultados nas sociedades cotadas, dado que estas têm uma fraca representatividade no tecido empresarial português e o seu número também não ser suficientemente representativo, o que dificulta a extrapolação de conclusões.

A informação contabilística é uma importante ferramenta, quer para a administração das empresas quer para os restantes *stakeholders*, apoiando o processo de tomada de decisões. A produção dessa informação tem subjacentes normas que, em alguns casos, apresentam um grau de subjetividade e, em muitas situações, requerem o uso de estimativas, o que facilita a prática de manipulação.

A manipulação de resultados é, assim, uma inegável tentação para os gestores e/ou preparadores da informação financeira, quer das empresas cotadas em bolsa, quer de empresas não cotadas, embora os objetivos de umas e de outras sejam, naturalmente, diferentes, bem como as técnicas utilizadas para alcançar a manipulação.

Na presente dissertação não é feita distinção entre o tipo de manipulação de resultados, pelo que o termo “manipulação de resultados” é utilizado para definir todo e qualquer tipo de prática de manipulação, quer esta ocorra dentro das normas e princípios contabilísticos geralmente aceites, quer por via de fraude, quer seja praticada de forma intencional ou involuntária.

As motivações para a elaboração desta dissertação prendem-se com as seguintes questões:

- A preocupação com a informação que é divulgada pelas empresas e “consumida” pelos utilizadores da informação financeira – *stakeholder*; e,

- Os impactos que a manipulação pode ter para as empresas que realizam essa prática.

A manipulação de resultados tem um impacto negativo em ambos os casos, pois os *stakeholders* tomam decisões com base em informações que não são verdadeiras e isso poderá afetar a sua relação com a empresa. Por sua vez, as empresas também podem ser prejudicadas se eventualmente decidirem utilizar a manipulação de resultados, afetando negativamente a sua imagem.

Considerando que a manipulação é moralmente condenável, esta prática tem um impacto negativo quer em termos sociais, quer em termos económicos. Um dos motivos que leva à prática da manipulação de resultados são razões meramente económicas, uma vez que as empresas ou os seus gestores utilizam a manipulação da informação para conseguir melhores resultados e com isso dar a aparência de que a empresa é economicamente saudável.

1.2. Formulação da Questão de Investigação

Esta dissertação tem como principal objetivo dar resposta á seguinte questão de investigação:

As empresas cotadas portuguesas manipulam a sua informação financeira?

Para dar resposta à questão em causa é aplicado o modelo desenvolvido por Beneish (1999), às empresas cotadas na bolsa de Lisboa, nos anos de 2011 a 2014, com o objetivo de distinguir as empresas que manipulam a informação financeira das empresas que não manipulam.

Após a aplicação do modelo pretende-se ainda dar resposta a outras duas questões, que são:

- Quais as práticas de manipulação utilizadas pelas empresas portuguesas; e,

- Os relatórios de auditoria das empresas contêm informação que evidencie as práticas de manipulação?

Para tal, após a aplicação do modelo são analisadas as empresas consideradas como manipuladoras e as variáveis que constituem o modelo de forma a identificar quais os mecanismos de manipulação que as empresas manipuladoras estão a utilizar para alterar a sua informação financeira.

São também analisados os relatórios de auditoria incluídos nos relatórios e contas das empresas, de forma a averiguar se estes contêm efetivamente alguma informação que evidencie a presença de práticas de manipulação de resultados nas empresas que foram caracterizadas como tal.

1.3. Metodologia e Amostra

A metodologia utilizada é uma metodologia que permite distinguir as empresas que manipulam a sua informação financeira ou que estão mais predispostas à manipulação de resultados, das que não manipulam. As empresas estudadas são as empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa nos anos de 2011 a 2014. A metodologia presente neste estudo tem por base o modelo M-Score desenvolvido por Beneish (1999) que, originalmente, é composto por 8 variáveis. Este modelo é um modelo matemático que utiliza a informação presente nas demonstrações financeiras divulgadas pelas empresas e utiliza alguns rácios financeiros para detetar práticas de manipulação. No entanto, como o autor considera que algumas variáveis são insignificantes para a deteção de manipulação, no presente trabalho será utilizado o modelo de 5 variáveis, uma vez que 3 delas podem fornecer erros de classificação, classificando uma empresa manipuladora como não manipuladora ou vice-versa. O modelo com recurso a cinco variáveis é descrito nos estudos de Anh e Linh (2016) e Roxas (2011).

Uma vez calculadas as 5 variáveis presentes no modelo é alcançado um M-score para a empresa. Um M-Score superior a -2,22 indica que a empresa apresenta uma alta probabilidade

de manipulação de resultados ou que a empresa é suscetível de ser manipuladora de resultados. Um M-Score inferior a -2,22 indica que a empresa não será manipuladora.

De entre os vários modelos presentes na revisão de literatura, a escolha do modelo de Beneish (1999) para a realização deste estudo prende-se com o facto de este modelo ser um modelo bastante simples para os utilizadores, quando comparado com outros modelos. Este modelo tem a particularidade de ser de fácil e rápida aplicação e os resultados produzidos pelo mesmo são de fácil compreensão até para os utilizadores menos informados acerca da temática. O modelo em causa compara determinadas variáveis e a sua evolução de um ano para o outro, permitindo assim conhecer a evolução da empresa e, para a sua aplicação, basta ter acesso à informação financeira anual das empresas que se pretende estudar. Este modelo constitui uma ferramenta útil na deteção de práticas de manipulação e é uma mais-valia para os utilizadores das informações financeiras que pretendam conhecer a realidade das empresas. Segundo a revisão de literatura, nos estudos efetuados às empresas portuguesas têm sido utilizadas metodologias distintas, sendo que será relevante comparar as conclusões obtidas acerca das práticas de manipulação das empresas portuguesas pelos vários modelos.

Após a identificação das empresas como manipuladoras será feita uma pesquisa no sentido de averiguar se os relatórios de auditoria indiciam, ou faziam prever, a existência de práticas de manipulação de resultados, nomeadamente através da existência de ênfases e/ou reservas, que expliquem ou ajudem a compreender os motivos de as empresas terem sido classificadas como manipuladoras pelo modelo. Esta análise irá permitir concluir se as empresas de auditoria controlam efetivamente as informações e resultados divulgados pelas empresas e se o modelo se aplica ao caso português.

1.4. Estrutura do Trabalho

O presente trabalho está dividido em cinco capítulos.

No primeiro capítulo consta a introdução, onde é descrito o enquadramento do tema e são apresentadas as motivações para a realização da dissertação, bem como a formulação da questão de investigação.

No segundo capítulo é apresentado o enquadramento teórico que tem como objetivo clarificar o conceito de manipulação dos resultados utilizado na presente dissertação. Este capítulo está ainda dividido em quatro pontos. No primeiro ponto, é apresentado o conceito de manipulação de resultados e os seus objetivos. No segundo ponto são enumerados os vários incentivos que levam à prática de manipulação de resultados, que se podem agrupar em cinco principais incentivos de forma a alcançar os vários objetivos e são ainda apresentados os principais incentivos à manipulação de resultados no caso das empresas portuguesas. No terceiro ponto são descritas algumas das formas possíveis de manipulação de resultados. E por fim, no quarto ponto são apresentados alguns estudos empíricos nacionais e internacionais, por ordem cronológica, no âmbito do tema da manipulação de resultados.

No terceiro capítulo é descrita a metodologia utilizada no presente estudo, bem como o objeto de estudo e a amostra utilizada.

No quarto capítulo é feita a análise de resultados. Em primeiro lugar são analisadas as variáveis presentes no modelo e só posteriormente a informação obtida com a aplicação do modelo às empresas do estudo. Neste capítulo são ainda tecidas algumas comparações com estudos similares.

Por último, no quinto capítulo são apresentadas as conclusões obtidas através da modelo utilizado, bem como as conclusões gerais do presente estudo. Para além das conclusões do estudo, são também apresentadas as limitações do estudo e as pesquisas futuras/desenvolvimentos futuros a cerca do tema.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO E REVISÃO DA LITERATURA

Neste capítulo começamos por clarificar o conceito de “manipulação dos resultados” utilizado na presente dissertação. Para compreender o conceito de manipulação de resultados é necessário analisar os diferentes incentivos e objetivos que poderão estar na sua origem e quais os mecanismos que podem ser utilizados para a concretização desta prática.

Assim, este capítulo encontra-se dividido em quatro pontos. Inicialmente, é apresentado o conceito de manipulação de resultados e os seus objetivos, conceito que é definido segundo a ótica de vários autores relevantes e os objetivos que levam os gestores e/ou as empresas a adotar mecanismos de manipulação de resultados.

Em seguida, são enumerados os vários incentivos que levam à prática de manipulação de resultados, que se podem agrupar em cinco principais incentivos de forma a alcançar os vários objetivos. São ainda apresentados os principais incentivos à manipulação de resultados no caso das empresas portuguesas. Neste capítulo são também descritas algumas das formas possíveis de manipulação de resultados, segundo alguns autores relevantes para o tema em estudo. Por fim, é apresentada a revisão de literatura sobre o tema, por ordem cronológica.

2.1. A Manipulação de Resultados

Existem na literatura várias definições de manipulação de resultados. No entanto não existe uma definição consensual para definir esta prática. São várias as expressões utilizadas para descrever a prática de manipulação de resultados, tais como “*earnings management*”, “*accounts manipulation*”, “*earnings manipulation*”, “*creative accounting*” e “*financial numbers game*”, entre outras (Marques & Rodrigues, 2009).

Em Portugal, a expressão “*earnings management*” pode ser associada a “gestão dos resultados”, “contabilidade criativa”, “alisamento de resultados” ou “manipulação dos resultados”.

Como as definições de manipulação de resultados não são consensuais, para alguns autores a manipulação é vista como uma forma de fraude, para outros a manipulação de resultados é considerada como tal apenas se ocorrer dentro dos limites dos princípios contabilísticos. No entanto, as definições têm um aspeto em comum, a manipulação acontece para se atingir um determinado objetivo (Vila, 2012). No presente trabalho o termo manipulação de resultados será utilizado no sentido de todo e qualquer tipo de manipulação, quer ocorra dentro das normas e princípios contabilísticos, quer por via de fraude.

Schipper (1989) refere que a gestão de resultados implica uma intervenção propositada no processo de relato financeiro com o objetivo de obtenção de um ganho por parte dos gestores ou dos acionistas.

Para Healy e Wahlen (1999) a gestão de resultados ocorre quando a gestão usa o seu poder discricionário no relato financeiro para alterar as demonstrações financeiras com vista a distorcer a perceção dos *stakeholders* sobre o desempenho económico, ou quando pretende influenciar determinados resultados que dependem dos dados contabilísticos relatados.

Segundo Amat e Blake (1999), “a contabilidade criativa” é o processo sobre o qual se utilizam normas contabilísticas para manipular os valores incluídos nas demonstrações financeiras divulgadas, respeitando o normativo e a legislação em vigor. As escolhas contabilísticas são efetuadas de acordo com a imagem que se deseja para a empresa.

Mulford e Comiskey (2002) definem a manipulação de resultados como a manipulação ativa em direção a um objetivo pré-determinado. Esse objetivo pode ter sido fixado pela gestão, pode consistir em satisfazer as previsões dos analistas, ou promover um alisamento de resultados (*earnings smoothing*). Os autores apenas consideram que a manipulação é fraudulenta quando as entidades de supervisão a identificam como tal.

Segundo Beneish (2001) a manipulação de resultados pode ser vista sob duas perspetivas: a perspetiva oportunista, em que os gestores distorcem materialmente a informação financeira apresentada, saindo os investidores prejudicados devido à ilusão provocada; e a perspetiva informativa, em que a gestão revela aos investidores as suas expectativas sobre os *cash flows* futuros da empresa. No entanto esta definição apenas considera as práticas de manipulação de resultados que se encontram dentro dos princípios contabilísticos.

Segundo Oliveira (2008) as práticas de manipulação dos resultados podem ser classificadas como:

i) **Agressivas**: quando atuam sobre os resultados de forma a melhorar a imagem da empresa (*incomeincreasing*);

ii) **Conservadoras**: quando pretendem divulgar uma imagem de menor prosperidade do que a efetivamente existente (*income-decreasing*);

iii) **Alisamento dos resultados (*earnings smoothing*)**: se pretendem transmitir uma imagem de estabilidade da empresa ao longo dos anos, o que é do interesse dos investidores com mais aversão ao risco.

Na perspectiva de Rosner (2003) a manipulação dos resultados é entendida como sendo mais abrangente que a “gestão dos resultados”, podendo incluir as práticas dos gestores que não se enquadram no mero uso da flexibilidade das normas e princípios contabilísticos, ou seja, pode englobar também a fraude. Para a autora, tanto a “gestão dos resultados” como a “fraude” consistem em técnicas que são utilizadas deliberadamente pelos gestores para atingirem um determinado resultado ou objetivo. As práticas apenas diferem entre si no tipo de técnica e intensidade com que são utilizadas.

Os motivos da utilização de práticas de manipulação de resultados podem ser os mesmos, quer as práticas efetuadas estejam dentro dos limites dos princípios contabilísticos, quer seja utilizada a fraude. Porém, o principal objetivo dessas práticas é o de beneficiar os gestores, as empresas ou ambos.

Desta forma Ronen e Yaari (2008) analisam o conceito de manipulação de resultados de três perspectivas distintas:

i) **Clara**: forma de aproveitar a flexibilidade presente na escolha de práticas contabilísticas para indicar a informação privada dos gestores sobre os futuros fluxos de caixa da empresa;

ii) **Cinzenta**: escolha de práticas contabilísticas oportunistas, ou seja, que maximizem utilidade dos gestores, ou que sejam economicamente eficientes; e

iii) **Opaca:** assente na prática de truques para adulterar ou reduzir a transparência das demonstrações financeiras.

Há situações associadas a atitudes oportunistas e/ou fraudulentas. No entanto, é necessário esclarecer que para existir fraude é necessário distorcer a imagem da empresa de uma forma materialmente relevante (Mulford e Comiskey, 2005)

Assim sendo, o principal objetivo da manipulação de resultados é, proporcionar uma determinada imagem da empresa, e atendendo à informação existente entre os gestores e os *stakeholders*, essa manipulação de resultados poderá ser feita com o objetivo de informar (Beneish, 2001), fornecendo maior conteúdo informativo, ou, pelo contrário, pode ser realizada com o intuito dos gestores atingirem determinados objetivos para benefício próprio (Watts e Zimmerman, 1978).

Em caso de manipulação de resultados os *stakeholders* devem ter em atenção que poderão estar a tomar decisões incorretas ou ineficientes, o que se poderá traduzir em custos para os mesmos. Assim sendo, devem ter presente que as demonstrações financeiras podem estar a ser manipuladas pelos gestores das empresas e é importante que percebam quais são as motivações e os incentivos dos gestores para esta prática.

Oliveira (2008) considera que os gestores apenas tendem a recorrer a práticas de manipulação se o retorno esperado for superior a eventuais custos. A deteção da prática de manipulação de resultados leva à perda de credibilidade quer dos gestores, quer da própria empresa e existem ainda outros custos associados, tais como a perda de confiança por parte dos *stakeholders* ou a perda de financiamento, entre outros.

2.2. Incentivos à Manipulação de Resultados

Apesar de a informação contabilística ser essencial para os investidores e analistas de mercado na avaliação das empresas, os gestores podem ter incentivos para manipular essa informação com o objetivo de influenciar as expectativas do *stakeholders*, a cotação das ações e/ou os custos de capital ou o pagamento de impostos.

Na literatura têm sido identificados diversos incentivos para a prática de manipulação de resultados, contudo, esses incentivos são diferentes, uma vez que dependem da envolvente económica em que a empresa se insere.

Se, por um lado, existem empresas que pretendem melhorar a sua imagem financeira e atingir certos objetivos futuros, por outro, existem empresas que pretendem o contrário e com a obtenção de resultados mais baixos poderem beneficiar de outros incentivos, como é o caso da redução da carga fiscal.

Assim sendo, em seguida, são apresentados os principais incentivos à manipulação de resultados identificados na revisão de literatura efetuada:

2.2.1. Mercado de capitais

Os investidores e analistas financeiros necessitam da informação contabilística para avaliar o desempenho de uma empresa, logo os gestores das empresas cotadas podem ter incentivos para manipular essa informação com o objetivo de influenciar as decisões dos investidores dos mercados de capitais. O objetivo é modificar a perceção do risco que os utilizadores dessa informação têm relativamente ao investimento nas ações das empresas.

Assim, o mercado de capitais pode ser um incentivo ao reporte de resultados de melhor qualidade (Schipper & Vincent, 2003). Quando as empresas estão cotadas em bolsa, existem incentivos para a manipulação dos resultados com o objetivo de influenciar o seu valor de mercado, sendo que a manipulação é feita do sentido ascendente, ou seja, no sentido de melhorar os resultados (Fernandes, 2015). No entanto, o facto de a empresa ser cotada também pode levar a uma menor atividade de manipulação de resultados, pois estas empresas estão expostas a uma maior supervisão, quer por parte das entidades reguladoras, quer por parte do governo (Watts, Zimmerman & Cliffs, 1986).

Na literatura Dechow, Kothari, e Watts (1998) e Healy e Wahlen (1999) consideram que as práticas de manipulação da informação contabilística tendem a aumentar os resultados líquidos, pois estes são um bom indicador da situação financeira das empresas. Quando as

empresas apresentam resultados líquidos positivos, os investidores ficam mais interessados nas ações da empresa e a sua cotação sobe. Por outro lado, quando as empresas apresentam resultados negativos os investidores encaram esse facto como um sinal de fraco desempenho, o que se reflete na diminuição da procura de ações e, conseqüentemente, na descida das suas cotações.

Outro dos incentivos que levam os gestores a praticar a manipulação de resultados, com vista a aumentar o preço das ações da empresa é o facto de que a subida das cotações da empresa pode trazer prestígio para o gestor, bem como compensações a nível profissional e até mesmo pessoal, como será abordado mais adiante.

2.2.2. Incentivos comerciais

Segundo Burgstahler e Dichev (1997) os incentivos comerciais partem do princípio que na presença de resultados contabilísticos melhores, os clientes estarão dispostos a pagar um preço superior pelos bens ou serviços da empresa, na medida em que se pressupõe que com aqueles resultados a empresa honrará as garantias prestadas e os termos de serviço. Uma empresa que aparente uma boa saúde económico-financeira dá uma imagem de maior credibilidade aos seus clientes e fornecedores e essa credibilidade poderá traduzir-se em ganhos de longo prazo.

Os autores consideram ainda que os fornecedores oferecerão melhores condições de negociação, uma vez que com resultados elevados a empresa terá uma maior probabilidade de liquidar as suas compras correntes e terá ainda uma maior probabilidade de fazer compras maiores no futuro.

As empresas que apresentem quebras nos resultados ou resultados negativos poderão ter maiores custos de transação na relação com os fornecedores, uma vez que baixa a sua capacidade de negociação.

2.2.3. Contratos

Um contrato é um acordo entre duas pessoas (contraentes ou outorgantes), individuais ou coletivas, em que uma das partes se submete a determinadas obrigações, usufruindo em troca de certos direitos.

Na literatura podem encontrar-se dois tipos de contratos que levam à manipulação por parte dos gestores: os contratos de dívida e os contratos remuneratórios. De seguida proceder-se-á a uma breve análise de cada um deles.

2.2.3.1. Contratos de dívida

Quando as empresas têm contratos de dívida podem existir algumas cláusulas contratuais que no caso de serem violadas, a empresa incorrerá em custos. Neste caso, poderão existir incentivos para a prática de manipulação de resultados com o objetivo de não violar as cláusulas contratuais.

Os contratos de dívida em que existem cláusulas com penalizações fornecem incentivos à gestão para escolher procedimentos contabilísticos que minimizem a probabilidade de incumprimento das cláusulas contratuais (Watts et al., 1986). Quando os gestores verificam que as cláusulas dos contratos estão em risco de incumprimento, estes tendem a adotar medidas contabilísticas que levem a um aumento dos resultados da empresa, pois o incumprimento das cláusulas pode ter custos para a própria empresa.

Sweeney (1994) averiguou a motivação dos contratos de dívida, e verificou que empresas que entraram em incumprimento num determinado ano, em anos anteriores procederam a alterações contabilísticas que permitem aumentar o seu resultado, e desta forma, adiar ou evitar o incumprimento do contrato e das suas cláusulas. Em suma, quanto maior a probabilidade de a empresa violar um contrato de dívida, maior é a probabilidade do gestor adotar políticas contabilísticas que antecipem os resultados dos períodos seguintes.

2.2.3.2. Contratos remuneratórios

Por vezes acionistas e gestores podem ter objetivos bastante distintos. Se, por um lado, os acionistas desejam maximizar o valor empresa, por outro, os objetivos dos gestores prendem-se com a carreira, prestígio, reputação e lucro para si próprios.

Os planos de remuneração criam incentivos aos gestores para selecionarem procedimentos/práticas contabilísticas que aumentem o valor presente das suas remunerações.

Os contratos remuneratórios são contratos entre os acionistas e os gestores. Os gestores geralmente são compensados pelo desempenho, uma vez que está relacionado com os lucros, pelo que tal compensação pode ser um incentivo à manipulação de resultados. Nestes contratos é exigido aos gestores o cumprimento de determinados objetivos, o que lhes permite auferir prémios de remuneração. Estes prémios de remuneração podem surgir de duas formas: a atribuição de ações da empresa aos gestores, tornando-os também proprietários, ou indexar-se uma parte da respetiva remuneração (componente variável da remuneração) a medidas de desempenho, sendo estas baseadas, muitas vezes, em números contabilísticos como o resultado líquido (Oliveira, 2008).

Healy (1985) foi dos primeiros autores a defender que a remuneração dos gestores era uma das causas de manipulação, uma vez que os prémios de remuneração constituem a remuneração variável dos gestores e demonstram a existência de manipulação dos resultados no sentido ascendente, quando os gestores procuram atingir os objetivos negociais fixados pelos acionistas, para assim melhorar a sua remuneração. O autor testou a relação existente entre as decisões dos gestores sobre a utilização de acréscimos e diferimentos, a escolha de determinados procedimentos contabilísticos e as demonstrações financeiras onde eram relatados os esquemas remuneratórios.

2.2.4. Regulação

Na literatura existente, Jones (1991), Healy e Wahlen (1999) e Watts e Zimmerman (1978), consideram que existem dois tipos de regulação: a regulação específica do sector e a regulação por parte do governo.

