

**DAVID CAVACO  
LOPES**

**A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO  
FINANCEIRA E A SUA INFLUÊNCIA  
NO VALOR DAS EMPRESAS DO  
PORTUGUESE STOCK INDEX (PSI)**



**DAVID CAVACO  
LOPES**

**A QUALIDADE DA INFORMAÇÃO  
FINANCEIRA E A SUA INFLUÊNCIA  
NO VALOR DAS EMPRESAS DO  
PORTUGUESE STOCK INDEX (PSI)**

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação do Professor Doutor Carlos Manuel Pinheiro, professor associado em gestão apresentada na Universidade Europeia Faculdade de Ciências Sociais e Tecnologia para obtenção de grau de Mestre na especialidade de Gestão de Empresas



## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, gostaria de expressar a minha profunda gratidão ao meu orientador, o Professor Doutor Carlos Manuel Pinheiro, pelo seu valioso acompanhamento, pelo interesse demonstrado e principalmente pela compreensão que teve durante todo o processo de elaboração desta dissertação. Além da transmissão de conhecimentos valiosos, ensinou-me que o trabalho cuidado e rigoroso deve ser uma prática corrente e enaltecida. Sem a sua orientação, esta etapa não teria sido concluída de igual forma. O meu mais sincero agradecimento.

De seguida, quero agradecer ao meu núcleo mais próximo: a minha família e os meus amigos. Por todo o acompanhamento, por toda a preocupação, por tudo aquilo de que foram abdicando de forma a que este “bem maior” fosse alcançado. São, e serão sempre o meu pilar mais forte e mostraram-me, mais uma vez, que, independentemente da circunstância, estarei sempre bem acompanhado.

Por fim, uma nota de agradecimento ao Sporting Clube de Portugal, o meu clube de coração, que, em ano de bi-campeonato, me conferiu motivação e força de vontade para a conclusão desta etapa. Mostrou-me que, por mais árduo que seja um percurso, a recompensa final dá um verdadeiro significado ao esforço empreendido.



## Palavras-Chave

Qualidade dos Resultados, Gestão de Resultados, Acréscimos e Diferimentos, Tobin's Q, Portuguese Stock Index, COVID-19

## Resumo

Num ambiente financeiro cada vez mais exigente, a qualidade da informação financeira deixou de ser uma opção - tornou-se uma necessidade. Esta afirmação é fundamentada nos resultados de vários estudos empíricos que corroboram a ideia de que existe uma influência significativa da qualidade dos resultados na valorização das empresas. Neste sentido, o presente estudo tem como objetivo principal investigar a influência que a qualidade dos resultados exerce na valorização das empresas do Portuguese Stock Index (PSI). Desta forma, procedeu-se à recolha de dados anuais das empresas do PSI, referentes ao período de 2017 a 2022. Foi realizada uma regressão linear através do método dos mínimos quadrados (OLS), com efeitos fixos temporais. A qualidade dos resultados foi avaliada através da qualidade dos acréscimos e diferimentos, enquanto que o valor das empresas foi quantificado através do Tobin's Q. Foram adicionadas três variáveis de controlo: a dimensão da empresa, a sua estrutura de capitais e o ROE. Posteriormente, fez-se um *sample split*, que consistiu na divisão do período da amostra em dois segmentos: pré-COVID-19 e pós-COVID-19. Esta abordagem foi adotada com o objetivo de compreender se no período da pandemia se mantém a influência da qualidade dos resultados. Os resultados obtidos sugerem que, para o período total, não existe significância estatística entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas. Contudo, nos primeiros três anos do período em análise (pré-COVID-19), foi observada essa significância estatística, que deixou de ser evidenciada nos últimos três anos (pós-COVID-19). Estes resultados sugerem que, em condições normais de mercado, a qualidade dos resultados influencia a valorização das empresas do PSI. Porém, em períodos de incerteza, como o causado por uma pandemia, a qualidade dos resultados deixa de exercer uma influência significativa na decisão de investimento. Esta evidência empírica permite contribuir para a teoria financeira e constitui uma oportunidade de investigação futura.