2.2.4.1. Regulação específica do setor

Segundo Soares (2003), em Portugal sectores como a banca e os seguros são regulados e, como tal, existem regras que condicionam a atividade destas entidades e, conseqüentemente, as suas demonstrações financeiras. A manipulação ocorre no sentido de satisfazer essas mesmas regras, por exemplo, a regulação da banca e dos seguros impõe que estas instituições tenham uma determinada estrutura de capital para garantir a sua solvabilidade e liquidez.

Healy e Wahlen (1999) e Beneish (2001) efetuaram uma revisão de literatura com o objetivo de estudar os incentivos para a manipulação de resultados. Estes estudos mostram que existe evidência de que ocorrem práticas de manipulação de resultados com vista ao cumprimento das exigências do respetivo regulador, uma vez que essas exigências são normalmente expressas com recurso ao uso de informação contabilística.

Por sua vez Jones (1991) defende que as empresas são incentivadas a reportar resultados inferiores aos que obtiveram na realidade, com o objetivo de evitar a intervenção das autoridades reguladoras.

2.2.4.2. Regulação do Governo

Outro dos incentivos à manipulação de resultados surge quando as empresas pretendem que lhes sejam atribuídos subsídios ou apoios do governo.

Watts e Zimmerman (1990) referem que, quanto maior for a dimensão da empresa e a sua visibilidade, maior será a probabilidade dos gestores utilizarem práticas contabilísticas com o intuito de diminuir os resultados e assim diminuir a atenção por parte dos poderes públicos. Neste caso, a manipulação é feita no sentido descendente e tem por objetivo diminuir o montante de impostos a pagar, aumentar a probabilidade de atribuição de subsídios ou reduzir a probabilidade de uma intervenção por parte do governo. As intervenções por parte do governo ocorrem, por exemplo, no sentido de baixar os preços dos produtos ou serviços ou levar a que as empresas paguem salários maiores quando obtêm valores elevados de resultados contabilísticos, contudo estas intervenções geralmente ocorrem em empresas com lucros extremamente elevados, uma vez que esse fenómeno pode estar relacionado com a detenção de monopólio.

As empresas têm incentivos para relatar resultados inferiores aos obtidos com o seu verdadeiro desempenho económico, uma vez que pretendem evitar a intervenção das autoridades ou então obter ajudas públicas, como é o caso da atribuição de subsídios por parte do governo (Jones, 1991).

Jones (1991) encontrou evidência de que, no caso de existirem custos aduaneiros para as importações, os gestores das empresas tendiam a manipular os resultados no sentido descendente para demonstrarem que não estavam a conseguir dar resposta aos encargos.

2.2.5. Impostos

O pagamento de impostos pode também ser um incentivo à manipulação de resultados como afirma Moreira (2006), pois apesar de as empresas não pretenderem obter resultados negativos, os gestores têm incentivos para atuarem de forma a reduzirem os resultados, com o objetivo de pagarem um menor montante de imposto.

Este incentivo é mais comum nas empresas em que os proprietários são também os gestores, como é o caso das empresas não cotadas e familiares.

Alves (2011) evidencia que nas empresas não cotadas é maior o impacto dos incentivos fiscais, em comparação com as empresas cotadas. Assim, as empresas não cotadas tendem a manipular os resultados no sentido descendente, obtendo vantagens fiscais. As empresas cotadas, em comparação com as empresas não cotadas têm uma dimensão maior e uma gestão diferente, mais profissional e sofisticada. No caso de pretenderem minimizar o valor dos impostos, têm a vantagem de poderem fazer planeamentos fiscais sofisticados com vista a uma manipulação dos resultados no sentido descendente.

2.2.6. Incentivos no caso Português

Segundo Moreira (2006) o contexto empresarial português é constituído principalmente por pequenas e médias empresas, sendo que este é caracterizado por:

- I) Uma forte relação entre a propriedade e a gestão, o que significa que a maioria das empresas é gerida pelos seus proprietários;
- II) O financiamento das empresas é obtido essencialmente junto das instituições bancárias.

Existe uma relação muito estreita entre o sistema contabilístico e fiscal, uma vez que o resultado apurado contabilisticamente determina o imposto a pagar, o que implica que quanto maior for o lucro apurado, maior é o imposto a pagar.

No entanto, no presente trabalho apenas serão estudadas as empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa, que representam a minoria das empresas Portuguesas. Esta escolha deveu-se ao facto de as empresas cotadas serem obrigadas a divulgar o seu relatório e contas na internet, o que torna o acesso à informação financeira mais fácil e rápido, nomeadamente as demonstrações financeiras.

Moreira (2008) considera que existem dois principais tipos de incentivos à manipulação de resultados no caso português, que são contraditórios:

- I) a minimização do pagamento do imposto sobre o rendimento;
- II) a obtenção de financiamento bancário.

Por um lado, os gestores pretendem reduzir o pagamento de impostos e para tal, a manipulação de resultados será feita no sentido descendente, ou seja com vista a diminuição dos lucros, uma vez que o pagamento de impostos está diretamente relacionado com os resultados obtidos. No entanto, essa diminuição do lucro deve ser feita no sentido de a empresa apresentar resultados positivos, contudo próximo de zero. Caso contrário, a apresentação de resultados negativos poderá também trazer consequências negativas para a empresa e para os gestores, como já foi referido anteriormente.

No caso de a empresa apresentar necessidades de financiamento, esta pretende efetuar uma manipulação de resultados no sentido ascendente, pois quanto melhor for a sua imagem financeira, mais facilmente lhe será concedido o crédito.

O estudo desenvolvido por Baralexis (2004) sobre contabilidade criativa, para o caso grego, evidencia que a grande maioria dos estudos realizados sobre esta problemática envolve grandes países com mercados de capitais desenvolvidos, sendo que estes resultados não são necessariamente aplicáveis a países pequenos que têm um cenário financeiro diferente.

Segundo Moreira (2006), por um lado as empresas tendem a apresentar resultados positivos próximos de zero, com o objetivo de minimizar o imposto a pagar e, por outro lado, quando têm maiores necessidades de financiamento tendem a apresentar resultados mais elevados. Assim sendo, a manipulação ocorre de acordo com as necessidades da empresa num determinado momento.

Relativamente às empresas cotadas, estes incentivos funcionam de modo idêntico, uma vez que resultados baixos diminuem o imposto a pagar, contudo o valor das ações diminui e no caso de existir necessidade de financiamento, haverá uma tendência para apresentar resultados mais altos.

No entanto, as empresas cotadas são desincentivadas a recorrer a atividades de manipulação dos resultados e incentivadas a divulgarem a sua real situação financeira, uma

vez que a mesma é controlada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) por forma a assegurar a fiabilidade da informação financeira divulgada pelas empresas ao mercado e a proteger os investidores(Oliveira, 2015).

A obrigatoriedade da prestação de contas por parte das empresas cotadas, bem como as auditorias a que as empresas cotadas estão sujeitas constituem um mecanismo de redução das práticas de manipulação de resultados. Este facto foi evidenciado nas empresas americanas, pelos estudos de Watts et al. (1986) e pelo estudo de Burgstahler e Dichev (1997), que consideram que os mercados de capitais influenciam a diminuição das práticas de manipulação de resultados, dado que as empresas cotadas são alvo de várias averiguações por parte das entidades reguladoras, sendo constantemente acompanhadas por vários analistas financeiros.

2.3. Formas de Manipulação de Resultados

O tipo de estratégia de manipulação que é adotada prende-se com o efeito que se quer produzir, ou seja, está relacionado com os objetivos que se pretendem alcançar com a manipulação. Desta forma são várias as formas de manipulação que podem ser utilizadas pelos gestores. Em seguida são apresentadas algumas dessas formas de manipulação de acordo com a linha de orientação de Schilit (1994), Mulford e Comiskey (2005), Cunha (2013), entre outros.

1. Reconhecimento prematuro de réditos ou ganhos. Esta prática pode ser realizada, por exemplo, antecipando o reconhecimento de uma venda que ainda não foi efetuada, no período presente, em vez de ser reconhecida no período seguinte ou até mesmo reconhecer um ganho com prestação de serviços que só serão realizados no futuro.

Outra das formas é o reconhecimento de vendas antes de serem cumpridas todas as obrigações contratuais referentes às mesmas. O reconhecimento de vendas antes da aceitação final do produto pelo adquirente, ou mesmo antes do seu envio, ou ainda de produtos à consignação, constitui outra forma de rédito prematuro, bem como o reconhecimento de vendas quando o pagamento pelo adquirente é incerto.

Neste tipo de manipulação o objetivo é aumentar o rendimento, o que se irá traduzir numa melhoria do resultado atual do período, apesar desse mesmo resultado não ser verdadeiro e de não traduzir a verdadeira imagem da empresa, uma vez que é antecipado o momento do reconhecimento. Esta prática não está de acordo com os princípios contabilísticos geralmente aceites (Barbosa, 2014), apesar de não constituir uma ilegalidade.

2. Reconhecimento de réditos fictícios. Esta prática é normalmente utilizada para empolar as vendas, sendo que as transações não ocorreram, ou seja, são fictícias. Normalmente acontece pelo registo de transações sem substância económica, por exemplo, quando o cliente pode não aceitar ou pagar o produto, ou por vendas para subsidiárias ou com partes relacionadas. Outro exemplo, é o reconhecimento de dinheiro de operações de financiamento como receita, ou seja, é aproveitado o facto de empréstimos e vendas serem créditos contabilísticos e a empresa regista um empréstimo obtido como um ganho, alegando que empresta esse dinheiro aos clientes para que possam adquirir os seus produtos (Pereira, 2015).

Esta prática leva a uma melhoria artificial dos resultados da empresa, iludindo os utilizadores das demonstrações financeiras, uma vez que os resultados reais da empresa são inferiores aos que lhes são apresentados.

3. Reconhecimento de rédito não corrente como corrente. As empresas recorrem a transações extraordinárias, ou seja, que não são frequentes classificando-as de forma errada como correntes para uma melhoria dos seus resultados, alterando assim a informação financeira da empresa e levando os leitores das demonstrações financeiras a conclusões erradas e que, conseqüentemente, não traduzem a realidade.

Um dos exemplos desta prática é a venda de ativos desvalorizados, em que uma empresa vende um ativo com o simples objetivo de obter uma mais-valia e deste modo aumentar o valor da empresa. Outro exemplo é o reconhecimento de rendimentos não operacionais como vendas (rendimento operacional), por exemplo, reconhecendo o valor de juros cobrados num *franchising* uma venda.

4. Adiar o reconhecimento de gastos ou perdas. Esta técnica ocorre quando uma empresa incorre numa despesa, sem que tenha obtido o correspondente benefício económico e essa

despesa é transformada num ativo. Desta forma, a empresa aumenta o seu ativo e como consequência os seus resultados, uma vez que esse ativo estará presente nas demonstrações de resultados dos próximos exercícios económicos. Por exemplo, uma empresa tem um gasto com publicidade, do qual espera obter um benefício económico nos períodos seguintes, pelo que regista essa despesa como um ativo intangível, aumentando assim o seu valor e tem ainda a possibilidade de amortizar esse mesmo ativo nos períodos seguintes.

Outro exemplo, é o não reconhecimento de perdas por imparidades com ativos, por exemplo com créditos de cobrança difícil ou imparidades com produtos no inventário que se tornaram obsoletos.

5. Adiar o reconhecimento de rendimentos ou ganhos. Nestas situações observa-se a transferência de rendimentos ou ganhos do exercício presente para períodos futuros. Por exemplo, as empresas podem ter interesse em adiar as vendas para um período futuro quando os objetivos de um ano já foram atingidos, sendo que é preferível deslocar os resultados para períodos futuros (Barbosa, 2014).

Podem também ser criadas reservas, por exemplo por via de diferimentos, no momento de aquisições societárias, ou no reconhecimento de ganhos em produtos financeiros derivados, que permitem resultados futuros.

6. Antecipar o reconhecimento de gastos ou perdas. Neste caso procura-se aumentar no imediato o prejuízo ao contabilizar perdas que apenas ocorreriam no futuro, para que a empresa possa apresentar melhores resultados no futuro, sendo que o resultado esperado pelos *stakeholders* era já negativo. Desta forma a empresa cria a imagem de que está a melhorar o seu desempenho. Este mecanismo é semelhante ao adiar o reconhecimento de gastos ou perdas referido anteriormente, no entanto ocorre no sentido inverso. Contudo o objetivo é o mesmo, melhorar a imagem da empresa no período que for considerado mais oportuno.

7. Flexibilidade de escolha de diferentes métodos contabilísticos e estimativas contabilísticas

A informação contabilística contém estimativas que apresentam uma certa subjetividade e incerteza, como ocorre na determinação da vida útil ou do valor residual no caso das depreciações e amortizações de ativos (Mendes & Rodrigues, 2007). Por este motivo, os gestores podem introduzir nessas estimativas uma determinada perspectiva favorável aos seus interesses, manipulando os resultados, mas de uma forma legal.

No que respeita à possibilidade e flexibilidade de escolha de diferentes métodos contabilísticos, encontram-se, por exemplo, os métodos de custeio de saída dos inventários, *first in, first out* (FIFO), Custo Médio Ponderado (CMP) ou *last in, first out* (LIFO) e o de cálculo das depreciações do ativo, Método das Quotas Constantes ou Método das Quotas Degressivas. Esta forma de manipulação tende a ocorrer devido a estimativas contabilísticas, como por exemplo as referidas depreciações, provisões e as imparidades (Alves, 2011).

No entanto, uma entidade deve usar a mesma fórmula de custeio para todos os inventários que tenham a mesma natureza e uso semelhantes para a entidade. Contudo, existe uma certa flexibilidade no que diz respeito à sua valorização. Fernandes (2012) afirma que conforme a necessidade de aumentar ou reduzir os resultados será utilizado um ou outro método, dado que influenciam diretamente o custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas. Com a escolha do FIFO como sistema de custeio dos inventários, a valorização dos inventários finais é superior quando comparada com a utilização do CMP, a margem bruta das vendas é inferior quando é utilizado o CMP. Ou seja, em caso de necessidade de melhorar a imagem da empresa, os gestores podem escolher o FIFO como método de custeio dos inventários, com o simples objetivo de maximizar o valor da empresa, uma vez que com este método o valor final dos inventários é superior. Importa referir que o LIFO não é um método utilizado atualmente uma vez que o Sistema de Normalização Contabilística não o contempla.

Relativamente às depreciações dos ativos, através da alteração do período de vida útil do bem ou do método de depreciação utilizado pode ser levada a cabo alguma manipulação dado que quanto maior for o período de vida útil menor será o valor depreciado e assim maior o resultado do período e vice-versa (Fernandes, 2012). Os gestores podem optar por aumentar o período de vida útil dos ativos com o objetivo de aumentar o valor da empresa, uma vez que a depreciação será menor e o valor do ativo superior. A opção por um método de depreciação diferente do que é normalmente utilizado pela empresa também poderá ser uma alternativa para o aumento do valor da empresa, uma vez este fenómeno fornece valores de depreciação

distintos e os gestores podem optar pelo que mais lhe convém a determinada altura para a sua empresa.

2.4. Revisão da Literatura

O tema da manipulação de resultados não é um tema muito estudado no caso das empresas cotadas em Portugal. A revisão dos trabalhos anteriores baseou-se nos trabalhos que utilizam a mesma metodologia, ou seja a metodologia desenvolvida por Beneish (1999) e nos trabalhos sobre a manipulação de resultados realizados a nível nacional que podem facultar algum termo de comparação com a análise efetuada. Em seguida são apresentados os estudos empíricos nacionais e internacionais revistos, por ordem cronológica.

Beneish (1999) calculou um modelo para detetar práticas de manipulação de resultados a partir das demonstrações financeiras das empresas. Este modelo proporciona informações úteis aos *stakeholders* das empresas para que estes possam averiguar a fiabilidade das demonstrações financeiras. O modelo foi estimado a partir de uma amostra de 74 empresas americanas no período de 1982 a 1992 que manipularam os seus relatórios financeiros e foram descobertas publicamente pelos meios de comunicação. Foram identificadas as características distintivas entre as empresas manipuladoras e as não manipuladoras por forma a estimar o modelo para a deteção de manipulação de resultados. Este modelo é composto por oito variáveis e pode ser usado como uma ferramenta de classificação de empresas manipuladoras e não manipuladoras. As variáveis que compõem o modelo são: o índice de recebimento das vendas em dias, índice de margem bruta, índice de qualidade de ativos, índice de crescimento de vendas, índice de depreciação, índice de vendas gerais e despesas administrativas, índice de alavancagem e total dos *accruals* para ativos totais. Neste estudo evidenciou-se que a probabilidade de manipulação aumenta com os seguintes fatores: o aumento incomum dos valores a receber, a diminuição das margens brutas, a qualidade de ativos decadentes, o crescimento de vendas e o aumento dos *accruals*.

Beneish e Nichols (2005) analisaram a relação entre a probabilidade de manipulação, e os lucros futuros das empresas. Os autores utilizaram uma amostra de 20 empresas que tinham sido anteriormente classificadas como fraudulentas no período de 1994 a 2003, contudo só foi

possível analisar 17 delas, uma vez que o modelo não é adequado para as empresas do setor financeiro. O método utilizado foi o modelo de Beneish (1999). Neste estudo foi possível concluir que as empresas que têm uma alta probabilidade de manipulação de resultados obtêm resultados menores no futuro. Das 17 fraudes ocorridas, o modelo conseguiu detetar 12, antes de estas se tornarem públicas.

Moreira (2006) efetuou um estudo para averiguar se as pequenas empresas privadas têm incentivos para praticar manipulação de resultados e em segundo lugar, determinar se as necessidades de financiamento das empresas são um dos incentivos. As empresas estudadas foram as pequenas empresas privadas portuguesas incluídas no banco de dados do Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI) no período de 1998 a 2004. A metodologia utilizada é a gráfica, proposta por Burgstahler e Dichev (1997), que se baseia num histograma-distribuição com as frequências de empresas/ano por intervalo, da variável “resultados deflacionados”, construído sob o pressuposto de que na ausência de manipulação não se observam variações na distribuição da variável.

O autor concluiu que empresas com elevadas necessidades de financiamento tendem a manipular os seus rendimentos para níveis mais altos e que o incentivo fiscal motiva as empresas na adoção de diminuição dos rendimentos, com a finalidade de reduzir o imposto a pagar.

Mendes e Rodrigues (2006) estudaram se as opções adotadas em matéria de políticas contabilísticas se traduzem em comportamentos de alisamento de resultados e identificaram possíveis motivações e características empresariais que justifiquem a adoção de um comportamento de alisamento de resultados. Foi estudada uma amostra de 40 empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da *Euronext Lisbon*, no período de 1995 a 1999. O método utilizado é o método dos coeficientes de variação desenvolvido por Eckel (1981) que consiste no cálculo dos coeficientes de variação, entre o lucros e as vendas. Este método identifica apenas o alisamento artificial, ou seja, o que é causado pelo gestor através das escolhas contabilísticas.

Os resultados obtidos neste estudo confirmam que as empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa desenvolvem ativamente práticas de alisamento contabilístico dos resultados e que a proporção de juros suportados, a estrutura de propriedade (empresas controladas por

gestores ou pelos proprietários) e o sector de atividade em que as empresas operam (existem sectores de atividades que apresentam uma alta probabilidade de manipulação de resultados) são os fatores que mais contribuem para explicar este comportamento.

Oliveira (2008) realizou um estudo que pretendia investigar se os gestores das empresas portuguesas em dificuldades financeiras optam por soluções contabilísticas com o objetivo de aumentar os resultados reportados nos exercícios anteriores à entrada do processo em tribunal. Foi também verificado, se no ano anterior ao processo em tribunal, os efeitos da manipulação de resultados tendiam a reverter. A amostra é constituída por 22 empresas com processos apresentados em tribunal no período de 2000 a 2005 e que enfrentaram dificuldades financeiras nos três exercícios anteriores. O método utilizado analisa variáveis e rácios contabilísticos que indiciem a presença de manipulação, como por exemplo, a variação no tempo dos cash flows e dos *accruals*, a evolução das rubricas de amortizações e provisões do exercício, entre outros. O modelo distribucional de Burgstahler e Dichev (1997) consistiu na elaboração de histogramas de distribuição e da variância dos resultados líquidos entre empresas com o objetivo de verificar se a distribuição das frequências dos resultados líquidos, e das suas variações, é significativamente diferente entre as duas subamostras e para detetar o período em que essas diferenças são mais significativas. A amostra de controlo é constituída por empresas cuja principal diferenciação, face à amostra principal, reside no facto de não se encontrarem em dificuldades financeiras. Neste estudo foram encontradas evidências de que os gestores das empresas com dificuldades financeiras tendem a manipular os resultados dois exercícios antes da entrada do processo em tribunal.

Rodrigues (2009) teve como objetivo perceber qual o tipo de gestão de resultados seguida pelas empresas cotadas portuguesas durante o período de 2002 a 2007, e se algumas práticas do Governo das Sociedades, como a independência dos membros do conselho de administração e a existência de comissões de auditoria interna, bem como a estrutura organizativa, a estrutura institucional, a dimensão da organização e a auditoria externa, têm ou não influência na rentabilidade futura da empresa. Para tal foram analisadas 35 empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, no período de 2002 a 2007 e foi utilizado um modelo de regressão linear múltipla com as variáveis descritas anteriormente. Após a realização dos testes, concluiu-se que as empresas portuguesas cotadas analisadas seguem uma gestão de resultados oportunista, ou seja maximizam os seus resultados.

As empresas de maior dimensão, as que incluem um departamento de auditoria interna e as que recorrem às grandes empresas de auditoria, tendem a apresentar uma maior rentabilidade futura.

Este estudo mostra que não existe qualquer tipo de relação entre a estrutura organizativa (empresa familiar ou não familiar), a presença de investidores institucionais nas empresas, e a presença de administrações independentes na comissão executiva, com a rentabilidade futura da empresa e o tipo de gestão de resultados.

Barroso (2009) efetuou um estudo com o objetivo de testar a existência de uma relação positiva entre os resultados pré-manipulação das empresas e o uso das depreciações, por via das aquisições de novos ativos, para reduzir a matéria coletável e o imposto sobre o rendimento. Esta investigação pretende estudar as empresas portuguesas, pelo que os dados foram recolhidos do SABI e o período de análise foi de 1997 a 2005. A metodologia adotada, inicialmente, estima através de um modelo de *accruals* as variações discricionárias de aquisições de ativos fixos tangíveis, utilizadas como indicadores da manipulação dos resultados. Posteriormente, é estimado um modelo para testar a relação a variação das aquisições de ativos imobilizados e os resultados pré-manipulação para o caso do regime de amortizações (duodécimos/quotas anuais) e para a dimensão da empresa (sociedades por quotas/sociedades anónimas). Com a presente investigação foi possível concluir que as empresas, sobretudo as de menor dimensão e que usam um regime de depreciações baseado em quotas anuais, tendem a usar as aquisições discricionárias de ativos imobilizados para manipularem os resultados no sentido descendente, por via das amortizações.

Pereira (2009) teve como objetivo investigar se os gestores das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* realizavam escolhas contabilísticas que permitem divulgar resultados diferentes dos obtidos na realidade. Foi testado o comportamento de *accruals*, através do desenvolvimento de modelos de regressão aplicados a elementos contabilísticos e a rácios extraídos das contas divulgadas pelas empresas dos exercícios de 2002 a 2004. Neste estudo não foram encontrados indícios de manipulação de resultados no período em análise.

Roxas (2011) desenvolveu uma pesquisa com o objetivo de comparar a eficácia de dois procedimentos analíticos na deteção de manipulação de resultados, a lei de Benford (Análise digital que determina a probabilidade de ocorrência de certos dígitos) e o modelo de Beneish

(1999), sendo que neste último são analisadas as duas versões existentes, o modelo com 8 variáveis e o modelo de 5 variáveis. Neste estudo foram analisadas as 116 empresas que estavam identificadas como manipuladoras de resultados pela *Accounting and Auditing Enforcement Releases* no período de 13 de dezembro de 1999 a 17 de junho de 2008 (números AAER 1213 a 2839). Nenhum dos procedimentos analíticos identificou todas as empresas manipuladoras como sendo efetivamente manipuladoras de resultados. Contudo estas duas ferramentas analíticas são aplicáveis, fáceis de usar e interpretar, sendo que identificam rapidamente as empresas manipuladoras.

O modelo de Beneish de 5 variáveis classificou corretamente mais empresas do que o modelo com 8 variáveis e do que as variáveis individuais, sendo que as variáveis individuais presentes no modelo oferecem um ponto de partida valioso para determinar a natureza da manipulação de resultados. A lei de Benford deve ser alvo de um estudo mais profundo para verificar se é um detetor eficaz de manipulação de resultados.

Santos (2012) realizou um estudo com o objetivo de identificar empresas que, segundo o modelo de Beneish, provavelmente praticam manipulação de resultados e que colocam em dúvida a fiabilidade dos seus resultados. Este estudo aplica o modelo desenvolvido por Beneish (1999) às empresas brasileiras e testa se o modelo é eficaz na análise de empresas brasileiras fraudulentas. Os dados foram recolhidos da Economática no período de 2001 a 2011. Pode-se concluir que a reprodução do modelo de Beneish para o Brasil apresentou um resultado similar ao original americano. Uma vez que os resultados mostram que das 13 empresas classificadas como possíveis manipuladoras, o modelo conseguiu detetar 6 delas antes ou no mesmo ano da retificação do balanço. Em média, 14% das empresas analisadas têm alta probabilidade de praticar manipulação de resultados, conforme o modelo de Beneish e deviam ser evitadas por investidores. Esse resultado é praticamente igual ao que Beneish encontrou no seu estudo efetuado a empresas americanas.

António (2012) realizou um estudo empírico que tem em conta uma única empresa: o Grupo Portucel -Soporcel, ao longo do período de 2002 – 2011 e teve como objetivos, primeiro determinar se a empresa desenvolve práticas de alisamento contabilístico através do cálculo do índice de alisamento de resultados e, caso se confirme esta prática, identificar os fatores explicativos de determinado comportamento; como segundo objetivo procura investigar qual o nível da divulgação voluntária da informação. Com o intuito de aferir se a empresa Portucel-

Soporcel envereda por um comportamento de alisamento de resultados, foram calculados dois índices de alisamento de resultados. Um dos índices baseou-se no estudo de Eckel (1981) que consiste no cálculo do quociente dos coeficientes de variação, entre o lucro e as vendas e o outro índice baseou-se no estudo de Eckel (1981) com as alterações propostas por Iñiguez e Poveda (2004). Esta metodologia consiste na divisão entre o coeficiente de variação das oscilações no resultado antes de impostos e o coeficiente de variação das oscilações no resultado liberto de discricionariedade contabilística. Assim, foi possível concluir que o Grupo Portucel – Soporcel para o período em análise, não alisa os seus resultados contabilísticos e face à divulgação voluntária da informação constatou-se uma crescente evolução no seu índice de divulgação global de ano para ano.

Fernandes (2012) desenvolveu um estudo com o objetivo de verificar quais os fatores suscetíveis de manipulação dos resultados, com base numa amostra constituída por 264 empresas portuguesas nos anos de 2007 a 2009. Para a realização deste objetivo, foram estimados e analisados alguns modelos: o modelo de Jones, o modelo de Jones alterado e, dois modelos ensaiados com novas variáveis, ativo total e existências, que se pensa serem explicativas. Dos quatro modelos testados, as variáveis significativas para a manipulação dos resultados, são: variação dos rendimentos, ativos fixos tangíveis, variação dos rendimentos menos variação dos recebimentos líquidos, ativo total e variação das existências. No entanto este resultado não é confirmado ao longo de todos os anos da amostra. Apenas duas variáveis, a variação dos rendimentos e o ativo total, se revelam estatisticamente significativas nos 4 anos da amostra.

Grilo (2014) desenvolveu um estudo que pretende analisar o impacto que a crise na Europa teve sobre a qualidade da informação contabilística, reportada pelas empresas cotadas dos países da União Europeia mais afetados pela crise (Portugal, Espanha, Itália e Grécia). Para tal, foi selecionada uma amostra de 151 empresas para o período de 2005 a 2012. Nesta análise foi utilizado o modelo do preço definido para testar se o valor relevante da informação contabilística sofreu alterações com a crise financeira, e o modelo dos *accruals* discricionários de Jones modificado para testar se a manipulação de resultados é maior no período pré-crise do que após a crise.

Os resultados obtidos indicam que, após a crise, a informação contabilística é menos relevante e os gestores manipulam menos os resultados da empresa. O facto de os gestores

manipularem menos os resultados sugere que a crise teve um impacto positivo na qualidade da informação contabilística.

O estudo de Silva (2014) tem como objetivos distinguir as instituições financeiras alisadoras de resultados das não alisadoras com base no modelo dos coeficientes de variação de Eckel (1981), testar empiricamente se as instituições financeiras utilizam as imparidades para créditos de cobrança duvidosa para alisar os resultados e averiguar se o impacto da crise financeira influencia as provisões para créditos de cobrança duvidosa. As empresas estudadas foram as instituições financeiras cotadas na *Euronext* de Lisboa ao longo do período 1992 a 2011.

Os resultados das estimações empíricas indicam que se verifica a hipótese de alisamento de resultados e conclui-se que a relação entre o impacto da crise financeira e as imparidades para créditos de cobrança duvidosa é positiva e estatisticamente muito significativa.

O estudo de Herawati (2015) tem como objetivo analisar a capacidade que o modelo M-score de Beneish (1999) na deteção de fraude financeira. Foram analisadas 35 empresas que cometeram fraude de acordo com a Capital Market Supervisory Agency ou a Services Authority Finance no período de 2001 a 2014. Para tal é calculado um modelo de regressão logística que permite testar se as variáveis presentes no modelo M-score detetam as práticas de fraude financeira, sendo que o modelo é descrito como:

$$\text{FRAUD} = \beta_0 + \beta_1\text{DSRI} + \beta_2\text{GMI} + \beta_3\text{AQI} + \beta_4\text{SGI} + \beta_5\text{DEPI} + \beta_6\text{SGAI} + \beta_7\text{TATA} + \beta_8\text{LVGI} + \epsilon_i$$

Onde,

FRAUD= 1 para empresas que cometeram fraude e 0 para empresas que não cometeram fraude;

ϵ_i = valo residual

Os resultados mostraram que o modelo global de Beneish (1999) foi capaz de detetar as práticas de fraude financeira cometidas pelas empresas. Conclui-se ainda que o índice de vendas, o índice da qualidade de ativos e o índice de alavancagem não são estatisticamente relevantes para a deteção de fraudes financeiras.

O estudo de Ung, Brahmana e Pua (2015) utiliza o modelo M-Score de cinco variáveis para determinar se as empresas cotadas da Malásia no período de 2008 a 2013 realizam escolhas contabilísticas para reduzir os seus gastos e assim manipular os seus resultados. O estudo analisou uma amostra de 237 empresas cotadas. Neste estudo foi possível concluir que existe uma forte reação entre a diminuição dos gastos das empresas e a manipulação de resultados.

Oliveira (2015) analisou a existência de relação entre a manipulação de resultados e a qualidade da auditoria, baseado no estudo do comportamento de determinados *accruals* nas empresas portuguesas não cotadas.

O modelo empírico deste estudo consiste numa regressão linear múltipla, com o objetivo de explicar a relação entre a variável *accruals* discricionários e variáveis das quatro maiores empresas de auditoria do mundo: a dimensão da empresa, o endividamento, o volume de negócios e a rentabilidade. Este estudo incidiu sobre 4723 empresas portuguesas não cotadas, a amostra usada foi baseada na base de dados SABI, para um período de análise entre 2011 a 2013.

Os resultados encontrados sugerem que existe relação entre a qualidade da auditoria e a manipulação dos resultados concluindo que as empresas auditadas pelas quatro maiores empresas de auditoria do mundo estão mais propensas a apresentar menores níveis de manipulação de resultados em relação às empresas auditadas por outras empresas de auditoria. Este estudo revela ainda que, quanto maior for a dimensão das empresas não cotadas, maior será a prática de gestão de resultados com vista ao incremento dos resultados. Por outro lado, na presença de lucros baixos, estas empresas evidenciam uma menor tendência para a prática de gestão de resultados, contudo quando esta prática se observa é, também, no sentido de incremento dos resultados.

Vladu, Amat e Cuzdriorean (2016) desenvolveram um estudo que utiliza o modelo de Beneish (1999) e duas metodologias estatísticas diferentes: a análise linear discriminante e o modelo de escolha binária com o objetivo de distinguir as empresas manipuladoras de empresas não manipuladoras. É ainda estudada a importância relativa das variáveis utilizadas no modelo de Beneish (1999). As empresas analisadas foram as empresas cotadas na Bolsa de Valores Espanhola, no período de 2005-2012 e os dados foram obtidos a partir da CNMV

(Comisión Nacional del Mercado de Valores). Neste estudo conclui-se que o modelo utilizado pode ser útil aos utilizadores da informação financeira para distinguir as empresas que manipulam a informação financeira das empresas que não manipulam. O estudo encontra ainda evidência de que a probabilidade de manipulação aumenta com o aumento anormal em contas a receber; o aumento da alavancagem e a diminuição das vendas, sendo que estas são as variáveis mais relevantes do modelo de Beneish (1999).

Anh e Linh (2016) estudaram as práticas de manipulação de resultados para as empresas vietnamitas listadas na Hochiminh (bolsa de valores do Vietnam) usando o modelo Beneish (1999). Foi utilizada uma amostra de 229 empresas vietnamitas não financeiras durante os anos de 2013 e 2014. Os resultados mostraram que 48,4% das empresas estiveram envolvidas em manipulação de resultados. O estudo sugere que o modelo M-score é uma ferramenta de deteção de práticas de manipulação de resultados e que poderia ser aplicado para melhorar a qualidade da informação financeira e é uma forma de proteção dos investidores.

Em seguida, é apresentada a Tabela 1 onde está resumida toda a informação pertinente acerca dos estudos referidos anteriormente, por ordem cronológica, onde constam os objetivos das investigações/estudos, a metodologia utilizada e os resultados e/ou conclusões que se obtiveram.

Com base na revisão de literatura optou-se pela utilização do modelo de Beneish (1999) para identificar as empresas que adotam práticas de manipulação de resultados, uma vez que é um modelo fiável, está devidamente testado noutros estudos e revela-se suficientemente credível para a discussão dos resultados. Contudo, na análise efetuada não são identificadas, à priori, empresas manipuladoras, assim o estudo é realizado com base num único grupo de empresas, cotadas em bolsa.

Tabela 1 - Tabela Resumo dos Artigos Revistos

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Beneish (1999)	É calculado um modelo para a detecção de manipulação de resultados. Este documento apresenta um modelo para distinguir os relatórios manipulados dos relatórios não manipulados.	Modelo M-SCORE com 8 variáveis: i) Índice de recebimento das vendas em dias; ii) Índice de margem bruta; iii) Índice de qualidade de ativos; iv) Índice de crescimento de vendas; v) Índice de depreciação; vi) Índice de vendas gerais e despesas administrativas; vii) Índice de alavancagem; viii) Total dos <i>accruals</i> para ativos totais.	Os resultados indicam que a probabilidade de manipulação aumenta com: -O aumento incomum dos valores a receber; -Margens brutas em queda; -Qualidade de ativos decedentes; -Crescimento de vendas; -Aumento dos <i>accruals</i> . Existe uma relação entre a manipulação de resultados e os dados das demonstrações financeiras, uma vez que os dados contábilísticos permitem a avaliação da fiabilidade da informação financeira.
Beneish e Nichols (2005)	Analisar a relação entre a probabilidade de manipulação e os lucros futuros das empresas	Foi utilizado o modelo de Beneish (1999).	Conclui-se que as empresas que têm uma alta probabilidade de manipulação de resultados obtêm ganhos menores no futuro. Das 17 fraudes ocorridas, o modelo conseguiu detetar 12, antes de estas se tornarem públicas.

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Moreira (2006)	Analisa se as pequenas empresas têm incentivos para praticar manipulação de resultados e em segundo lugar se as necessidades de financiamento das empresas são um desses incentivos.	Usa a metodologia gráfica proposta por Bursgstaher e Dichev (1997).	O incentivo fiscal motiva as empresas na adoção de diminuição dos rendimentos, com a finalidade de reduzir o imposto fiscal a pagar; Empresas com elevadas necessidades de financiamento tendem a manipular os seus rendimentos para níveis mais altos.
Mendes e Rodrigues (2006)	Avalia se as políticas contabilísticas adotadas se traduzem por um comportamento de alisamento de resultados e identifica os fatores explicativos da incidência de alisamento de resultados, no âmbito de uma amostra de empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da <i>Euronext Lisboa</i> .	Usa o método dos coeficientes de variação desenvolvido por Eckel (1981).	Os resultados obtidos neste estudo confirmam que as empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa desenvolvem ativamente práticas de alisamento contabilístico dos resultados e que a proporção de juros suportados, a estrutura de propriedade e o sector de atividade são os fatores que mais contribuem para explicar este comportamento.

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Oliveira (2008)	Investiga se os gestores das empresas portuguesas que enfrentam dificuldades financeiras optam por escolhas contabilísticas com o objetivo de divulgarem uma imagem melhor da empresa, do que a que efetivamente existe.	Análise de variáveis e rácios que indiquem práticas de manipulação de resultados. Modelo distribucional de Burgstahler e Dichev (1997) para verificar se a distribuição das frequências dos resultados líquidos, e das suas variações, é significativamente diferente entre as duas subamostras e para detetar o período em que essas diferenças são mais significativas.	Foram encontradas evidências de que os gestores das empresas com dificuldades financeiras tendem a manipular os resultados dois exercícios antes da entrada do processo em tribunal.
Rodrigues (2009)	Perceber qual o tipo de gestão de resultados seguida pelas empresas cotadas portuguesas durante o período de 2002 a 2007, e se algumas práticas de Governo das Sociedades têm ou não influência na rentabilidade futura da empresa.	Modelo de regressão linear múltipla	<p>As empresas portuguesas cotadas seguem uma gestão de resultados oportunista, ou seja maximizam os seus resultados. A dimensão das empresas, a existência de comissões de auditoria e a auditoria externa são significativamente relevantes para explicar a rentabilidade futura.</p> <p>Neste mesmo estudo não se verificou qualquer evidência entre a estrutura organizativa, empresa familiar ou não familiar, a presença de investidores institucionais nas empresas, e a presença de administrações independentes na comissão executiva, e a rentabilidade futura da empresa e o tipo de gestão de resultados.</p>

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Barroso (2009)	<p>Testar para o caso português a existência de uma relação positiva entre os resultados pré-manipulação das empresas e o uso das amortizações, por via das aquisições de novos ativos, para reduzir a matéria coletável e o imposto sobre o rendimento.</p>	<p>- Modelo econométrico, com raízes nos tradicionais modelos de <i>accruals</i>, que estima as variações discricionárias de aquisições de ativos imobilizados, utilizadas como indicadores da manipulação de resultados.</p> <p>- Modelo estimado que testa a relação entre essa variação e os resultados pré-manipulação.</p>	<p>As empresas, sobretudo as de menor dimensão e que usam um regime de amortizações baseado em quotas anuais, tendem a usar as aquisições discricionárias de ativos imobilizados para manipularem os resultados no sentido descendente, por via das amortizações e do impacto que têm sobre a matéria coletável.</p>
Pereira (2009)	<p>Investigar se os gestores das empresas cotadas na <i>Euronext</i> Lisboa realizavam escolhas contabilísticas que permitem divulgar resultados diferentes dos obtidos na realidade.</p>	<p>Foi testado o comportamento de <i>accruals</i>, através do desenvolvimento de modelos de regressão aplicados a elementos contabilísticos e a rácios extraídos das contas divulgadas pelas empresas</p>	<p>Neste estudo não foram encontrados indícios de manipulação de resultados no período em análise.</p>
Roxas (2011)	<p>Comparar a eficácia de dois procedimentos analíticos na deteção de manipulação de resultados, a lei de Benford e o modelo de Beneish (1999), sendo que neste último são analisadas as duas versões existentes, o modelo com 8 variáveis e o modelo de 5 variáveis.</p>	<p>Modelo M-Score de Beneish (1999) de 5 e 8 variáveis e a lei de Benford</p>	<p>Ambos os procedimentos analíticos não identificaram todas as empresas manipuladoras como sendo manipuladoras de resultados.</p> <p>O modelo de Beneish de 5 variáveis classificou corretamente mais empresas do que o modelo com 8 variáveis e do que as variáveis individuais, sendo que as variáveis individuais presentes no modelo oferecem um ponto de partida valioso para determinar a natureza da manipulação de resultados. A lei de Benford deve ser alvo de um estudo mais profundo para verificar se é um detetor eficaz de manipulação de resultados.</p>

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Santos (2012)	Investigar se as empresas brasileiras manipulam os seus resultados e se o modelo desenvolvido por Beneish (1999) é adequado para o caso brasileiro.	Modelo de Beneish M- Score (1999).	Os resultados indicam que o modelo é adequado ao caso brasileiro, uma vez que os resultados são similares aos obtidos por Beneish (1999)
António (2012)	Determinar se o Grupo Portucel - Soporcel desenvolve práticas de alisamento contabilístico e investigar qual o nível da divulgação voluntária da informação da empresa.	Cálculo de dois indicadores de manipulação de resultados, um baseado no trabalho de Eckel (1981) e o outro no trabalho de Iñiguez e Poveda (2004).	Concluiu-se que o Grupo Portucel – Soporcel para o período em análise, não alisa os seus resultados contabilísticos e face à divulgação voluntária da informação constatou-se uma crescente evolução no seu índice de divulgação global de ano para ano.
Fernandes (2012)	Verificar quais os fatores suscetíveis de manipulação dos resultados, com base numa amostra constituída por 264 empresas portuguesas nos anos de 2007 a 2009.	Modelo de Jones, o modelo de Jones alterado e, dois modelos ensaiados, com novas variáveis, ativo total e existências, que se pensa serem explicativas.	Todas as variáveis testadas nos modelos são estatisticamente significativas, no entanto nem sempre ao longo de todos os anos da amostra. Apenas duas variáveis, a variação dos proveitos e o ativo total, se revelam estatisticamente significativas nos 4 anos da amostra.

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Silva (2014)	Identificar as instituições alisadoras das não alisadoras de resultados e testar empiricamente se as instituições financeiras utilizam as provisões para créditos de cobrança duvidosa para alisar os resultados e averiguar se o impacto da crise financeira influencia as provisões para créditos de cobrança duvidosa.	Modelo dos coeficientes de variação de Eckel (1981).	Verifica a hipótese de alisamento de resultados e conclui-se que a relação entre o impacto da crise financeira e as provisões para créditos de cobrança duvidosa é positiva e estaticamente muito significativa.
Herawati (2015)	Analisar a capacidade que o modelo M-score de Beneish (1999) têm na deteção de fraude financeira.	Modelo de regressão logística descrito como: $\text{FRAUD} = \beta_0 + \beta_1\text{DSRI} + \beta_2\text{GMI} + \beta_3\text{AQI} + \beta_4\text{SGI} + \beta_5\text{DEPI} + \beta_6\text{SGAI} + \beta_7\text{TATA} + \beta_8\text{LVGI} + \epsilon_i$ Onde, FRAUD= 1 para empresas que comentarem fraude e 0 para empresas que não cometeram fraude; ϵ_i = valo residual	Os resultados mostraram que o modelo global de Beneish (1999) foi capaz de detetar as práticas de fraude financeira cometidas pelas empresas. Conclui-se ainda que o índice de vendas, o índice da qualidade de ativos e o índice de alavancagem não são estatisticamente relevantes para a deteção de fraudes financeiras.
Oliveira (2015)	Analisar a relação entre a variável <i>accruals</i> discricionários e as variáveis das quatro maiores empresas de auditoria do mundo, a dimensão da empresa, o endividamento, o volume de negócios e a rendibilidade.	O modelo de regressão linear múltipla.	Os resultados encontrados sugerem que existe relação entre a qualidade da auditoria e a manipulação dos resultados concluindo que as empresas auditadas pelas quatro maiores empresas de auditoria do mundo estão mais propensas a apresentar menores níveis de manipulação de resultados em relação às empresas auditadas por outras empresas de auditoria. Quanto maior for a dimensão das empresas não cotadas, maior será a prática de gestão de resultados com vista ao incremento destes.

Autor(es)	Objetivo da investigação/estudo	Metodologia utilizada	Resultados/Conclusões
Ung, Brahmana e Puah (2015)	Determinar se as empresas cotadas da Malásia no período de 2008 a 2013 realizam escolhas contabilísticas para reduzir os seus gastos e assim manipular os seus resultados. O estudo analisou uma amostra de 237 empresas cotadas.	Modelo M-Score de cinco variáveis	Neste estudo foi possível concluir que existe uma forte relação entre a diminuição dos gastos das empresas e a manipulação de resultados.
Vladu, Amat e Cuzdriorean (2016)	Distinguir as empresas manipuladoras de empresas não manipuladoras. Analisar a importância relativa dos rácios utilizados.	Modelo de Beneish (1999) e duas metodologias estatísticas diferentes: a análise linear discriminante e o modelo binário.	O modelo utilizado permite distinguir as empresas manipuladoras de empresas não manipuladoras. A probabilidade de manipulação aumenta com: o aumento incomum em contas a receber; o aumentando alavancagem e a diminuição das vendas.
Anh e Linh (2016)	Estudar as práticas de manipulação de resultados para as empresas não financeiras vietnamitas listadas na Hochiminh (HOSE) durante os anos de 2013 e 2014	Modelo Beneish M-score (1999) .	Os resultados mostraram que 48,4% das empresas listadas no HOSE estiveram envolvidas em manipulação de resultados. O estudo sugere que o modelo M-score é uma ferramenta de deteção de práticas de manipulação de resultados e que poderia ser aplicado para melhorar a qualidade da informação financeira.

Fonte: Elaboração própria

3. METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

3.1. Amostra

A presente dissertação incidirá sobre as empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa - *Euronext Lisbon*, nos anos de 2011 a 2014. A escolha destas empresas é justificada pelo facto de as empresas cotadas estarem obrigadas a prestar contas anualmente e a divulgarem os seus relatórios e contas, o que facilita a obtenção dos dados necessários para a análise. No entanto, foram excluídas algumas empresas pelos motivos que se apresentam em seguida:

- As empresas financeiras, dado que estão sujeitas a um normativo específico;
- As empresas desportivas, pelo facto de fazerem o seu relato de contas num período temporal distinto do das restantes empresas;
- As empresas que não estiveram cotadas durante quatro anos consecutivos;
- As empresas que não apresentavam nos relatórios a informação necessária.

O período de análise de dados escolhido foi de 2011 a 2014 pelo facto de a maioria das empresas apenas disponibilizarem na sua página internet os relatórios e contas a partir do ano de 2010. Sendo que para o presente estudo é necessária a informação financeira comparativa ao ano anterior para a análise do ano em causa.

Tendo como referência as 43 empresas portuguesas cotadas ininterruptamente na Bolsa de Valores de Lisboa, no período de 2011 a 2014, excluimos as empresas financeiras (Banco Comercial Português, Banco Espírito Santo, Banco BPI e o Banco Banif) e as empresas desportivas (Futebol Clube do Porto – Futebol SAD, o Sport Lisboa e Benfica-Futebol e o Sporting Clube de Portugal – Futebol). Foram ainda excluídas duas empresas por não apresentarem a toda a informação necessária para a análise (a PT Portugal, SGPS, S.A. e a

Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.). Assim, o conjunto de empresas que serão analisadas no presente trabalho será de 34 empresas, como se mostra na Tabela 2.

Tabela 2 – Amostra

Empresas/Grupos ¹	2011	2012	2013	2014
Cotadas a 31/12	46	45	45	46
(-) Financeiras	(-4)	(-4)	(-4)	(-4)
(-) Desportivas	(-3)	(-3)	(-3)	(-3)
(-) Informação indisponível	(-1)	(-1)	(-1)	(-1)
(-) Não cotadas em todos os anos	(-4)	(-3)	(-3)	(-4)
Total	34	34	34	34

Fonte: Elaboração própria

A informação acerca das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa em cada ano foi retirada do boletim de cotações da *Euronext Lisbon*. As empresas analisadas na presente dissertação estão identificadas no Anexo 1.

A informação necessária para a aplicação do modelo foi retirada dos relatórios e contas consolidados, disponível na página de internet de cada uma das empresas. Nos relatórios e contas foram analisadas as seguintes demonstrações financeiras: demonstração de resultados, balanço, demonstração de fluxos de caixas e anexo para a obtenção dos dados necessários para o cálculo das variáveis presentes no modelo em estudo. No Anexo 2 apresentam-se os dados utilizados para o cálculo de cada uma das variáveis do modelo.

¹Os valores utilizados para o cálculo do modelo foram retirados das demonstrações financeiras consolidadas, pelo que a análise é feita aos resultados obtidos pelo grupo.

3.2. Metodologia

A metodologia utilizada permite distinguir num conjunto de empresas, quais as que manipulam a sua informação financeira ou estão mais predispostas à manipulação de resultados, das que não manipulam, através do modelo desenvolvido por Beneish (1999).

A escolha do modelo M-Score de Beneish prende-se com o facto de este modelo ser de fácil interpretação e os resultados obtidos pelo mesmo são alcançados através variáveis que por si só, quando interpretadas separadamente, indicam as causas/motivos prováveis para a manipulação de resultados.

O modelo desenvolvido por Beneish é o modelo M-Score que originalmente era composto por 8 variáveis. Este modelo é um modelo matemático que utiliza os dados fornecidos pelas informações financeiras divulgadas pelas empresas para o cálculo de rácios financeiros que permitem detetar práticas de manipulação de resultados.

O modelo M-Score de Beneish com oito variáveis é apresentado a seguir:

$$\text{M - Score} = -4,84 + 0,920 * \text{DSRI} + 0,528 * \text{GMI} + 0,404 * \text{AQI} + 0,892 * \text{SGI} + 0,115 * \text{DEPI} - 0,172 * \text{SGAI} - 0,327 * \text{LVGI} + 4,679 * \text{ACCRUALS} \quad (1)$$

Em seguida são descritas cada uma das oito variáveis que compõem o modelo.

1- *Days Sales in Receivables Index* – Índice do prazo médio de recebimento (DSRI)

$$\text{DSRI} = \frac{\text{Contas a receber } t / \text{Vendas } t}{\text{Contas a receber } t - 1 / \text{Vendas } t - 1} \quad (2)$$

Esta variável mede a relação entre as contas a receber e as vendas no ano t, onde a manipulação seria descoberta, e o ano t-1. Um valor para o DSRI superior a 1.0, significa que a percentagem de contas a receber de vendas é maior no ano t quando comparado com o ano anterior (t-1). É de esperar que exista um certo equilíbrio entre um ano e o outro, mas caso

ocorra, por exemplo, um aumento desproporcional das contas a receber relativas às vendas, isso tende a indicar uma possível inflação das receitas da empresa a menos que exista uma explicação clara nos relatórios e contas das empresas que explique a diferença encontrada.

O aumento de contas a receber de clientes, em relação às vendas pode também ser o resultado de uma mudança na política de crédito da empresa para estimular as vendas, no entanto um aumento muito acentuado, indica que existe mais probabilidade de inflação de receitas. As alterações nas políticas contabilísticas das empresas devem estar devidamente justificadas nos seus relatórios e contas.

2- *Gross Margin Index* – Índice de Margem bruta (GMI)

$$\text{GMI} = \frac{\text{Margem bruta } t - 1}{\text{Margem bruta } t} \quad (3)$$

O GMI é a razão entre a margem bruta do ano t-1 com a do ano t. Quando o GMI é superior a 1.0 estamos perante uma diminuição da margem bruta relativamente ao período em análise. Lev e Thiagarajan (1993) apontam que a deterioração da margem bruta indica uma perspectiva negativa para o futuro da empresa. Empresas com resultados piores, estão mais propensas à prática de manipulação de resultados. O tipo de manipulação que esta variável pretende detetar é feita no sentido ascendente, ou seja, com vista a obtenção de melhores resultados, neste caso em particular, com vista ao aumento da margem bruta.

3-*Asset Quality Index* – Índice da qualidade dos ativos (AQI)

$$\text{AQI} = \frac{1 - [(\text{Ativo circulante } t + \text{ativos fixos tangíveis } t) / \text{Ativo total } t]}{1 - [(\text{Ativo circulante } t - 1 + \text{ativos fixos tangíveis } t - 1) / \text{Ativo total } t - 1]} \quad (4)$$

A variável AQI mede a razão dos ativos da empresa no ano t comparativamente com o ano t-1.

Esta variável permite capturar distorções nos ativos, ou seja esta variável pretende identificar os casos em que o valor dos ativos tenha sido sobrevalorizado. Um exemplo desta prática prende-se com o facto de determinadas despesas serem consideradas como ativos

intangíveis, como é exemplo, os gastos com atividades de formação, publicidade, promoção, entre outros. Em certos casos os gestores das empresas consideram gastos como ativos para aumentar o valor do ativo e por consequência o valor da própria empresa. A classificação dos ativos intangíveis deve ser realizada de acordo com a norma contábilística e de relato financeiro (NCRF) 6 – ativos intangíveis. Por sua vez, nesta dissertação são utilizadas as contas consolidadas na aplicação do modelo que se regem pela *International Financial Reporting Standards* (IFRS) 38.

Uma razão maior que 1, aumenta a probabilidade de uma possível fraude, pois existe um maior risco quanto à realização desses ativos.

Segundo o estudo desenvolvido por Beneish (1999) as empresas consideradas como manipuladoras realizam poucas aquisições de ativos.

4-Sales Growth Index – Índice de crescimento das vendas (SGI)

$$\text{SGI} = \frac{\text{Vendas } t}{\text{Vendas } t - 1} \quad (5)$$

O SGI reflete o crescimento das vendas entre os anos t e t-1. Um SGI superior a 1.0 indica que houve um crescimento positivo das vendas, enquanto, um SGI inferior indica um crescimento negativo das mesmas.

O crescimento das vendas não implica necessariamente a prática de manipulação de resultados, contudo, empresas com elevado crescimento de vendas têm maior probabilidade de cometer manipulação de resultados. Isso deve-se ao fato de a sua posição financeira e a sua necessidade de financiamento criarem pressão sobre os gestores para que estes consigam alcançar melhores resultados.

A descida do valor das vendas da empresa é considerada como um indicador negativo das perspectivas futuras da empresa.

Por exemplo Beneish (1999) afirma que quando os preços das ações de uma empresa com forte crescimento de vendas caem, os seus gestores tendem a manipular os resultados para que as ações voltem aos antigos valores e a empresa continue a valorizar.

5- Depreciation Index – Índice de Depreciação (DEPI)

$$DEPI = \frac{\text{Depreciação } t - 1 / (\text{Depreciação } t - 1 + \text{Ativo fixo tangível } t - 1)}{\text{Depreciação } t / (\text{Depreciação } t + \text{Ativo fixo tangível } t)} \quad (6)$$

O DEPI é a relação entre depreciação do ano t-1 com a do ano t. Um DEPI superior a 1.0 indica uma diminuição do valor da depreciação. Essa diminuição pode dever-se ao facto de a empresa aumentar o tempo de vida útil do ativo, ou por outro lado, fazer uma alteração no método de cálculo das depreciações, facto que aponta para o aumento de hipóteses de manipulação de resultados, uma vez que as alterações no valor das depreciações implicam uma alteração no valor da empresa.

É de esperar que o valor das depreciações seja similar entre os anos em análise, o que indica que não estão a ocorrer alterações na vida útil dos ativos nem nos seus métodos de cálculo das depreciações. No caso de alteração da vida útil dos ativos ou do método de depreciação utilizado as empresas devem justificar essas alterações nos seus relatórios e contas.

6- Sales General and Administrative Expenses Index – Índice dos gastos com as vendas e gastos administrativos (SGAI)

$$SGAI = \frac{\text{Gastos com vendas e administrativos } t / \text{Vendas } t}{\text{Gastos com vendas e administrativos } t - 1 / \text{Vendas } t - 1} \quad (7)$$

Esta variável tenta captar possíveis distorções nas vendas do ano t para o ano t-1, relativamente aos gastos contraídos com as mesmas. É de esperar que os gastos com as

vendas e os gastos administrativos se mantenham mais ou menos constantes de um ano para o ano, se o valor das vendas também se mantiver constante.

Uma diminuição dos gastos com as vendas pode ser um indicador de manipulação de resultados através da melhoria artificial do valor da empresa (Lev e Thiagarajan, 1993). Um SGAI elevado pode indiciar uma forte possibilidade de manipulação de resultados.

7- Leverage Index – Índice de alavancagem (LVGI)

$$\text{LVGI} = \frac{\text{Passivo } t - \text{Ativo } t}{\text{Passivo } t - 1 - \text{Ativo } t - 1} \quad (8)$$

O LVGI mede a relação entre a proporção do passivo e do ativo do ano t com os do ano t-1. Um LVGI superior a 1.0 indica que há um aumento da alavancagem da empresa. Este índice mede as possíveis mudanças na política de endividamento da empresa que possam facilitar a manipulação de resultados. O índice está relacionado também com a possibilidade de a empresa não estar a cumprir com as suas obrigações.

8- Accruals to Total Assets – resultados em relação aos ativos (ACCRUALS)

$$\text{ACCRUALS} = \frac{(\text{Resultado líquido } t - \text{fluxo de caixa operacional } t) / \text{Ativo total } t}{(\text{Resultado líquido } t - 1 - \text{fluxo de caixa operacional } t - 1) / \text{Ativo total } t - 1} \quad (9)$$

O objetivo da variável é identificar casos em que o resultado líquido não é suportado pelo fluxo de caixa gerado nas operações em relação aos ativos da empresa, ou seja este índice pretende medir se o resultado líquido do período é suportado pelo fluxo de caixa. Desta forma, um acréscimo elevado deste índice está associado à prática de manipulação de resultados.

No entanto Beneish (1999) considera que algumas variáveis são pouco relevantes para a deteção de manipulação de resultados. Assim sendo, no presente trabalho optamos por considerar o modelo apenas com cinco variáveis, sendo que foram excluídas três: SGAI, LVGI e

ACCRUALS, por serem consideradas pouco relevantes ou que podem fornecer erros na classificação de empresas como manipuladoras ou como não manipuladoras. Este modelo mais simplificado é também utilizado e descrito nos estudos de Ung, Brahmana e Puah (2015) e Roxas (2011).

No modelo com 5 variáveis estão presentes as variáveis DSRI, GMI, AQI, SGI e DEPI. A fórmula de cálculo do M-SCORE também sofre alterações e é descrita como:

$$\mathbf{M - SCORE = -6.065 + 0.823 DSRI + 0.906 GMI + 0.593 AQI + 0.717 SGI + 0.107 DEPI} \quad (10)$$

O valor do M-score obtido para cada uma das empresas é determinado com base no valor determinado para cada uma das cinco variáveis que compõem o modelo. Um M-Score superior a -2,22 indica que a empresa apresenta uma alta probabilidade de manipulação de resultados ou que a empresa é suscetível de ser manipuladora de resultados. Um M-Score inferior a -2,22 indica que a empresa não será manipuladora.

Posteriormente, será efetuada uma análise aos relatórios de auditoria das empresas consideradas pelo modelo ou pelas variáveis que o compõem como manipuladoras, de forma a determinar se estes indicam ou fazem prever a existência de práticas de manipulação de resultados, nomeadamente através da existência de ênfases e/ou reservas, que contribuam para um melhor entendimento dos motivos que levaram a classificação das empresas como manipuladoras.

4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Neste ponto são apresentados e analisados os resultados obtidos por empresa em cada uma das variáveis que compõem o modelo. Posteriormente, é apresentado e analisado o M-Score obtido para cada uma das empresas, no respetivo ano. Nos casos em que as empresas são classificadas pelo modelo e pelas variáveis que o compõem como manipuladoras, é feita uma análise aos seus relatórios e contas com o objetivo de encontrar explicações para os factos ocorridos que levaram a essa classificação.

Tabela 3 – Resultados do Índice do Prazo Médio de Recebimentos

Empresas	DSRI – Índice do Prazo Médio de Recebimentos			
	2011	2012	2013	2014
Altri	0,9	0,9	1,1	0,9
Cimpor	1,0	1,4	0,6	1,0
Cofina	1,0	1,1	0,9	1,0
Compta	0,9	0,8	1,0	0,9
Corticeira Amorim	1,1	1,0	1,0	1,0
Edp	1,0	0,9	1,0	1,0
Estoril Sol	1,0	1,0	1,0	1,0
F. Ramada	1,0	1,0	1,0	1,0
Galp Energia	1,0	1,1	1,0	1,1
Glintt	1,1	0,9	1,1	1,0
Ibersol	1,0	1,0	1,0	1,0
Imobiliária Grão Pará	1,1	0,7	0,3	0,3
Impresa	1,0	1,0	1,0	1,1
Inapa	1,0	1,0	1,0	1,0
Jerónimo Martins	1,0	1,0	1,0	1,0
Lisgrafica	1,1	0,9	1,1	1,0
Martifer	1,2	1,0	1,0	0,8
Media capital	1,1	1,1	1,2	0,9
Mota Engil	1,0	1,0	1,0	1,1
Novabase	0,9	1,1	0,9	0,9
Portucel	1,0	1,1	1,0	1,0
Reditus	1,2	0,9	1,1	0,9
Ren	1,5	0,9	0,9	1,2
Sag Gest	1,0	0,7	1,5	1,0
Soares da Costa	1,0	0,5	1,7	1,9
Semapa	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonae	1,0	1,0	1,1	0,9
Sonae capital	1,1	1,0	1,0	1,0
Sonae industria	1,0	1,0	1,0	1,1
Sonaecom	1,0	1,0	4,9	0,2
Sumol+Compal	1,1	1,0	1,0	1,0
Teixeira Duarte	1,3	0,8	0,9	1,1
Toyota Caetano	1,1	1,0	1,0	0,9
Vaa vista Alegre	0,9	1,0	1,0	0,9

A Tabela 3 apresenta os resultados obtidos por cada uma das empresas na variável do índice do prazo médio de recebimentos (DSRI). Quando esta variável apresenta um valor superior a 1.0, significa que a percentagem de contas a receber de vendas é maior no ano t quando comparado com o ano anterior (t-1), o que indica que existe um aumento desproporcional das contas a receber relativamente às vendas, isso tende a indicar uma possível inflação artificial das receitas da empresa, como por exemplo, vendas para subsidiárias ou com partes relacionadas, como foi referido anteriormente. É de esperar que exista um certo equilíbrio nas contas a receber entre um ano e o outro, caso contrário podemos estar perante a presença de manipulação.

Os resultados obtidos por esta variável indicam que existem várias empresas que apresentam um DSRI superior a 1.0, que segundo Beneish (1999) representam uma elevada probabilidade de manipulação de resultados. Os valores em causa estão assinalados a vermelho na tabela 3. Em seguida, são apresentadas algumas explicações adicionais relativamente a algumas empresas que permitem esclarecer os valores obtidos pelas mesmas na variável DSRI.

- A Sonaecom apresenta um DSRI de 4,9 para o ano de 2013. Este valor pode ser explicado pelo facto de em 2013 a empresa ter sofrido uma grande alteração à sua estrutura, uma vez que um dos seus segmentos de negócio foi considerado como operação descontinuada e em resultado houve uma perda de controlo sobre uma das suas subsidiárias, como é referido no relatório de auditoria da empresa cujo resumo consta no Anexo 3. Esta operação levou a uma diminuição das vendas no ano de 2013 quando comparadas com o ano de 2012. Contudo as vendas ocorridas em 2012 podem estar a inflacionar os recebimentos de clientes de 2013. Como é comum acontecer, parte das vendas ocorridas num determinado ano apenas são liquidadas no ano seguinte.

- A Cimpor apresenta um DSRI de 1,4 para o ano de 2012. Esta empresa apresenta uma diminuição ao nível das vendas no ano de 2012, contudo o valor dos recebimentos de clientes tem-se mantido constante. Esta diminuição ao nível das vendas é evidenciada no relatório e contas da empresa, bem como no seu relatório de auditoria (Ver Anexo 3) e deveu-se ao facto de neste ano ter ocorrido uma permuta de ativos com uma outra empresa, o que torna impossível a comparação entre os dois relatórios e contas (2012 e 2011) e por conseguinte a comparação entre as vendas de 2012 com as vendas do ano anterior.

- A empresa REN apresenta um DSRI de 1,5 para o ano de 2011, segundo o relatório e contas da empresa, o valor dos recebimentos de clientes para este ano contem o valor dos recebimentos relativos a atividades na qual a Empresa atua como “Agente”, e cujos rendimentos e gastos são anulados na demonstração consolidada dos resultados. O relatório de auditoria não apresenta qualquer tipo de informação relativa a este facto.

- A empresa SAG apresenta um DSRI de 1,5 para o ano de 2013. Segundo o seu relatório e contas, em 2012 a empresa procedeu a um processo de reorganização, pelo que se verifica a realização de operações descontinuadas bem como à alienação de empresas participadas. Estas operações levam a que os relatórios e contas de 2012 e 2013 não sejam comparáveis. No relatório de auditoria da empresa não se encontra qualquer tipo de informação acerca destas operações.

- A empresa Soares da Costa apresenta um DSRI de 1,7 e de 1,9 para os anos de 2013 e 2014, respetivamente. Como está referido no relatório de auditoria da empresa (Ver Anexo 3) esta tem sofrido alterações significativas na sua estrutura ao longo dos anos, o que se deveu a alienações de empresas do grupo. Desta forma a empresa tem vindo a diminuir a suas vendas ao longo do período em análise, pelo que não é possível estabelecer uma comparação através desta variável.

Tabela 4 - Resultados do Índice de Margem Bruta

Empresas	MGI – Índice de Margem Bruta			
	2011	2012	2013	2014
Altri	1,1	1,0	1,1	1,1
Cimpor	1,0	1,0	0,9	1,0
Cofina	1,0	1,0	1,0	1,0
Compta	0,9	1,1	0,9	0,9
Corticeira Amorim	1,0	0,7	1,0	1,0
Edp	1,1	1,1	1,0	1,0
Estoril Sol	1,0	1,0	1,0	1,0
F. Ramada	1,0	1,0	1,0	1,0
Galp Energia	1,1	1,1	1,0	1,0
Glintt	0,9	1,0	1,0	1,0
Ibersol	1,0	1,0	1,0	1,0
Imobiliária Grão Pará	1,0	1,1	0,9	1,3
Impresa	1,0	1,0	1,0	1,0
Inapa	1,0	1,0	1,0	1,0
Jerónimo Martins	1,0	0,8	1,0	1,0
Lisgrafica	1,0	0,9	1,0	1,0
Martifer	0,8	0,9	0,8	0,9
Media capital	1,0	1,0	1,1	1,0
Mota Engil	0,9	0,9	0,9	1,0
Novabase	1,0	0,9	1,0	1,0
Portucel	1,0	1,1	1,0	1,0
Reditus	1,0	1,0	1,0	1,0
Ren	1,0	1,0	1,0	1,0
Sag Gest	0,9	1,0	2,0	1,1
Soares da Costa	1,0	0,8	1,0	1,0
Semapa	1,0	1,0	1,0	1,0
Sonae	1,0	1,1	1,4	1,1
Sonae capital	1,1	1,1	1,0	1,1
Sonae industria	1,1	1,0	1,0	1,0
Sonaecom	1,0	1,0	1,2	1,1
Sumol+Compal	1,0	1,0	1,0	1,0
Teixeira Duarte	1,1	1,0	1,0	1,0
Toyota Caetano	0,9	0,9	1,2	1,3
Vaa vista Alegre	1,0	1,1	1,0	1,0

Fonte: Elaboração própria

A Tabela 4 apresenta os valores obtidos para a variável índice de margem bruta (GMI). Esta variável calcula a razão entre a margem bruta do ano t-1 com a do ano t. Quando o GMI é superior a 1.0 estamos perante uma diminuição da margem bruta relativamente ao período

em análise, o que indicia que as empresas podem estar mais propensas à prática de manipulação de resultados, uma vez que a deterioração da margem bruta é um indicador negativo na perspetiva da empresa. Desta forma as empresas estão mais predispostas a praticar uma manipulação de resultados no sentido ascendente, ou seja, com vista a aumentar a sua margem bruta e a melhorar os seus resultados.

Segundo a Tabela 4 pode observar-se que são várias as empresas que apresentam um MGI superior a 1,0, estando estas assinaladas a vermelho. No entanto, esta variável por si só não indica que as empresas estejam a praticar manipulação de resultados, a variável apenas salienta as empresas que estão mais predispostas a realizar essa prática com o objetivo de melhorar os seus resultados. Em seguida, serão apresentadas algumas justificações para os valores obtidos nesta variável.

- A empresa SAG apresenta um GMI em 2013 de 2. Segundo o relatório e contas de 2013 a empresa procedeu também à alteração do método de consolidação, o que implica que as demonstrações financeiras consolidadas não sejam diretamente comparáveis com as demonstrações financeiras consolidadas relativas a anos anteriores, como já foi referido anteriormente. Desta forma pode-se afirmar que esta variável não é relevante para a análise empresa em questão, uma vez que os dados utilizados no seu cálculo não são comparáveis.

- A Sonae apresenta um GMI de 1,4 para o ano de 2013. Este valor deve-se ao facto de em 2013 a empresa apresentar vendas menores do que em 2012. Segundo o relatório e contas da empresa no ano de 2013 foi possível apurar que esta diminuição das vendas (prestações de serviços) se deveu a uma operação de fusão por incorporação da Optimus SGPS na Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, SA, e o segmento das telecomunicações foi classificado como uma unidade operacional descontinuada. Desta forma os dados relativos ao exercício económico de 2012 não são diretamente comparáveis com o de 2013. Esta informação vem descrita no relatório de auditoria da empresa apresentado no Anexo 3.

- A Toyota apresenta um GMI superior a 1 em dois anos consecutivos, 2013 e 2014. Este fenómeno deve-se a uma deterioração da margem bruta da empresa nestes dois anos, apesar de esta apresentar um crescimento nas suas vendas ao longo deste período. Segundo esta variável esta empresa está mais propensa à realização de práticas de manipulação de

resultados, uma vez que a diminuição da margem bruta é um indicador negativo para as perspectivas da empresa. O relatório de auditoria da empresa não apresenta qualquer informação que explique este fenómeno.

- A empresa Imobiliária Grão Pará apresenta um GMI para o ano de 2014 de 1.3, este valor deve-se ao elevado custo das mercadorias vendidas. Este custo, segundo o relatório e contas da empresa, está relacionado com perdas por imparidade acumuladas de inventários e referem-se à desvalorização de algumas frações detidas pela empresa e que não eram recuperáveis.

Tabela 5 - Resultados do Índice da Qualidade de Ativos

Empresas	AQI – Índice da Qualidade de Ativos			
	2011	2012	2013	2014
Altri	1,1	1,1	0,9	1,0
Cimpor	1,0	1,1	1,0	1,0
Cofina	1,2	1,2	1,0	1,0
Compta	0,9	0,4	6,0	1,3
Corticeira Amorim	0,9	0,8	0,9	1,1
Edp	1,0	1,0	1,0	1,0
Estoril Sol	1,0	1,0	1,0	1,0
F. Ramada	1,1	1,1	1,0	0,9
Galp Energia	0,9	1,1	1,0	0,9
Glintt	1,1	1,0	1,0	1,0
Ibersol	1,0	1,0	1,0	1,0
Imobiliária Grão Pará	1,0	32,8	1,0	1,0
Impresa	1,0	1,0	1,0	1,0
Inapa	1,1	1,1	1,0	1,0
Jerónimo Martins	0,9	1,0	0,9	1,0
Lisgrafica	0,7	1,0	1,1	0,9
Martifer	1,4	1,1	0,9	0,7
Media capital	1,0	1,0	1,0	1,0
Mota Engil	1,0	0,8	1,0	0,9
Novabase	1,0	1,0	1,2	1,1
Portucel	1,0	1,0	1,0	1,0
Reditus	1,0	0,9	1,0	0,9
Ren	1,0	1,0	0,9	1,0
Sag Gest	0,7	1,1	4,0	0,8
Soares da Costa	1,3	1,2	1,8	0,8
Semapa	1,0	1,1	1,0	1,1
Sonae	1,0	0,8	1,2	1,0
Sonae capital	1,1	1,0	1,0	1,0
Sonae industria	1,0	1,0	1,0	1,2
Sonaecom	1,0	1,1	1,2	1,2
Sumol+Compal	1,0	1,0	1,0	0,9
Teixeira Duarte	0,8	0,9	1,1	0,9
Toyota Caetano	1,1	1,2	1,1	0,8
Vaa vista Alegre	1,1	1,0	0,8	1,0

Fonte: Elaboração própria

Na Tabela 5 estão representados os resultados obtidos pela variável do índice da qualidade de ativos (AQI) que mede a qualidade dos ativos da empresa no ano t comparativamente com o ano t-1, capturando distorções em outros ativos que podem ser o resultado da excessiva e errónea classificação de despesas como ativos intangíveis. Uma razão

maior que 1, aumenta a probabilidade de uma possível fraude, pois existe um maior risco quanto à realização desses ativos. A variável reflete o risco da classificação de despesas como ativos intangíveis, o que leva a um aumento do valor da empresa que não corresponde à realidade.

Relativamente a esta variável são várias as empresas que apresentam este índice superior a 1, e que estão indicadas na tabela, a vermelho. Contudo, esse facto por si só também não indica que as empresas sejam manipuladoras, ou que os seus gestores estejam a revalorizar os ativos da empresa com vista ao aumento do valor da mesma. Sendo que o AQI compara os ativos de um ano t com o ano t-1, é natural que ocorram alterações nos ativos da empresa que levem a um aumento deste índice. No entanto, um índice de AQI superior a 1 indica uma maior probabilidade de manipulação de resultados, pois existe um elevado risco e incerteza quanto à realização dos ativos. As explicações para os valores obtidos por esta variável por parte de algumas empresas são apresentadas em seguida.

- A empresa Compta no ano de 2013 apresenta um AQI no valor de 6. Esta empresa durante o ano de 2013, segundo o seu relatório de auditoria (ver Anexo 3), procedeu a uma operação que envolveu o capital social da participada DEZ – Desenvolvimento Empresarial, S.A., que cuja execução resultará na perda da posição qualificada da Compta S.A. no capital desta sociedade. Esta operação teve um grande impacto no valor dos ativos fixos que sofreram uma grande diminuição de 2012 para 2013.

- A empresa Imobiliária Grão Pará no ano de 2012 apresenta um AQI de 32,8. Este valor elevado deve-se o facto de ter ocorrido uma grande diminuição do ativo corrente da empresa. Segundo o relatório e contas da empresa, esta diminuição ocorre devido à existência de perdas por imparidade acumuladas de inventários referentes a desvalorizações que ocorreram e que não eram recuperáveis, como já foi referido anteriormente.

- A empresa SAG no ano de 2013 apresenta um AQI de 4. Esta empresa apresenta uma diminuição no valor do ativo corrente e no valor dos ativos fixos tangíveis, bem como no valor dos ativos totais no ano de 2013. Segundo o relatório e contas da empresa existiram operações descontinuadas em 2012 que resultam da implementação de um processo de reorganização corporativa, que incluiu a alienação de ativos, que foram considerados como não estratégicos para o desenvolvimento futuro do Grupo.

Segundo o relatório e contas de 2013 a empresa procedeu também à alteração do método de consolidação, o que implica que as demonstrações financeiras consolidadas não sejam diretamente comparáveis com as demonstrações financeiras consolidadas relativas a anos anteriores. Desta forma pode-se afirmar que o valor obtido por esta variável para a empresa em questão não é muito fiável, uma vez que para o seu cálculo são utilizados dados referentes ao anterior e que não são comparáveis com o ano em questão aqui analisado. No relatório de auditoria realizado à empresa não consta nenhum dos factos descritos acima.

A empresa Soares da Costa apresenta um AQI superior a 1 em três anos consecutivos, ou seja 2011, 2012 e 2013. Este fenómeno pode dever-se ao facto de a empresa ao longo destes anos ter sofrido alterações significativas na sua estrutura, nomeadamente uma serie de alienações de empresas do grupo. Esta informação está presente no relatório e contas da empresa, bem como no seu relatório de auditoria presente no Anexo 3, o que explica os elevados valores no índice AQI da empresa nos respetivos anos.

Em 2014 a empresa após a operação de aumento de capital na Soares da Costa Construção, SGPS, SA, integralmente subscrita e realizada pela GAM Holdings, SA, e a inerente perda de controlo por parte da sociedade que passou a deter apenas uma percentagem do capital, veio a adotar a sua atual denominação social de “SDC Investimentos, SGPS, SA”.

Tabela 6 - Resultados do Índice do Crescimento de Vendas

Empresas	SGI – Índice do Crescimento de Vendas			
	2011	2012	2013	2014
Altri	1,0	1,1	1,1	1,0
Cimpor	1,0	0,7	1,7	1,0
Cofina	1,0	0,9	0,9	1,0
Compta	1,0	1,0	1,0	1,1
Corticeira Amorim	1,1	1,1	1,0	1,0
Edp	1,1	1,1	1,0	1,0
Estoril Sol	0,9	0,9	0,9	1,0
F. Ramada	1,2	1,0	1,0	1,1
Galp Energia	1,2	1,1	1,1	0,9
Glintt	0,8	1,0	0,9	0,9
Ibersol	0,9	0,9	1,0	1,1
Imobiliária Grão Pará	1,2	0,9	0,2	1,0
Impresa	0,9	0,9	1,0	1,0
Inapa	1,0	0,9	1,0	1,0
Jerónimo Martins	1,1	1,1	1,1	1,1
Lisgrafica	0,8	0,8	0,9	1,0
Martifer	0,9	0,9	1,1	0,4
Media capital	0,9	0,7	0,9	1,0
Mota Engil	1,1	1,0	1,0	1,0
Novabase	1,0	0,9	1,0	1,0
Portucel	1,1	1,0	1,0	1,0
Reditus	0,9	1,2	0,9	1,1
Ren	0,7	1,1	1,0	1,0
Sag Gest	0,8	0,7	0,7	1,2
Soares da Costa	1,0	0,2	0,7	0,1
Semapa	1,1	1,1	1,0	1,0
Sonae	1,0	0,9	0,9	1,0
Sonae capital	0,8	0,8	1,2	1,3
Sonae industria	1,1	1,0	0,9	0,8
Sonaecom	0,9	1,0	0,1	1,0
Sumol+Compal	1,0	0,9	1,0	1,0
Teixeira Duarte	0,9	1,2	1,1	1,1
Toyota Caetano	0,7	0,7	1,0	1,2
Vaa vista Alegre	1,1	1,0	1,0	1,2

Fonte: Elaboração própria

A variável índice de crescimento de vendas (SGI) é apresentada em seguida na Tabela 6 e reflete o crescimento das vendas entre os anos t e t-1. Um SGI superior a 1.0 indica que houve

um crescimento positivo das vendas, enquanto, um SGI inferior a 1.0 indica um crescimento negativo das mesmas.

O crescimento das vendas não implica necessariamente a prática de manipulação de resultados, contudo, empresas com crescimento de vendas têm maior probabilidade de cometer manipulação de resultados. Isso deve-se ao fato de a sua posição financeira e a sua necessidade de financiamento criarem pressão sobre os gestores para atingirem melhores resultados, ou seja, aumentar as vendas. Uma diminuição no crescimento das vendas é um indicador negativo para a perspectiva futura da empresa.

Segundo a Tabela 6 são várias as empresas que apresentam um índice de crescimento de vendas superior a 1 e que estão referenciadas a vermelho. Esta variável por si só não implica que exista necessariamente manipulação de resultados, pois o aumento das vendas de uma empresa pode dever-se por exemplo a uma melhoria da economia e dos mercados. Em seguida, são analisados os valores obtidos nesta variável em algumas empresas

- A empresa Cimpor no ano de 2013 apresenta um SGI de 1,7, sendo que é a empresa que apresenta o maior SGI ao longo do período em análise. Segundo o relatório e contas da empresa, o crescimento nas vendas de cerca de 19% face a 2012, deveu-se especialmente à atividade de Trading e pelo bom desempenho dos novos ativos do Brasil e Argentina. Como foi referido anteriormente a informação utilizada para o cálculo dos índices desta empresa não é diretamente comparável.

- A Galp energia apresenta o SGI superior a 1 para os anos de 2011 e 2012 e 2013, contudo o crescimento das vendas tem vindo a diminuir ao longo dos anos e o aumento não é muito significativo.

Segundo o relatório e contas da empresa, o aumento das vendas de cerca de 20% no ano de 2011, face a igual período do ano anterior teve o contributo de todos os segmentos de negócios, na sequência do aumento dos preços do crude, dos produtos petrolíferos e do gás natural nos mercados internacionais, bem como o aumento de volumes vendidos de crude e de gás natural.

No ano de 2012 o aumento nas vendas foi de cerca de 10% e segundo o relatório e contas desse ano, este aumento deveu-se ao aumento da produção de petróleo e de gás natural, do preço dos produtos petrolíferos e dos volumes vendidos nos mercados internacionais.

- A Sonae capital apresenta um SGI de 1,2 para o ano de 2013 e um SGI de 1.3 para o ano de 2014. Segundo o relatório e contas da empresa para o ano de 2013 esse aumento deveu-se a retomas de vendas de imobiliário turístico, ao acréscimo do nível de atividade no negócio de Refrigeração e Manutenção que foram impulsionados pela esfera internacional (incluindo vendas diretas no Brasil e em Angola, e exportações com origem em Portugal) e no crescimento ao nível de todas as restantes unidades de negócio.

No ano de 2014 o crescimento das vendas deveu-se ao crescimento do segmento de Energia, à performance positiva das vendas de imobiliário turístico e ao crescimento do volume de negócios dos segmentos de Fitness e Hotelaria.

- A empresa Teixeira Duarte apresenta um SGI superior a 1.0 em três anos consecutivos, 2012 e 2013 e 2014, sendo que esse aumento não é significativo e é natural que resulte da normal atividade da empresa.

- É ainda de referir que existem 5 outras empresas com um SGI superior a 1,0 para o ano de 2014, que são: a Compta, a F Ramada, a SAG, a Toyota caetano e a VAA Vista Alegre. Este fenómeno pode dever-se ao facto de que neste ano se assistiu à saída da Troika e ao fim do Programa de Assistência Económica e Financeira iniciado em 2011, o que representa uma melhoria da economia em Portugal.

Tabela 7 – Resultados do Índice de Depreciação

Empresas	DEPI – Índice de Depreciação			
	2011	2012	2013	2014
Altri	1,1	1,0	0,9	1,0
Cimpor	1,0	1,1	1,4	1,0
Cofina	1,2	1,1	0,8	1,1
Compta	0,8	1,1	0,1	3,1
Corticeira Amorim	1,0	1,0	1,0	1,0
Edp	1,0	1,0	1,0	1,1
Estoril Sol	0,9	0,7	0,9	0,8
F. Ramada	1,0	1,0	0,9	0,9
Galp Energia	1,0	1,0	0,7	1,0
Glintt	0,7	1,2	1,0	2,4
Ibersol	1,0	1,0	1,1	1,1
Imobiliária Grão Pará	0,9	0,5	0,9	1,6
Impresa	1,0	1,1	1,2	1,3
Inapa	1,0	1,0	1,1	0,9
Jerónimo Martins	1,0	0,9	1,0	0,9
Lisgrafica	1,1	1,0	1,0	1,0
Martifer	0,9	1,0	1,2	0,5
Media capital	1,1	1,1	1,0	1,0
Mota Engil	1,1	1,0	1,0	0,9
Novabase	1,1	1,1	1,0	1,1
Portucel	1,1	1,1	1,0	0,9
Reditus	1,0	1,2	1,3	1,1
Ren	1,9	0,5	0,9	0,8
Sag Gest	1,1	0,1	0,3	1,2
Soares da Costa	0,9	1,1	0,4	6,2
Semapa	1,0	1,0	1,0	0,9
Sonae	1,1	1,0	0,8	1,4
Sonae capital	0,9	1,1	1,2	1,7
Sonae industria	0,9	1,1	1,1	0,9
Sonaecom	1,1	0,9	0,1	2,8
Sumol+Compal	1,0	0,8	1,0	1,0
Teixeira Duarte	1,1	1,0	1,0	1,0
Toyota Caetano	1,1	1,0	1,1	1,1
Vaa vista Alegre	1,0	1,0	1,5	0,9

Fonte: Elaboração própria

A variável do índice de depreciação (DEPI) calcula a relação que existe entre a taxa de depreciação do ano t-1 com a taxa do ano t. Um DEPI superior a 1.0 indica uma diminuição da taxa de depreciação. Essa diminuição pode dever-se ao fato de a empresa aumentar o tempo

de vida útil do ativo, ou por outro lado, fazer uma alteração no método de cálculo das depreciações. Facto que aponta para o aumento de hipóteses de manipulação de resultados. É de esperar que a depreciação seja similar entre os anos em análise, o que indica que está a ser utilizado o mesmo método de depreciação. A utilização de diferentes métodos de depreciação é um indicador da possibilidade de manipulação de resultados.

Na Tabela 7 estão descritos os resultados obtidos através do cálculo desta variável e pode-se verificar que algumas empresas apresentam um DEPI superior a 1,0 (valores apresentados na tabela a vermelho). Os valores obtidos por algumas empresas para esta variável são justificados em seguida.

- A empresa Compta para o ano de 2014 apresenta um DEPI de 3,1. Durante o ano de 2013, como já foi referido anteriormente a empresa veio a reduzir os seus ativos devido à saída da empresa DEZ – Desenvolvimento Empresarial, S.A., do grupo. Esta operação teve um grande impacto no valor dos ativos fixos tangíveis, uma vez que sofreram uma grande diminuição em 2013. Essa operação provocou uma diminuição do valor das depreciações no ano de 2014, uma vez que os valores dos ativos fixos tangíveis no ano anterior diminuíram. Este facto vem referido no relatório e contas da empresa, bem como no seu relatório de auditoria descrito no Anexo 3.

- A empresa Glintt apresenta um valor elevado de DEPI para nos anos de 2012 e 2014, sendo que no ano de 2014 o valor do DEPI é de 2,4, o que é bastante elevado. No que diz respeito aos valores dos ativos fixos tangíveis, este não é constante com o valor das depreciações do exercício ao longo do período em análise, pelo que em 2014 existe um grande aumento dos ativos fixos tangíveis por parte da empresa.

Segundo o relatório e contas da empresa, existe uma alteração à vida útil do equipamento informático de 5 para 8,5 anos, o que irá proporcionar a ocorrência de ajustamentos que levam ao aumento do valor do ativo e à diminuição do valor da depreciação. Também ocorreu uma transferência de equipamento básico no valor de 4.497.939€.

- A empresa Soares da Costa para o ano de 2014 apresenta um DEPI bastante elevado, no valor de 6,2. Como foi referido anteriormente, esta empresa tem sofrido alterações significativas na sua estrutura ao longo dos anos, sendo que procedeu a alienações de

empresas do grupo. Desta forma a empresa tem vindo a diminuir os seus ativos fixos tangíveis ao longo do período em análise. Esta variável usa os dados do ano anterior, desta forma não é possível estabelecer uma comparação, uma vez que dados recolhidos em ambos os anos não são comparáveis (Anexo 3).

- A Sonaecom apresenta um DEPI de 2,8 para o ano de 2014. Este índice elevado deve-se ao facto de a empresa ter diminuído os seus ativos devido à perda de controlo sobre uma das suas subsidiárias, como foi referido anteriormente e está descrito no resumo do relatório e contas da empresa no Anexo 3.

Tabela 8 - Resultados dos M-Score obtidos pelo modelo

Empresas	M- Score			
	2011	2012	2013	2014
Altri	-2,84	-2,90	-2,76	-2,93
Cimpor	-2,92	-2,77	-2,73	-2,87
Cofina	-2,78	-2,83	-3,10	-2,92
Compta	-3,17	-3,37	-0,14	-2,55
Corticeira Amorim	-2,90	-3,25	-2,98	-2,80
Edp	-2,78	-2,81	-2,96	-2,83
Estoril Sol	-2,99	-3,04	-2,99	-2,97
F. Ramada	-2,73	-2,81	-2,97	-2,86
Galp Energia	-2,72	-2,62	-2,90	-2,98
Glintt	-2,98	-2,95	-2,92	-2,87
Ibersol	-2,97	-2,99	-2,90	-2,88
Imobiliária Grão Pará	-2,73	15,69	-4,12	-3,15
Impresa	-3,01	-2,97	-2,93	-2,79
Inapa	-2,83	-2,98	-2,94	-2,89
Jerónimo Martins	-2,84	-3,04	-2,86	-2,87
Lisgrafica	-3,13	-3,19	-2,89	-3,00
Martifer	-2,84	-3,03	-3,02	-3,89
Media capital	-2,91	-2,99	-2,76	-3,00
Mota Engil	-2,95	-3,04	-3,01	-2,92
Novabase	-3,00	-3,00	-2,84	-2,92
Portucel	-2,85	-2,75	-2,99	-2,90
Reditus	-2,90	-2,90	-2,87	-2,98
Ren	-2,61	-2,97	-3,06	-2,77
Sag Gest	-3,34	-3,45	-0,11	-2,80
Soares da Costa	-2,77	-3,97	-2,12	-2,35
Semapa	-2,86	-2,75	-2,91	-2,89
Sonae	-2,95	-3,05	-2,50	-2,86
Sonae capital	-2,94	-3,00	-2,79	-2,53
Sonae industria	-2,82	-2,91	-2,95	-2,82
Sonaecom	-3,02	-2,95	-0,13	-3,19
Sumol+Compal	-2,81	-2,94	-2,93	-2,95
Teixeira Duarte	-2,85	-2,98	-2,88	-2,81
Toyota Caetano	-3,05	-3,12	-2,72	-2,72
Vaa vista Alegre	-2,89	-2,83	-2,97	-2,83

Fonte: Elaboração própria

Uma vez calculadas as 5 variáveis para cada empresa é alcançado um M-score, como mostra a Tabela 8. Um M-Score superior a -2,22 indica que a empresa apresenta uma alta probabilidade de manipulação de resultados ou que a empresa é suscetível de ser

manipuladora de resultados, pelo contrário, um M-Score inferior a -2,22 indica que a empresa não será manipuladora.

Segundo os resultados obtidos pelo modelo M-Score, descritos na Tabela 8 existem apenas cinco empresas que apresentam um M-score superior a -2,22, que são: a Compta, a SAG, a Soares da Costa e a Sonaecom para os anos de 2013 e a imobiliária Grão Pará no ano de 2012. Contudo, os relatórios e contas destas empresas não são diretamente comparáveis com os do ano anterior.

De acordo com os resultados obtidos pelas variáveis do modelo e a análise feita a cada um dos seus relatórios, bem como aos relatórios de auditoria, estas empresas apresentam índices elevados porque sofreram grandes alterações, tais como alterações às suas estruturas de capital, operações descontinuadas, perdas de subsidiárias ou outros factos decorrentes da sua atividade, que foram anteriormente explicados na análise efetuada a cada uma das variáveis que compõem o modelo. Assim sendo, é impossível a comparação da informação presente nos seus relatórios e contas, pois as empresas presentes na consolidação do grupo não são as mesmas durante o período em análise, o que faz com que exista uma grande variação nos resultados do grupo. Desta forma pode-se afirmar que as empresas presentes no estudo não são manipuladoras da informação contabilística, nem estão predispostas à realização de práticas de manipulação de resultados. Apesar dos resultados obtidos pelas variáveis presentes no modelo evidenciarem que existem empresas com probabilidade para a manipulação de resultados, o modelo geral indica que estas não são manipuladoras.

A Tabela 9 apresenta um resumo no número e da percentagem de empresas que foram classificadas como manipuladoras em cada ano, para cada uma das variáveis e para o modelo M-score.

Nos resultados apresentados na Tabela 9 é possível observar que o modelo apenas detetou empresas como sendo manipuladoras ou como tendo uma maior predisposição para a prática de manipulação de resultados nos anos de 2012 e 2013. Nos restantes anos da análise o modelo não detetou qualquer indício de práticas de manipulação nas empresas da amostra.

Tabela 9 - Empresas manipuladoras por ano / por variável

Empresas manipuladoras	2011	2012	2013	2014
DSRI	12	6	9	7
Percentagem (%)	0,35	0,18	0,26	0,21
GMI	6	8	6	7
Percentagem (%)	0,18	0,24	0,18	0,21
AQI	10	12	9	6
Percentagem (%)	0,29	0,35	0,26	0,18
SIG	11	9	7	10
Percentagem (%)	0,32	0,26	0,21	0,29
DEPI	13	12	10	15
Percentagem (%)	0,38	0,35	0,29	0,44
M- SCORE	0	1	4	0
Percentagem (%)	0,0	0,03	0,12	0,0

Fonte: Elaboração própria

É ainda de referir que a variável DEPI é o que apresenta uma maior taxa de manipulação de resultados quando comparado com qualquer um dos anos em análise, como mostra a Tabela 9.

No entanto, nos anos em que o modelo define as empresas como manipuladoras, ou seja o seu M-Score é superior a -2,22, os relatórios destas empresas não eram diretamente comparáveis com anos anteriores, como foi referido anteriormente. Desta forma não se pode concluir que estas empresas sejam efetivamente manipuladoras ou que estejam predispostas à realização desse tipo de práticas.

As conclusões obtidas através do estudo realizado às empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa não são consistentes com outros estudos que utilizam a metodologia de Beneish (1999), como é o caso dos estudos de Roxas (2011), Anh e Linh (2016), Vladu, Amat e Cuzdriorean (2016) e Santos (2012). Todos estes autores utilizam a metodologia desenvolvida por Beneish (1999) e aplicam essa mesma metodologia a empresas cotadas em distintas bolsas de valores. Em todos eles se conclui que existem empresas que são manipuladoras da informação contabilística.

No entanto, é de referir que os estudos que utilizam a metodologia de Beneish (1999) fazem uma abordagem diferente daquela que foi realizada na presente dissertação. Os estudos começam por investigar junto das entidades reguladoras e da comunicação social

casos de empresas cotadas que foram relatadas como manipuladoras da informação financeira ou que tenham realizado esse tipo de práticas. Feita a distinção entre empresas manipuladoras e não manipuladoras, é aplicado o modelo com vista a confirmar se o mesmo é capaz de distinguir de forma eficaz as empresas manipuladoras das não manipuladoras.

Na presente dissertação o modelo é aplicado às empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa e só posteriormente é que se averigua se as empresas consideradas pelo modelo como manipuladoras têm alguma anotação por parte das entidades supervisoras, neste caso em particular, as empresas que realizam as auditorias aos relatórios e contas.

Contudo, esta última parte da investigação não permite esclarecer de forma clara se as empresas de auditoria estão atentas às práticas de manipulação das empresas cotadas portuguesas, uma vez que os resultados obtidos pelo modelo consideram que as empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa no período de 2011 a 2014 não realizam práticas de manipulação de resultados.

Esta conclusão vem corroborar as declarações de Burgstahler et al. (1997) e de Watts et al. (1986), que afirmam que as empresas cotadas realizam menos práticas de manipulação de resultados, quando comparadas com as empresas não cotadas, uma vez que as primeiras são sujeitas a um maior controlo por parte de varias entidades supervisoras.

Em contrapartida, os estudos efetuados a empresas portuguesas cotadas têm conclusões distintas.

Mendes e Rodrigues (2006) que analisaram as empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da *Euronext* Lisboa, no período de 1995 a 1999, utilizando o método dos coeficientes de variação desenvolvido por Eckel (1981) concluíram que as empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa desenvolvem ativamente práticas de alisamento contabilístico dos resultados.

Rodrigues (2009), que também analisa as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, no período de 2002 a 2007, conclui que as empresas portuguesas cotadas analisadas seguem uma gestão de resultados oportunista, ou seja maximizam os seus resultados.

António (2012) realizou um estudo ao Grupo Portucel – Soporcel, que conclui que o Grupo Portucel – Soporcel, para o período em análise, não alisa os seus resultados contabilísticos. Contudo, este último estudo analisa apenas um empresa cotada portuguesa e como tal, não serve de base para concluir acerca do universo de empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa.

No entanto, o estudo realizado por Pereira (2009) às empresas cotadas na *Euronext Lisbon* vem corroborar as conclusões obtidas por esta dissertação. O autor analisou as empresas cotadas no período de 2002 a 2004 no sentido de averiguar se estas empresas realizavam escolhas contabilísticas que permitem divulgar resultados diferentes dos obtidos na realidade e não foram encontrados indícios de manipulação de resultados.

5. CONCLUSÕES E DESENVOLVIMENTOS FUTUROS

Nesta dissertação, inicialmente são resumidas as diferentes definições do conceito de manipulação de resultados, bem como os objetivos e incentivos que estão por detrás desta prática. Em seguida, são descritos os incentivos que levam as empresas e os seus gestores a realizar práticas de manipulação de resultados, tais como: os mercados de capitais, os incentivos comerciais, os incentivos contratuais, a regulação por parte dos mecanismos reguladores e a carga fiscal. Contudo, estes incentivos diferem de empresa para empresa consoante a imagem e/ou os objetivos que se pretendem alcançar com a prática de manipulação. Se, por um lado, há empresas que pretendem melhorar a sua imagem financeira e apresentar resultados elevados, por outro, há empresas que pretendem diminuir os seus resultados e desta forma alcançar outro tipo de objetivos com este fenómeno.

O tecido empresarial Português, é constituído essencialmente por pequenas e médias empresas, as empresas cotadas representam uma minoria das empresas do país. Desta forma os objetivos destes dois tipos de empresas, no que diz respeito à manipulação de resultados, são bastante distintos. Com base na revisão de literatura, as empresas cotadas tendem a praticar manipulação de resultados no sentido ascendente, ou seja com vista a empolar os seus resultados contabilísticos e à obtenção de ganhos futuros. Por outro lado, as empresas não cotadas tendem a manipular no sentido descendente, com vista a diminuir os seus resultados com o principal objetivo de diminuir a sua carga fiscal (Alves, 2011).

Esta dissertação vem dar resposta à principal questão de investigação: As empresas cotadas portuguesas manipulam a sua informação financeira? Uma vez que averigua se as empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa realizam práticas de manipulação de resultados contabilísticos.

Para dar resposta a esta questão foi utilizado o modelo M-score de cinco variáveis desenvolvido por Beneish (1999) e descrito nos estudos de Roxas (2011) e Ung et al (2015), que conta com o auxílio dessas mesmas variáveis para identificar empresas que praticam manipulação de resultados, ou empresas que estejam predispostas à realização desse tipo de práticas.

Não era objetivo deste trabalho a deteção de fraudes ou ilegalidades contabilísticas, uma vez que estas são muito específicas e dificilmente seriam percebidas pela metodologia utilizada neste trabalho. No entanto, ficou evidenciado pelo modelo utilizado que existem processos e métodos que proporcionam aos gestores e as suas empresas a possibilidade de efetuar opções contabilísticas que podem de certa forma alterar os resultados contabilísticos.

O estudo realizado nesta dissertação permite contribuir com algumas conclusões acerca dos fatores determinantes da manipulação dos resultados contabilísticos no caso português, nomeadamente, no que respeita à contabilização dos ativos intangíveis e respetivas amortizações, uma vez que as variáveis que analisam estas duas rubricas das demonstrações financeira, são as que apresentam um maior índice de manipulação.

Os resultados obtidos pela aplicação do modelo desta dissertação permitem responder aos objetivos fundamentais e podem ser resumidos da seguinte forma:

- O modelo demonstrou que as empresas cotadas portuguesas, no período em análise, não manipulam a sua informação financeira.
- As variáveis presentes no modelo sugerem que existem empresas que podem estar predispostas à realização de práticas de manipulação de resultados e traduzem algumas das principais motivações que levam as empresas a manipularem as suas demonstrações financeiras, sobretudo no que diz respeito a melhorar a imagem financeira da empresa, nomeadamente as empresas Compta, SAG, Soares da Costa e Sonaecom para os anos de 2013 e a imobiliária Grão Pará no ano de 2012.
- No que diz respeito aos relatórios de auditoria, estes revelam factos importantes e que ajudam a clarificar as demonstrações financeiras das empresas, como foi o caso das empresas que foram descritas pelo modelo como manipuladoras da informação financeira.
- Existem casos em que as empresas foram identificadas pelo modelo como manipuladoras, no entanto nestes casos, os seus relatórios e contas não são diretamente comparáveis de uns anos para os outros, sendo que ocorreram alterações

significativas nas empresas que podem justificar os resultados obtidos, principalmente no que diz respeito à sua estrutura de capitais.

O facto de a maioria das empresas estudadas terem sido classificadas como não manipuladoras está de acordo com o facto de que as empresas cotadas estão menos predispostas à realização de práticas de manipulação de resultados, uma vez que estas empresas são mais controladas devido ao facto de serem obrigadas à prestação de contas. Contudo, existem estudos realizados a empresas cotadas noutras bolsas de valores que concluem que existem práticas de manipulação. No entanto, esse fenómeno não se verificou neste estudo.

Os resultados deste trabalho apresentam algumas limitações, nomeadamente a dimensão da amostra. Uma amostra de maior dimensão iria permitir uma maior credibilidade, bem como um maior período temporal. Assim, num trabalho futuro poderia ser interessante obter uma amostra maior de empresas e como tal, em vez de usar as empresas cotadas na *Euronext Lisboa*, analisar as pequenas e médias empresas portuguesas. A comparação dos estudos realizados a empresas cotadas e empresas não cotadas constitui outra linha de investigação que poderia ser aprofundada no futuro.

O modelo utilizado é composto por um conjunto de variáveis (rácios) e apesar de ser muito útil e eficiente na deteção de práticas de manipulação de resultados em empresas, pode tornar-se um pouco complexo, sendo difícil identificar a variável usada como elemento de manipulação. Existe também alguma dificuldade em identificar a variação num rácio ou tendência como indício de manipulação, pois a mesma variação pode ter como suporte uma razão económica plausível.

O modelo M-score de Beneish deve ser usado com algum cuidado, uma vez que foi construído num período diferente do atual e foram utilizados dados de outro mercado para a sua construção. De qualquer forma, dada a importância da questão que ele tenta responder, a reprodução do modelo no caso Português poderá ser extremamente útil para os utilizadores da informação financeira.

Não existem dúvidas que mais estudos e investigações serão efetuados no futuro no âmbito deste tema, sendo que o desenvolvimento mais óbvio para o estudo deste tema será a

aplicação de modelo semelhante às pequenas e médias empresas, uma vez que estas constituem a maioria do tecido empresarial Português, analisando obviamente a manipulação de resultados no sentido contrário, ou seja, no sentido descendente (minimizando o valor da empresa), uma vez que este tipo de empresas pretende essencialmente diminuir a sua carga fiscal (Moreira, 2006).

Seria também interessante, do ponto de vista académico, fazer uma comparação entre os dois modelos, modelo com as cinco variáveis e o modelo original com as oito variáveis, de forma a averiguar se os resultados obtidos seriam semelhantes, ou caso contrário, estudar qual o modelo mais eficiente para a deteção de práticas manipuladoras. O estudo de práticas de manipulação contabilísticas antes e depois da crise financeira que ocorreu em Portugal constitui outra linha de investigação futura, bem como a análise das práticas de manipulação por sector de atividade.

No futuro, seria também interessante considerar empresas que tenham sido identificadas pelos órgãos de comunicação social, bem como pelas entidades reguladoras como manipuladoras e aplicar o modelo ao longo de um período de tempo.

Este trabalho vem ajudar a clarificar o conceito de manipulação de resultados e contribui ainda para o auxílio aos *stakeholders*, uma vez que lhes fornece uma importante ferramenta para a análise das demonstrações financeiras e lhes permite identificar se estão perante uma situação de manipulação, evitando desse modo que estes tomem decisões com base em informações manipuladas e possam sair prejudicados nesse processo de tomada de decisão.

6. BIBLIOGRAFIA

- Alves, J. (2011). *Ensaio sobre Relações entre a Manipulação dos Resultados Contabilísticos e o Financiamento das Empresas*. (Tese de Doutoramento). Universidade do Porto.
- Amat, O., & Blake, J. (1999). *La Contabilidad Creativa*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Anh, N., & Linh, N. (2016). Using the M-score Model in Detecting Earnings Management : Evidence from Non-Financial Vietnamese Listed Companies. *VNU Journal of Science: Economics and Business*, 32(2), 14–23.
- António, S. (2012). *O alisamento de resultados e a divulgação voluntária da informação : Estudo de caso para o Grupo Portucel – Soporcel*. (Tese de Mestrado). Instituto politécnico de Leiria.
- Baralexis, S. (2004). Creative accounting in small advancing countries: The Greek case. *Managerial Auditing Journal*, 19(3), 440–461. <https://doi.org/10.1108/02686900410524427>
- Barbosa, R. (2014). *Qualidade da informação nas PME 's em Portugal : Um estudo Empírico*. (Tese de Mestrado) Universidade Católica Portuguesa.
- Barroso, M. (2009). *A aquisição de activos imobilizados e a manipulação dos resultados por via das amortizações: um estudo para o caso português*. (Tese de Mestrado). Universidade do Porto.
- Beneish, M. (1999). *The Detection of Earnings Manipulation*. *Financial Analysts Journal* (Vol. 55). <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n5.2296>
- Beneish, M. (2001). *Earnings management: A perspective*. *Managerial Finance* (Vol. 27). <https://doi.org/10.2139/ssrn.269625>
- Beneish, M., & Nichols, D. (2005). *Earnings quality and future returns: The relation between accruals and the probability of earnings manipulation*.

<https://doi.org/http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.725162>

Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00017-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00017-7)

Cunha, M. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revista Da Ordem Dos Revisores Oficiais de Contas*, 63, 15–23. Retrieved from <http://www.oroc.pt/fotos/editor2/Revista/63/Auditoria.pdf>

Dechow, P. M., Kothari, S. P., & Watts, R. L. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25(2), 133–168.
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(98\)00020-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(98)00020-2)

Eckel, N. (1981). The Income Smoothing Hypothesis Revisited. *Abacus*, 17(1), 28–40.
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>

Fernandes, M. (2015). *Evolução do nível dos inventários nas empresas Portuguesas da indústria transformadora no período 2011-2013*. (Tese de Mestrado) Universidade do Porto.

Fernandes, S. (2012). *A Contabilidade Criativa e os Fatores Capazes de Prevenir a Manipulação Contabilística - Análise econométrica às empresas portuguesas*. (Tese de Mestrado) Universidade Lusíada de Vila Nova de Famalicão.

Grilo, L. (2014). *Qualidade da informação da informação contabilística antes e após crise financeira - O caso de Portugal, Espanha, Grécia e Itália*. (Tese de Mestrado) Universidade de Lisboa.

Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1–3), 85–107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)

Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13, 365–383.
<https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>

- Herawati, N. (2015). Application of Beneish M-Score Models and Data Mining to Detect Financial Fraud. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 211(September), 924–930. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.11.122>
- Iñiguez, R., & Poveda, F. (2004). Long-run Abnormal Returns and Income Smoothing in the Spanish Stock Market. *European Accounting Review*, 13(1), 105–130.
- Jones, J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Marques, M., & Rodrigues, L. (2009). A problemática do “Earnings Management” e suas aplicações. *Jornal de Contabilidade Da APOTEC*, 325–339.
- Mendes, C., & Rodrigues, L. (2006). Estudo de práticas de earnings management nas empresas portuguesas cotadas em bolsa : Identificação de alisamento de resultados e seus factores explicativos. *Revista de Estudos Politécnicos*, 3(5/6), 145–173.
- Mendes, C., & Rodrigues, L. (2007). Determinantes da Manipulação Contabilística. *Revista de Estudos Politécnicos*, IV, 189–210.
- Moreira, J. (2006). *Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management ? Evidence for Private Portuguese Firms*. Working Paper. Universidade do Porto.
- Moreira, J. (2008). A Manipulação dos Resultados nas Empresas: um contributo para o estudo do caso Português. *Jornal de Contabilidade Da APOTEC*.
- Mulford, C., & Comiskey, E. (2005). The financial numbers game: detecting creative accounting practices. *Choice Reviews Online*, 39(10), 39-5905-39–5905. <https://doi.org/10.5860/CHOICE.39-5905>
- Oliveira, M. (2008). *Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um caso Português*. (Tese de Mestrado). Universidade do Porto.
- Oliveira, S. (2015). *Relação entre Qualidade da Auditoria e Manipulação de Resultados: Estudo*

- das Empresas Portuguesas Não Cotadas*. (Tese de Mestrado) Instituto Politécnico do Porto.
- Pereira, H. (2015). *Manipulação de Resultados : o setor da hotelaria e restauração*. (Tese de Mestrado) Instituto Politécnico do Porto.
- Pereira, M. J. R. da C. (2009). *Gestão de Resultados e Accruals*. (Tese de Mestrado em Contabilidade) Universidade do Porto.
- Rodrigues, A. (2009). *Tipo de gestão de resultados nas empresas portuguesas cotadas e seus determinantes*. (Tese de Mestrado) Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa. Retrieved from <https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/1735>
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings Management Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer.
- Rosner, R. (2003). Earnings Manipulation in Failing Firms. *Contemporary Accounting Research/Recherche Comptable Contemporaine*, 20(2), 361–408. <https://doi.org/10.1111/%28ISSN%291911-3846>
- Roxas, M. (2011). Financial Statement Fraud Detection Using Ratio and Digital Analysis. *Journal of Leadership, Accountability and Ethics*, 8(4), 56–66.
- Santos, R. (2012). *Aplicação do modelo de fraude contábil de Beneish para estratégia de investimento long-short no Brasil*. (Tese de Mestrado). Faculdade de Economia e Administração de São Paulo.
- Schilit, H. (1994). *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports*. *Accounting Review* (Vol. 69). McGraw-Hill. Retrieved from <http://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=buh&AN=9412141454&site=ehost-live>
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 4, 91–102. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(86\)90013-9](https://doi.org/10.1016/0361-3682(86)90013-9)

- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97–110. <https://doi.org/10.2308/acch.2003.17.s-1.97>
- Silva, L. (2014). *O alisamento de resultados nas instituições financeiras cotadas na Euronext - Lisboa*. (Tese de Mestrado) Instituto Politécnico de Leiria.
- Soares, N. (2003). *Evidence on earnings Management of Portuguese M&A target firms*. (Tese de Mestrado) Universidade do Porto.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 281–308. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90030-2](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90030-2)
- Ung, L; Brahmana, R; Pua, C. (2015). *Earnings Management, Ownership Expropriation and Brokerage Fee of Malaysian Property Companies*. Retrieved from <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/id/eprint/63427>
- Vila, A. R. (2012). *A Manipulação de Resultados Contabilísticos : Uma Revisão da Literatura*. (tese de mestrado) Universidade da Beira Interior.
- Vladu, A., Amat, O., & Cuzdriorean, D. (2016). Truthfulness in Accounting: How to Discriminate Accounting Manipulators from Non-manipulators. *Journal of Business Ethics*, 1–16. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3048-3>
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1978). Towards a Positive Theory of Determination of Accounting Standards. *Accounting Review*, 53(1), 112–134. <https://doi.org/10.2307/245729>
- Watts, R., & Zimmerman, J. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156. <https://doi.org/10.2307/247880>
- Watts, R., Zimmerman, J., & Cliffs, E. (1986). *Positive Accounting Theory*. *Journal of Accountancy*. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(85\)91716-7](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(85)91716-7)

7. ANEXOS

Anexo 1 – Lista de empresas analisadas

Lista das empresas estudadas
Altri, SGPS, S.A.
CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.
Cofina, S.G.P.S., S.A.
COMPTA - Equipamentos e Serviços de Informática, S. A.
CORTICEIRA AMORIM, S.G.P.S., S.A.
EDP – ENERGIAS DE PORTUGAL, S.A.
ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.
F. Ramada Investimentos, S.G.P.S., S.A.
Galp Energia, SGPS, S. A.
Glintt – Global Intelligent Technologies, S.A.
IBERSOL – SGPS, SA.
Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.
IMPRESA – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.
Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.
Jerónimo Martins, SGPS, S.A.
LISGRÁFICA – IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.
Martifer, SGPS, S.A.
Grupo Media Capital, SGPS, S.A.
Mota-Engil, SGPS, S.A.
NOVABASE S.G.P.S., S.A.
PORTUCEL, S.A.
Reditus, SGPS, S.A.
REN – REDES ENERGÉTICAS NACIONAIS, SGPS, S.A.
SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A.
Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.
Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, SA.
Sonae, SGPS, S.A.
Sonae Capital, S.G.P.S., S.A.
SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.
Sonaecom SGPS, S.A.
Sumol+Compal, S.A.
Teixeira Duarte, S.A.
Toyota Caetano Portugal, S.A.
VAA-VISTA ALEGRE ATLANTIS, SGPS, S.A.

Fonte: Elaboração própria

Anexo 2 – Dados utilizados na aplicação do modelo

Vendas e/ou Prestação de Serviços					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	497290320	479344964	530107285	559070051	542678542
Cimpor	2239426	2275269	1509956	2624524	2603685
Cofina	120015169	114455110	99631868	91392081	91131446
Compta	29260085	29573248	28960675	28777803	32512112
Corticeira Amorim	456790	494842	534240	542500	560340
EDP	14170742	15120851	16339854	16103190	16293883
Estoril Sol	228208046	212863219	184214720	173564334	168229361
F. Ramada	90485789	107889788	109335827	104398942	118198498
Galp Energia	14063694	16803936	18507037	19620340	18020994
Glintt	111565080	94464197	91123513	86001422	80187573
Ibersol	212093913	194523145	170667531	172488162	187466894
Imobiliária Grão Pará	1562515	1851871	1666978	389302	390915
Impresa	268388427	247448012	226063792	235470645	235471000
Inapa	991586	998115	936404	898849	919266
Jerónimo Martins	8691115	9838241	10683123	11829308	12680215
Lisgrafica	34741934	29529085	22454580	21024466	20415649
Martifer	587225838	531852146	481391925	517770071	188907997
Media capital	223874806	193392769	135483901	121872452	127397886
Mota Engil	2004551	2176072	2243167	2313702	2368155
Novabase	236331	229633	212075	216830	220855
Portucel	1385455688	1487884293	1501615139	1530609430	1542279415
Reditus	115568089	108085864	126065288	109698608	117926666
Ren	758827	530821	588973	575998	570850
Sag Gest	1038625,8	782465,4	549154	405688,4	487146,7
Soares da Costa	893528161	873548049	187445301	134970767	12347456
Semapa	1688236320	1779744531	1952587918	1990510464	1998155894
Sonae	5845286571	5738153991	5378522514	4821341341	4974126500
Sonae capital	178582193	136884900	112288478	135867629	177965261
Sonae industria	1292556776	1364309370	1321030216	1231555921	1014531821
Sonae com	920718988	863634415	825438379	116974752	121716666
Sumol+Compal	342685814	331558596	295653796	301662963,6	309978328,1
Teixeira Duarte	1379628	1200270	1383326	1580959	1679722
Toyota Caetano	426258266	293443182	216271646	222923191	271578920
Vaa vista Alegre	50777	53900	54236	54172	65170

Margem Bruta					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	330 813 542	277 881 921	321 273 073	318 726 490	287 853 970
Cimpor	1 596 681	1 615 315	1 108 603	2 034 127	1 957 583
Cofina	101 318 941	94 894 221	81 813 152	75 947 265	76 369 006
Compta	14 904 092	16 333 861	15 037 705	16 391 923	19 723 543
Corticeira Amorim	154 278	167 165	266 205	278 144	274 135
Edp	5 404 331	5 436 475	5 428 167	5 551 030	5 367 129
Estoril Sol	225 894 825	210 281 314	182 060 858	171 251 113	165 743 805
F. Ramada	40 129 535	47 538 542	46 047 885	45 642 741	52 064 477
Galp Energia	2 067 064	2 234 257	2 311 352	2 412 098	2 319 622
Glantt	89 014 258	79 826 653	75 058 333	72 729 795	70 195 250
Ibersol	166 087 439	150 683 153	130 606 247	131 858 131	143 435 523
Imobiliária Grão Pará	1 319 235	1 561 910	1 261 212	331 773	251 076
Impresa	170 551 711	157 495 436	144 539 865	156 313 597	154 072 419
Inapa	181 687	174 644	166 546	165 536	167 318
Jerónimo Martins	1 634 215	1 769 280	2 345 670	2 540 626	2 691 692
Lisgrafica	21 353 800	18 271 836	14 689 187	14 465 728	14 300 293
Martifer	203 709 424	245 037 902	258 723 783	327 446 194	133 579 188
Media capital	198 540 504	167 523 441	113 110 319	96 130 649	103 717 669
Mota Engil	828 857	1 001 808	1 096 869	1 249 957	1 314 961
Novabase	146 206	142 716	146 949	149 665	159 001
Portucel	868 232 232	907 615 783	826 512 610	870 776 047	867 176 886
Reditus	97 303 094	95 506 125	114 473 490	98 011 541	106 632 430
Ren	758 080	529 404	588 176	575 695	570 048
Sag Gest	254 624	210 634	148 366	54 502	61 358
Soares da Costa	717 290 876	687 077 125	187 105 308	134 315 511	12 326 677
Semapa	1 092 332 031	1 110 207 017	1 192 973 659	1 182 321 327	1 183 373 002
Sonae	2 152 794 437	2 110 300 399	1 860 213 100	1 218 961 013	1 192 751 777
Sonae capital	138 543 195	97 942 954	75 703 817	95 038 542	114 836 169
Sonae industria	648 797 557	651 146 668	641 965 252	586 084 735	473 550 477
Sonaecom	792 805 011	778 232 891	757 372 411	92 221 698	91 375 362
Sumol+Compal	192 229 757	178 003 960	151 493 105	156 234 470	163 962 406
Teixeira Duarte	915 357	750 837	863 851	997 597	1 030 314
Toyota Caetano	97 483 034	71 287 221	60 398 830	53 318 023	50 642 297
Vaa vista Alegre	36 007	38 484	36 841	37 600	43 887

Recebimentos de Clientes					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	538 394 940	470 879 418	485 011 638	580 037 895	533 210 945
Cimpor	2 608 829	2 647 284	2 513 330	2 745 996	2 731 971
Cofina	154 840 242	147 462 634	135 401 832	109 301 097	110 203 926
Compta	43 265 729	37 635 643	30 401 377	31 081 508	31 496 511
Corticeira Amorim	465 285	536 664	588 693	595 190	615 763
Edp	13 153 511	14 337 258	14 709 734	14 551 137	14 802 734
Estoril Sol	226 472 117	212 616 790	189 525 379	177 595 282	172 514 459
F. Ramada	104 484 477	126 564 272	128 139 302	124 018 900	141 132 258
Galp Energia	13 879 966	16 708 028	20 295 479	20 505 082	20 475 148
Glintt	123 274 770	118 148 237	105 766 196	105 391 801	95 190 957
Ibersol	212 049 086	195 056 707	169 654 587	173 273 777	187 835 470
Imobiliária Grão Pará	1 375 456	1 756 408	1 185 709	92 234	26 070
Impresa	278 751 050	250 327 058	223 107 054	225 325 276	244 904 652
Inapa	1 034 449	1 053 344	950 726	938 984	957 114
Jerónimo Martins	9 733 271	11 006 389	11 959 856	13 294 761	14 297 584
Lisgrafica	36 314 812	32 873 919	23 245 771	23 079 817	22 635 147
Martifer	634 120 891	673 709 807	635 572 304	678 567 568	186 215 670
Media capital	311 720 614	283 605 903	215 547 658	235 178 633	219 650 919
Mota Engil	2 010 583	2 214 911	2 294 820	2 271 724	2 461 687
Novabase	245 289	220 015	222 111	215 143	207 596
Portucel	1 463 346 689	1 541 096 400	1 646 482 380	1 616 418 708	1 622 642 874
Reditus	112 046 998	120 614 945	131 563 952	127 331 534	124 743 635
Ren	2 155 337	2 243 369	2 289 659	2 056 635	2 459 521
Sag Gest	1 038 727	814 932	379 687	407 793	497 292
Soares da Costa	752 095 124	729 226 037	81 529 346	101 995 939	18 022 104
Semapa	1 806 503 592	1 881 714 693	2 163 019 309	2 151 669 719	2 134 644 998
Sonae	5 966 163 933	5 742 405 834	5 347 329 798	5 232 159 494	4 980 380 801
Sonae capital	175 808 967	142 830 165	112 795 703	134 476 350	179 986 235
Sonae industria	1 248 642 478	1 337 944 246	1 337 396 093	1 231 670 082	1 119 109 395
Sonaecom	933 786 081	840 349 858	792 310 936	555 100 940	130 622 335
Sumol+Compal	335 080 888	355 329 551	327 264 131	323 515 713	343 805 458
Teixeira Duarte	1 330 658	1 449 982	1 417 091	1 403 216	1 663 068
Toyota Caetano	446 426 493	336 333 743	246 958 919	249 146 952	258 877 084
Vaa vista Alegre	58 461	57 338	60 310	61 257	69 302

Total do Ativo					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	1 190 476 397	1 127 723 819	1 128 360 046	1 221 377 826	1 239 255 998
Cimpor	5 384 880	5 237 038	7 386 592	6 451 345	6 552 868
Cofina	219 742 535	174 104 913	142 416 968	137 190 553	134 506 156
Compta	33 474 873	29 213 952	31 421 956	31 569 689	27 937 617
Corticeira Amorim	561 766	605 053	643 767	627 307	617 446
Edp	40 488 853	41 280 577	42 627 844	42 649 900	42 873 017
Estoril Sol	278 401 982	256 353 898	231 220 403	209 667 092	191 241 203
F. Ramada	186 127 402	183 886 541	167 630 286	173 174 131	184 068 583
Galp Energia	9 147 515	10 155 417	13 908 574	13 717 324	13 215 417
Glintt	221 027 335	217 498 501	216 564 956	221 145 677	217 990 354
Ibersol	232 217 605	227 749 580	223 982 513	218 322 741	219 506 084
Imobiliária Grão Pará	89 035 764	88 968 146	42 634 673	43 715 479	43 392 379
Impresa	484 403 263	441 809 872	421 043 040	421 877 868	407 080 084
Inapa	732 981	688 928	677 239	676 399	664 592
Jerónimo Martins	4 159 022	4 481 283	4 771 711	5 099 159	5 172 421
Lisgrafica	61 700 087	42 956 716	33 633 623	28 711 352	23 457 761
Martifer	1 126 051 346	1 037 833 335	976 375 200	787 773 044	632 729 698
Media capital	406 814 134	377 401 246	351 281 843	334 615 577	332 042 066
Mota Engil	3 456 166	3 524 297	3 598 749	3 773 429	3 961 761
Novabase	196 496	206 302	218 956	214 699	210 454
Portucel	2 667 015 563	2 821 251 978	2 724 484 931	2 819 669 491	2 708 291 646
Reditus	191 898 787	184 763 349	185 156 600	191 270 682	196 461 161
Ren	4 460 503	4 473 675	4 686 054	5 061 349	4 924 755
Sag Gest	973 098	801 778	686 800	524 253	561 382
Soares da Costa	1 667 454 933	1 763 692 936	1 792 025 729	977 978 311	394 099 194
Semapa	3 569 649 634	3 785 556 572	4 227 960 142	4 343 613 506	4 104 644 487
Sonae	7 551 813 932	7 740 715 012	6 035 355 458	5 476 537 589	5 578 121 881
Sonae capital	731 166 653	673 830 788	657 414 299	633 436 418	635 991 765
Sonae industria	1 485 594 812	1 431 607 388	1 269 874 764	1 245 653 892	1 085 933 309
Sonaecom	1 861 869 826	2 019 788 170	1 898 872 117	1 227 050 150	1 095 839 670
Sumol+Compal	600 661 255	587 841 129	575 688 378	564 448 200	625 126 552
Teixeira Duarte	2 721 252	2 753 194	2 767 486	2 783 596	2 954 007
Toyota Caetano	291 170 549	261 292 853	213 981 238	202 146 564	248 469 674
Vaa vista Alegre	131 430	130 872	130 435	146 098	166 107

Ativo Fixo Tangível					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	500 152 206	460 118 883	424 105 163	390 512 538	384 285 503
Cimpor	2 188 328	2 214 162	3 189 724	2 774 490	2 749 557
Cofina	10 755 915	9 561 732	8 176 586	7 177 531	5 883 466
Compta	9 711 244	9 393 138	9 335 099	959 212	1 004 062
Corticeira Amorim	168 430	172 372	182 173	184 661	182 893
Edp	20 323 583	20 708 313	20 905 340	20 316 306	20 523 100
Estoril Sol	68 005 611	63 349 772	63 707 981	58 623 043	53 813 029
F. Ramada	5 330 042	5 046 685	4 577 517	5 391 709	5 146 397
Galp Energia	3 588 502	4 159 443	4 489 919	4 565 289	5 052 356
Glintt	3 087 820	3 741 666	3 340 752	2 985 249	7 609 624
Ibersol	121 039 747	123 224 419	119 826 752	121 478 006	132 109 999
Imobiliária Grão Pará	11 416 581	11 296 994	10 388 575	10 666 474	10 381 048
Impresa	36 959 960	37 939 386	30 621 140	29 291 053	28 177 221
Inapa	99 180	95 884	92 088	92 997	86 487
Jerónimo Martins	2 192 824	2 300 501	2 571 705	2 782 821	2 773 324
Lisgrafica	22 492 868	18 363 936	14 862 899	11 466 366	8 659 573
Martifer	367 482 823	304 939 148	273 367 524	209 544 798	166 415 160
Media capital	30 644 983	28 995 985	21 615 813	17 356 933	16 255 334
Mota Engil	569 059	564 557	613 431	690 603	771 662
Novabase	9 836	9 000	7 101	6 120	5 570
Portucel	1 604 129 728	1 529 709 225	1 398 755 181	1 316 186 000	1 250 351 511
Reditus	16 587 124	15 205 123	12 210 940	11 714 348	10 513 691
Ren	1 201	488	827	934	682
Sag Gest	369 421	212 803	214 516	66 246	65 308
Soares da Costa	271 174 400	271 721 999	249 561 048	80 686 948	66 879 138
Semapa	2 113 206 535	2 045 745 274	2 301 163 727	2 197 206 941	2 009 740 138
Sonae	2 721 492 972	2 677 596 381	2 603 109 778	1 827 164 403	1 801 947 881
Sonae capital	257 689 745	236 088 219	246 117 450	238 552 228	240 710 716
Sonae industria	983 531 105	915 418 700	806 163 927	811 477 229	700 089 421
Sonaecom	592 369 741	583 413 555	580 956 944	5 530 098	2 696 429
Sumol+Compal	81 684 942	75 735 032	71 798 144	67 269 904	63 636 279
Teixeira Duarte	532 900	515 189	529 775	571 257	668 117
Toyota Caetano	98 443 328	89 833 363	83 466 849	74 570 014	74 805 462
Vaa vista Alegre	37 977	41 159	43 103	62 945	76 118

Depreciação do Exercício					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	51 332 023	51 584 896	48 281 016	48 683 243	48 324 442
Cimpor	205 130	208 793	326 140	198 747	189 576
Cofina	2 561 377	2 833 539	2 705 296	3 357 637	2 373 509
Compta	437 429	354 221	375 625	426 435	112 668
Corticeira Amorim	20 615	20 395	21 206	21 516	22 336
Edp	1 017 446	1 024 378	1 084 217	1 065 717	958 456
Estoril Sol	20 225 831	17 156 570	11 972 878	11 873 707	13 345 178
F. Ramada	1 316 143	1 301 455	1 126 571	1 445 246	1 476 739
Galp Energia	272 819	326 499	347 281	487 191	537 235
Glintt	1 079 589	758 422	816 648	729 081	667 863
Ibersol	8 508 364	8 433 329	8 448 581	8 074 242	8 230 731
Imobiliária Grão Pará	144 392	129 042	64 546	74 946	44 415
Impresa	7 108 357	7 227 447	6 583 130	4 922 882	3 616 194
Inapa	4 488	4 394	4 234	4 004	3 962
Jerónimo Martins	182 957	199 591	209 662	235 857	262 717
Lisgrafica	4 760 140	4 255 523	3 477 861	2 831 289	2 138 667
Martifer	22 209 303	17 236 341	15 276 225	9 345 669	14 880 860
Media capital	8 662 757	9 383 043	8 051 389	6 607 324	5 993 519
Mota Engil	74 414	78 891	83 194	94 776	120 804
Novabase	3 291	3 543	3 216	2 962	2 436
Portucel	120 719 055	121 588 516	117 770 473	106 817 938	117 379 722
Reditus	1 832 536	1 671 409	1 709 136	1 240 714	1 001 273
Ren	355	379	208	270	272
Sag Gest	64 526	40 198	1 838	2 007	1 587
Soares da Costa	21 728 223	20 536 848	21 096 464	19 933 777	2 202 194
Semapa	165 055 014	162 413 811	173 475 679	166 785 482	170 941 334
Sonae	234 273 545	246 007 346	242 031 508	213 080 313	141 927 288
Sonae capital	16 779 263	13 344 003	16 125 892	12 503 989	7 466 336
Sonae industria	92 182 584	80 671 570	77 154 379	72 405 820	68 885 207
Sonaecom	86 296 783	90 280 748	79 514 395	55 895 847	1 293 645
Sumol+Compal	16 300 373	15 526 874	11 498 634	10 669 408	9 768 766
Teixeira Duarte	58 346	61 140	59 839	61 766	74 241
Toyota Caetano	17 939 759	17 784 165	15 559 975	12 475 021	11 283 350
Vaa vista Alegre	3 255	3 338	3 509	3 394	4 607

Ativo Corrente					
Empresas	2010	2011	2012	2013	2014
Altri	290 053 497	265 676 506	274 553 434	400 019 449	430 362 253
Cimpor	1 413 364	1 329 638	1 564 964	1 475 617	1 503 906
Cofina	101 301 161	59 347 531	31 329 612	29 572 076	31 993 273
Compta	21 565 642	18 098 481	21 351 223	26 212 179	21 720 809
Corticeira Amorim	354 793	397 183	430 600	414 562	404 181
Edp	7 281 625	6 969 520	7 392 571	7 982 280	7 465 613
Estoril Sol	17 467 650	20 638 667	16 717 359	17 795 358	18 274 865
F. Ramada	88 284 192	82 764 974	66 446 069	65 605 891	76 064 320
Galp Energia	3 407 471	3 783 161	5 976 290	5 615 682	4 933 237
Glintt	64 136 850	54 422 018	50 022 914	46 799 830	40 383 664
Ibersol	47 287 016	41 786 018	41 657 709	35 918 497	28 469 646
Imobiliária Grão Pará	75 634 063	75 686 033	1 090 511	367 841	849 484
Impresa	71 151 763	65 594 356	55 895 347	62 315 579	49 119 209
Inapa	338 002	299 000	279 609	274 197	267 643
Jerónimo Martins	903 433	1 147 451	1 129 457	1 241 367	1 320 971
Lisgrafica	14 425 578	12 053 913	8 841 789	7 771 905	7 689 492
Martifer	572 479 884	493 369 017	456 902 151	392 922 655	359 778 022
Media capital	127 076 971	107 426 712	96 179 013	91 390 823	90 986 655
Mota Engil	1 844 245	1 938 383	2 104 936	2 143 708	2 257 503
Novabase	143 220	152 002	165 360	154 498	146 808
Portucel	551 926 157	753 063 858	794 500 260	981 081 814	940 150 351
Reditus	76 524 833	76 625 041	87 750 427	91 377 937	102 039 938
Ren	495 248	314 984	398 503	758 518	657 435
Sag Gest	412 632	486 409	375 457	161 953	242 850
Soares da Costa	899 251 556	826 503 472	763 643 419	143 800 677	76 501 919
Semapa	800 973 708	1 055 817 624	1 106 444 157	1 312 545 460	1 250 617 840
Sonae	1 496 587 115	1 689 597 652	1 419 882 252	1 503 415 108	1 560 749 302
Sonae capital	294 678 929	262 775 595	239 154 897	228 400 382	227 081 741
Sonae industria	350 633 941	367 811 580	328 562 112	301 505 338	244 268 157
Sonaecom	360 487 681	439 510 455	315 678 713	459 766 323	303 357 755
Sumol+Compal	107 119 529	101 237 427	95 727 327	91 243 004	158 188 366
Teixeira Duarte	1 097 324	1 330 867	1 392 829	1 288 661	1 396 943
Toyota Caetano	167 432 067	146 455 487	106 117 074	103 143 119	148 644 377
Vaa vista Alegre	54 980	47 747	45 220	43 781	47 152

Anexo 3 – Resumo dos ênfases e reservas presentes nos relatórios de auditoria das empresas

CIMPOR – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A.	
2012	<p>Ênfase:</p> <ul style="list-style-type: none">• Na sequência da Oferta Pública de Aquisição sobre a totalidade do capital da Empresa, foi concretizada uma operação de permuta de ativos. Decorrente desta permuta, a expressão da atividade associada aos ativos alienados é apresentada numa única linha da demonstração consolidada do rendimento integral, com a designação de resultados de operações descontinuadas. De forma a permitir a sua comparabilidade, a demonstração consolidada do rendimento integral do exercício findo em 31 de dezembro de 2011 foi reexpressa por forma a evidenciar igualmente como resultado de operações descontinuadas a expressão da atividade nesse ano associada aos referidos ativos alienados. Adicionalmente, a diferença de compra apurada na aquisição dos ativos, no montante de 1.814 milhões de Euros foi, em 31 de dezembro de 2012, provisoriamente classificada na demonstração da posição financeira consolidada como “goodwill”, devendo em 2013 ser alocada aos ativos e passivos adquiridos em função dos respetivos justos valores.• Foram efetuados no primeiro semestre testes de imparidade a ativos que conduziram ao registo de perdas por imparidade de, aproximadamente, 290 milhões de Euros, dos quais, aproximadamente, 270 milhões de Euros incluídos em resultados de operações descontinuadas na demonstração do rendimento integral consolidado.
2013	<p>Ênfase:</p> <ul style="list-style-type: none">• As demonstrações consolidadas dos resultados e do outro rendimento integral e dos fluxos de caixa do exercício findo em 31 de dezembro de 2013 não são integralmente comparáveis com as do exercício anterior, uma vez que incorporam o resultado e os fluxos de caixa das operações relativas aos ativos adquiridos na permuta, concretizada no final do exercício findo em 31 de dezembro de 2012.

COMPTA - Equipamentos e Serviços de Informática, S. A.	
2011	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • O valor dos capitais próprios consolidados apresenta-se negativo.
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • O valor dos capitais próprios consolidados apresenta-se negativo.
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • O valor dos capitais próprios consolidados apresenta-se negativo.
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • O valor dos capitais próprios consolidados apresenta-se inferior a metade do capital social. • As demonstrações financeiras consolidadas e o resultado líquido consolidado foram influenciados pela saída da subsidiária DEZ – Desenvolvimento empresarial, S.A.

ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.

2011

Enfase:

- Algumas empresas do grupo apresentam capital próprio inferior a 50% do capital social.
- Existem responsabilidades, na empresa consolidante, com pensões de reforma de administradores jubilados e em exercício que se encontram integralmente cobertas pelas provisões constituídas com base em estudo atuarial efetuado por entidade independente.
- A empresa reconheceu a perda de imparidade do goodwill gerado aquando da aquisição do capital social da “Varzim Sol – Turismo, Jogo e Animação, SA,

2012

Enfase:

- Algumas empresas do grupo apresentam capital próprio inferior a 50% do capital social.
- Existem responsabilidades, na empresa consolidante, com pensões de reforma de administradores jubilados e em exercício que se encontram integralmente cobertas pelas provisões constituídas com base em estudo atuarial efetuado por entidade independente.
- Reconheceu a perda de imparidade do goodwill referente à Varzimsol – Turismo, Jogo e Animação, SA, no montante de € 2.935.782.
- Foram alteradas as estimativas do período de vida útil das máquinas do jogo, considerando a sua utilização até final dos respetivos contratos de concessão. Este investimento é participado pelo Estado. Esta alteração produz efeitos prospetivos, tendo afetado, positivamente, o resultado líquido consolidado do exercício, em € 1.072.217.
- As empresas operacionais da área do jogo, do Grupo Estoril Sol, intentaram junto dos Tribunais ações relacionadas com a base de cálculo do imposto de jogo a pagar ao Estado. Contudo, à data da emissão da Certificação Legal das Contas tais ações encontram-se, ainda, em suspenso.

ESTORIL-SOL, SGPS, S.A.	
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Algumas empresas do grupo apresentam capital próprio inferior a 50% do capital social. • Existem responsabilidades, na empresa consolidante, com pensões de reforma de administradores jubilados e em exercício que se encontram integralmente cobertas pelas provisões constituídas com base em estudo atuarial efetuado por entidade independente. • As empresas operacionais da área do jogo, do Grupo Estoril Sol, intentaram junto dos Tribunais ações relacionadas com a base de cálculo do imposto de jogo a pagar ao Estado. Contudo, pese o Grupo tenha impugnado todas as liquidações de imposto que lhe foram apresentadas, à data da emissão desta Certificação Legal das Contas, o mesmo encontra-se totalmente pago, não tendo o Grupo qualquer dívida de imposto.
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Algumas empresas do grupo apresentam capital próprio inferior a 50% do capital social. • Existem responsabilidades, na empresa consolidante, com pensões de reforma de administradores jubilados e em exercício que se encontram integralmente cobertas pelas provisões constituídas com base em estudo atuarial efetuado por entidade independente. • As empresas operacionais da área do jogo, do Grupo Estoril Sol, intentaram junto dos Tribunais ações relacionadas com a base de cálculo do imposto de jogo a pagar ao Estado. Contudo, pese o Grupo tenha impugnado todas as liquidações de imposto que lhe foram apresentadas, à data da emissão desta Certificação Legal das Contas, o mesmo encontra-se totalmente pago, não tendo o Grupo qualquer dívida de imposto. • À data do encerramento das contas, o rácio de autonomia financeira da subsidiária “Varzim-Sol – Turismo, Jogo e Animação, S.A.” não atingia o limite mínimo estabelecido no art.º 17.º do Decreto-Lei n.º 422/89, (Lei do Jogo). Na análise aos acontecimentos subsequentes à data de Balanço, verificámos que a Empresa efetuou prestações acessórias de capital, em numerário, à subsidiária “Varzim-Sol – Turismo, Jogo e Animação, S.A.”, no montante de 2.050.000,00 euros, com o propósito de reforçar a estrutura de capitais próprios desta subsidiária a fim de dar cumprimento ao normativo acima mencionado.

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.	
2011	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Estão reconhecidas em balanço responsabilidades em mora perante a Administração Fiscal e a Segurança Social, no montante de, aproximadamente, 250.000 Euros, bem como os respetivo juros estimados. • A ação judicial recorrida de sentença favorável de 2.034.452 Euros, encontra-se a aguardar desfecho definitivo. Esta ação foi intentada contra o Estado a título de Enriquecimento sem Causa, em virtude do Acordo Global, assinado com empresas do Grupo Grão Pará, considerar dívidas fiscais que se encontravam prescritas. Está reconhecida no ativo desde 2001 a quantia de cerca de 16.950.000 Euros (excesso do valor dos bens imóveis dados como pagamento, relativamente ao valor de liquidação das dívidas fiscais e à Segurança Social), quantia essa que a Empresa considera corresponder ao valor a apurar de indemnização que foi pedida na referida ação. • As demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto da continuidade, embora se tenha concretizado a alienação de património numa situação de desvalorização.
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Embora as demonstrações financeiras estejam preparadas de acordo com os requisitos do referencial de relato financeiro aplicável, entendeu-se que a terminologia usada, a divulgação ou apresentação não respeitam totalmente aquele normativo. • Quanto à ação intentada contra o Estado Português por ter considerado dívidas fiscais prescritas no Acordo de Fecho (2000), no decurso de 2012 foi interposto recurso jurisdicional e feitas alegações relativamente a sentença favorável de 2.034.452 Euros. Tendo sido recorrida, também, pelo Ministério Público, aguarda-se desfecho definitivo da ação. A associada Interhotel – Sociedade Internacional de Hotéis, S.A. procedeu à consequente alteração na estimativa contabilística reconhecida no ativo desde 2001, em cerca de 7.164.000 Euros. A Administração considera que a quantia em balanço, no montante aproximado de 9.800.000 Euros, corresponde à melhor estimativa do valor total a apurar pedido na referida ação, com referência à data do relato financeiro.

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.

2013

Enfase:

- Embora as demonstrações financeiras estejam preparadas de acordo com os requisitos do referencial de relato financeiro aplicável, entendemos que a terminologia usada, a divulgação ou apresentação não respeitam totalmente aquele normativo.
- Algumas das empresas do Grupo incluídas no perímetro de consolidação apresentam capital próprio inferior a metade do seu capital social,
- Quanto à ação intentada contra o Estado Português por ter considerado dívidas fiscais prescritas no Acordo de Fecho (2000), foi interposto recurso jurisdicional e feitas alegações relativamente a sentença favorável de 2.034.452 Euros. Tendo sido a sentença também recorrida pelo Ministério Público, aguarda-se desfecho definitivo. A associada Interhotel – Sociedade Internacional de Hotéis, S.A. procedeu à divulgação de que a quantia líquida em balanço, próxima de 9.800.000 Euros, corresponde à melhor estimativa do valor total a apurar pedido no recurso.
- As demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto da continuidade, embora no contexto de acontecimentos ou condições a que se associam incertezas, devido à alienação de património e a processos judiciais em curso. Salientam-se as circunstâncias relativas a imóveis, bem como à dívida de 24.510.000 Euros reclamada pela Caixa geral de depósitos, a que corresponde a quantia assentada de 14.300.000 Euros apresentada em passivos correntes. Em ativo não corrente são apresentados i) saldos a receber de outras partes relacionadas, no montante de 11.670.000 Euros, e ii) inventários no montante de 5.262.000 Euros, que consistem essencialmente em encargos com loteamentos, estudos e projetos de arquitetura relativos a terrenos, propriedade de antiga participada. Com o encerramento do Aparthotel Solférias em período subsequente, o Grupo cessou a atividade hoteleira. Verifica-se igualmente que o ativo corrente é significativamente inferior ao passivo corrente consolidado, e estava em mora parte da quantia em “Estado e outros entes públicos” (428.171 Euros). Face ao exposto, não é possível antecipar eventuais implicações futuras na posição financeira.

Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.

2014

Enfase:

- Relativamente à ação intentada contra o Estado Português por ter considerado dívidas fiscais prescritas no Acordo de Fecho (2000), aguarda-se a confirmação pelo Tribunal Central Administrativo da sentença favorável obtida em 1ª instância. A associada Interhotel – Sociedade Internacional de Hotéis, S.A. procedeu à divulgação de que a quantia líquida em balanço, próxima de 9.800.000 Euros, corresponde à melhor estimativa do valor total a apurar pedido no recurso.
- Aguarda-se os ulteriores termos dos processos quanto (i) à ação executiva intentada pela Caixa Geral de Depósitos no valor de cerca de 18.000.000 Euros, acrescidos de juros de mora vincendos, face à quantia assentada de cerca de 14.000.000 Euros, e (ii) ao processo relativo ao pedido de indemnização por constituição de servidão aeronáutica em montante não inferior a 20.000.000 Euros.
- As demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto da continuidade, embora no contexto de acontecimentos ou condições a que se associam incertezas, quanto à sustentabilidade da atividade, à alienação de património e a processos judiciais em curso. Face ao exposto, e à cessação da atividade hoteleira, ocorrida neste exercício, não é possível antecipar eventuais implicações futuras na posição financeira, estando a continuidade dependente do apoio financeiro dos acionistas.

Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.	
2011	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Em 2007 a Papelaria Fernandes – Indústria e Comércio, SA interpôs contra a Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA uma ação relativa a factos ocorridos em anos anteriores. A Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA considera que não tem qualquer responsabilidade relevante para com a Papelaria Fernandes – Indústria e Comércio, SA em resultado das operações referidas no processo interposto por esta, pelo que não procedeu à constituição de qualquer provisão nas demonstrações financeiras consolidadas.
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Em 2007 a Papelaria Fernandes – Indústria e Comércio, SA interpôs contra a Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA uma ação relativa a factos ocorridos em anos anteriores. A Inapa – Investimentos, Participações e Gestão, SA considera que não tem qualquer responsabilidade relevante para com a Papelaria Fernandes – Indústria e Comércio, SA em resultado das operações referidas no processo interposto por esta, pelo que não procedeu à constituição de qualquer provisão nas demonstrações financeiras consolidadas.

LISGRÁFICA – IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.

2011

Enfase:

- Não foi possível concluir quanto à razoabilidade dos saldos de: a) valor a receber e a pagar da acionista Gestprint incluídos no balanço e b) responsabilidades perante instituições financeiras por conta de operações de factoring incluídas no balanço.

Reserva:

- Em 31 de Dezembro de 2011, o balanço inclui um valor a receber de um cliente de aproximadamente 3.528 milhares de euros, cuja recuperabilidade será discutida em tribunal, pelo que a data não é possível concluir quanto à recuperação deste saldo.
- Existe uma diferença de saldo nos financiamentos registados entre a empresa e a instituição financeira com quem trabalha, pelo que a contabilidade apresenta um valor líquido superior a 800 milhares de euros face à informação recebida da instituição financeira. A data estão em curso procedimentos para esclarecer a diferença apurada, pelo que não é possível concluir quanto à razoabilidade dos referidos saldos.
- As presentes demonstrações financeiras foram preparadas no pressuposto da continuidade das operações, ainda que o capital próprio a 31 de Dezembro seja negativo em 38.998 milhares de euros. A data os resultados operacionais gerados foram negativos em, aproximadamente 56.219 milhares de euros, situação que têm vindo a persistir nos últimos exercícios.

LISGRÁFICA – IMPRESSÃO E ARTES GRÁFICAS, S.A.	
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Não foi disponibilizada informação relevante para concluir quanto à recuperabilidade de um saldo a receber de um cliente, cuja cobrança está a ser discutida em tribunal e existirem diferenças, de aproximadamente 800 milhares de euros, entre o montante dos financiamentos registados na contabilidade e a informação enviada por parte da instituição financeira. • A empresa apresenta o capital próprio negativo em 48.460 milhares de euros, os resultados operacionais negativos em, aproximadamente 4.4984 milhares de euros e o ativo corrente inferior ao passivo corrente em, aproximadamente 59.206 milhares de euros.
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A empresa apresenta um capital próprio negativo em 7.882 milhares de euros e o ativo corrente inferior ao passivo corrente em, aproximadamente 7.8199 milhares de euros. Existe incerteza em relação ao facto de a empresa apresentar resultados líquidos positivos no futuro.
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> • A empresa apresenta um capital próprio negativo em 11.564 milhares de euros e um ativo corrente inferior ao passivo corrente em, aproximadamente 5.121 milhares de euros.

Martifer, SGPS, S.A.	
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> As demonstrações financeiras consolidadas incluem um valor de 7.161 milhares de euros relativos a impostos diferidos ativos a recuperar no futuro pela Martifer Solar USA INC, cuja recuperação está pendente da aprovação do plano que a empresa vai apresentar ao tribunal e aos credores.
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> O grupo encontra-se em processo de renegociação da sua dívida com as instituições financeiras. O desenvolvimento dos negócios do grupo, alavancados pela carteira de encomendas existentes, proporcionará ao grupo condições que lhe permitam solver os seus compromissos e recuperar o valor dos seus ativos.

SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, SGPS, S.A.	
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> Os capitais próprios consolidados encontram-se negativos em 28.409 milhares de euros. Adicionalmente, os passivos correntes superam os ativos correntes em 336.855 milhares de euros, situação para a qual contribuem os empréstimos bancários no montante de 297.363 milhares de euros.

Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.

2012

Enfase:

- O saldo da rubrica Clientes integra dívidas vencidas em nome de uma sociedade de direito angolano e de partes relacionadas correspondentes, totalizando aproximadamente 75.000.000 Euro, cuja cobrança se encontra dependente de um processo negocial com a Administração dessa sociedade, quanto à execução de parte dos contractos de empreitada com este cliente. Em função da experiência da Empresa nesse mercado, os valores em causa serão cobráveis, não sendo expectável qualquer perda nestes ativos financeiros.
- Os contratos da Autoestradas XXI – Subconcessionária Transmontana, S.A. e da Scutvias – Autoestradas da Beira Interior, S.A. encontram-se a ser renegociados, sendo entendimento do Conselho de Administração que do seu desfecho não resultarão quaisquer alterações com impactos materialmente relevantes nos ativos não correntes consolidados. No caso das Scutvias, a receita da concessão respeitante ao exercício de 2012, que na perspectiva das contas consolidadas ascende a aproximadamente 44.000.000 Euro, foi determinada a título provisório e eventualmente sujeita a um acerto posterior. Esse acerto decorre do processo de introdução de portagens e encontra-se ao abrigo dum regime de transição a decorrer até à conclusão do processo negocial em curso.

Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.

2013

Enfase:

- O Grupo Soares da Costa mantém uma exposição líquida relativamente às empresas participadas Metropolitan Transportation Solutions, Ltd e Elos – Ligações de Alta Velocidade, SA nos montantes de, aproximadamente, 17.192.000 Euros e 3.065.000 Euros, respetivamente, relativos a contas a receber e empréstimos concedidos relacionados com projetos de construção e concessão. Ambos os projetos foram objeto de interrupção em exercícios anteriores, estando atualmente em curso processos que correm termos em Tribunais Arbitrais constituídos especificamente para o efeito, visando a recuperação integral dos montantes investidos naqueles projetos. Até à data, não é conhecido o desfecho dos processos acima referidos, sendo que a empresa considera que os mesmos lhe serão favoráveis, razão pela qual não procedeu ao registo de qualquer imparidade para fazer face a eventuais perdas na recuperação daqueles ativos.
- O Grupo Soares da Costa levou a cabo durante o exercício findo em 31 de dezembro de 2013 um processo de alienação do controlo da sua subsidiária Soares da Costa Construção SGPS, SA, mediante uma operação de diluição da respetiva participação financeira através de um aumento de capital que veio a ser celebrado em 12 de fevereiro de 2014, facto pelo qual este segmento de negócio foi considerado como uma atividade em descontinuação. Em resultado deste processo, a subsidiária foi desreconhecida das demonstrações financeiras consolidadas, tendo gerado um impacto na demonstração consolidada dos resultados do exercício findo em 31 de dezembro de 2013 no montante de, aproximadamente, 54 milhões de Euros.
- As demonstrações financeiras consolidadas foram preparadas no pressuposto da continuidade das operações, embora em 31 de dezembro de 2013 a Empresa apresente uma situação de fundo de maneio negativo e tenha registado resultados líquidos negativos nos exercícios de 2013 e 2012. Após a conclusão da operação de alienação, o Grupo Soares da Costa irá continuar com o processo de reflexão estratégica iniciado anteriormente, com o objetivo de aportar sustentabilidade económica e financeira às atividades que irão permanecer no seu perímetro de atuação. Consequentemente, a realização dos ativos e a liquidação dos passivos pelos prazos e montantes evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas anexas irão depender do sucesso das operações futuras das atividades do Grupo Soares da Costa e do apoio das instituições financeiras com quem se relaciona.

Grupo Soares da Costa, SGPS, S.A.

2014

Enfase:

- O Grupo Soares da Costa mantém uma exposição líquida relativamente às empresas participadas Metropolitan Transportation Solutions, Ltd e Elos – Ligações de Alta Velocidade, SA nos montantes de, aproximadamente, 17.192.000 Euros e 3.065.000 Euros, respetivamente, relativos a contas a receber e empréstimos concedidos relacionados com projetos de construção e concessão. Ambos os projetos foram objeto de interrupção em exercícios anteriores, estando atualmente em curso processos que correm termos em Tribunais Arbitrais constituídos especificamente para o efeito, visando a recuperação integral dos montantes investidos naqueles projetos. Até à data, não é conhecido o desfecho dos processos acima referidos, sendo que a empresa considera que os mesmos lhe serão favoráveis, razão pela qual não procedeu ao registo de qualquer imparidade para fazer face a eventuais perdas na recuperação daqueles ativos.
- O Grupo alterou, a sua política contabilística relativa ao registo de interesses conjuntamente controlados. A alteração desta política contabilística foi efetuada retrospectivamente, pelo que as Demonstrações da Posição Financeira Consolidada em 1 de janeiro de 2013 e 31 de dezembro de 2013, bem como as demonstrações Consolidadas dos resultados, do rendimento Integral, das alterações no Capital Próprio e dos Fluxos de Caixa do exercício findo em 31 de dezembro de 2013 foram reexpressas em conformidade.
- A empresa apresenta uma situação de fundo de maneo negativo, regista resultados líquidos negativos nos exercícios de 2014 e 2013 e apresenta capitais próprios consolidados negativos. Foi concretizado o processo de alienação da participação que o Grupo detinha na Indáqua – Industria de gestão de águas, SA., pelo montante global aproximadamente 29,4 milhões de Euros, a qual irá gerar uma mais-valia estimada em aproximadamente 9,6 milhões de euros, permitindo desta forma repor parte dos capitais próprios negativos existentes em 31 de dezembro de 2014. O Grupo encontra-se atualmente num processo de negociação com as instituições financeiras credoras de forma a aportar sustentabilidade económica e financeira à Empresa e suas subsidiárias. Consequentemente, a realização dos ativos, nomeadamente os ativos por impostos diferidos e a liquidação dos passivos pelos prazos e montantes evidenciados nas demonstrações financeiras consolidadas anexas irão depender do sucesso do processo de renegociação junto das instituições financeiras.

Sonae, SGPS, S.A.	
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> A Sonae SGPS, S.A. alterou voluntariamente as suas políticas contabilísticas relativas ao registo de: i) interesses em entidades conjuntamente controladas; e ii) encargos suportados com a angariação de contratos de fidelização de clientes. As alterações das políticas contabilísticas foram efetuadas retrospectivamente, pelo que as Demonstrações da Posição Financeira de 2011, bem como as Demonstrações Consolidadas dos Resultados, do Rendimento Integral, das Alterações no Capital Próprio e dos Fluxos de Caixa do exercício findo em 31 de Dezembro de 2011 foram reexpressas em conformidade.
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> A Optimus, S.G.P.S., S.A. foi incorporada por fusão na atual Zon Optimus, S.G.P.S., S.A. a qual passou a ser uma subsidiária da entidade conjuntamente controlada ZOPT, S.G.P.S., S.A.. Em resultado da perda de controlo sobre a Optimus, S.G.P.S., S.A. e suas filiais, parte significativa do segmento das Telecomunicações foi considerado, para efeitos da sua apresentação nas demonstrações financeiras consolidadas, como uma operação descontinuada tendo sido reconhecido um ganho de 442.605.639 Euros na rubrica “Resultados depois de impostos das operações descontinuadas” e encontrando-se o investimento financeiro na ZOPT, S.G.P.S., S.A. reconhecido pelo método de equivalência patrimonial em 31 de Dezembro de 2013.

Sonae, SGPS, S.A.	
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> A Empresa procedeu à alieação de 51,83% da Sonae Investimentos, SGPS, S.A. a uma subsidiária integralmente detida pela Empresa tendo reconhecido um ganho no montante de 932.057.037 Euros (que inclui a transferência de 371.403.860 Euros da rubrica “Reserva de justo valor” para resultado do exercício) transação que influencia de forma significativa o resultado líquido do exercício da Empresa em termos individuais. Tal ganho foi anulado no processo de consolidação não afetando as demonstrações financeiras consolidadas em 31 de Dezembro de 2014.

SONAE INDÚSTRIA, SGPS, S.A.	
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> O grupo alterou a mensuração subsequente dos terrenos e edifícios para o método de revalorização. O impacto desta alteração nas demonstrações financeiras consolidadas consistiu num aumento do ativo em 123.467.047 euros, do passivo em 22.530.772 euros e do capital próprio em 100.936.275 euros (dos quais 7.764.937 euros no resultado do período)
2014	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> O grupo conseguiu melhorias significativas no seu fundo de maneo, resultantes do aumento de capital de 112 milhões de euros e da reestruturação de cerca 319 milhões de euros de dívida

Sonaecom SGPS, S.A.	
2012	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> O grupo alterou a sua política contabilística de registo dos encargos suportados com a angariação de contratos de fidelização de clientes. Esta alteração foi aplicada retrospectivamente, pelo que as demonstrações financeiras consolidadas de 2011 foram reexpressas para estarem em conformidade com a política contabilística Foi aprovado o projeto de fusão da Optimus, S.G.P.S., S.A. com a Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, S.G.P.S., S.A. A evolução das operações do grupo Sonaecom e a sua atividade futura ira depender do desfecho deste processo de fusão, uma vez que a empresa é a acionista única da Optimus, S.G.P.S., S.A.
2013	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none"> Em resultado da perda de controlo sobre a Optimus, S.G.P.S., S.A., o segmento das telecomunicações foi considerado, para efeitos da sua apresentação nas demonstrações financeiras, como uma operação descontinuada, passando o investimento financeiro na ZOPT, S.G.P.S., S.A. a ser reconhecido pelo método de equivalência patrimonial.

Sumol+Compal, S.A.	
2011	<p>Enfase:</p> <ul style="list-style-type: none">• Os valores do exercício findo em 31 de Dezembro de 2010, que são apresentados nas demonstrações financeiras consolidadas anexas apenas para efeitos comparativos, não foram objeto de revisão ou de exame por parte dos Revisores Oficiais de Contas.