**Keywords**

Earnings Quality, Earnings Management, Accruals Quality, Tobin's Q, Portuguese Stock Index, COVID-19

**Abstract**

In an increasingly challenging financial environment, the quality of financial information is no longer optional—it is imperative. This statement is based on the results of several empirical studies that corroborate the view that the quality of results has a significant influence on company valuations. In this sense, the main objective of this study is to investigate the influence that the earnings quality has on the valuation of companies in the Portuguese Stock Index (PSI). To this end, annual data from PSI companies was collected for the period from 2017 to 2022. A linear regression was performed using the ordinary least squares (OLS) method, with time fixed effects. The earnings quality was assessed through the quality of accruals, while the value of companies was quantified using Tobin's Q. Three control variables were added: company size, capital structure, and ROE. Subsequently, a sample split was performed, which consisted of dividing the sample period into two segments: pre-COVID-19 and post-COVID-19. This approach was adopted in order to understand whether the influence of the earnings quality remained during the pandemic period. The results obtained suggest that, for the total period, there is no statistical significance between the earnings quality and the value of companies. However, in the first three years of the period under analysis (pre-COVID-19), this statistical significance was observed, but it has not been evident in the last three years (post-COVID-19). These results suggest that, under normal market conditions, the earnings quality influences the valuation of PSI companies. However, in periods of uncertainty, such as that caused by a pandemic, the earnings quality no longer exhibits a significant influence on investment decisions. This empirical evidence contributes to the financial theory and provides an opportunity for future research.



## **Lista de abreviaturas e acrónimos**

ANOVA – *Analysis of Variance*

CFO – *Cash Flow* Operacional

COVID-19 – *Coronavirus Disease 2019*

EUA – Estados Unidos da América

OLS - *Ordinary Least Squares*

PSI – *Portuguese Stock Index*

ROE – *Return on Equity*

TCA – *Total Current Accruals*

UK – *United Kingdom*



## ÍNDICE

ÍNDICE DE TABELAS .....	xv
ÍNDICE DE FIGURAS .....	xvi
Capítulo 1 – Introdução .....	1
Capítulo 2 - Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses.....	7
2.1. ENQUADRAMENTO .....	7
2.2 MOTIVOS PARA A GESTÃO DE RESULTADOS .....	8
2.3. HIPÓTESES .....	13
Capítulo 3 - Metodologia .....	17
3.1. DADOS .....	17
3.2. MÉTODO .....	17
3.3. VARIÁVEIS.....	19
3.3.1. <i>Variável dependente</i> .....	19
3.3.2. <i>Variáveis independentes</i> .....	20
3.3.2.1. <i>Qualidade dos resultados</i> .....	20
3.3.3.2. <i>Características das empresas</i> .....	21
3.4. ANÁLISE DAS VARIÁVEIS.....	23
3.4.1. <i>Estatísticas descritivas das variáveis</i> .....	23
3.4.2. <i>Teste de normalidade</i> .....	24
Capítulo 4 - Resultados .....	27
4.1. MODELO BASE.....	27
4.2. TESTES DE ROBUSTEZ.....	29

4.2.1. <i>Efeitos Não Lineares da Qualidade dos Acréscimos: Análise por AQ Bins</i> .....	29
4.2.2. <i>Divisão da amostra por dois períodos: pré-COVID-19 e pós-COVID-19</i> .....	31
Capítulo 5 – <i>Conclusões</i> .....	35
5.1. <i>Contribuições da Investigação</i> .....	35
5.2. <i>Limitações</i> .....	37
5.3. <i>Propostas e Oportunidades de Futuras Investigações</i> .....	38

## ÍNDICE DE TABELAS

<b>Tabela 1</b> Estatísticas Descritivas das Variáveis .....	23
<b>Tabela 2</b> Matriz de Correlações.....	24
<b>Tabela 3</b> Testes de Normalidade: Kolmogorov-Smirnova e Shapiro-Wilk .....	25
<b>Tabela 4</b> Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período Total (2017-2022).....	27
<b>Tabela 5</b> Efeitos Não Lineares da Qualidade dos Acréscimos: Análise por AQ Bins .....	30
<b>Tabela 6</b> Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período pré-COVID-19 (2017-2019).....	32
<b>Tabela 7</b> Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período pós-COVID-19 (2020-2022).....	33

## ÍNDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1:</b> Número de publicações sobre qualidade dos resultados entre 2001 e 2025 .....	10
---	----

## Capítulo 1 – Introdução

Um dos principais objetivos da informação financeira divulgada pelas empresas é fornecer dados financeiros para a tomada de decisões relacionadas com a disponibilização de recursos à entidade, que sejam úteis tanto para os seus investidores atuais (ou potenciais) como para os seus credores (IASB, 2018). De acordo com a teoria do sinal proposta por Spence (1973), as empresas utilizam os relatórios financeiros como indicadores de qualidade e de desempenho. A divulgação de informação para o público visa mitigar a assimetria de informação nomeadamente entre gestores (partes interessadas internas) e investidores ou analistas financeiros (partes interessadas externas), e influencia, por conseguinte, as decisões de investimento. Deste modo, mesmo em circunstâncias inesperadas ou adversas, os investidores reagem à informação divulgada, interpretando-a como um reflexo da situação da empresa (Verrecchia, 2001). É assim reconhecido que uma grande maioria dos investidores consulta as informações contidas nos relatórios financeiros prestados pelas empresas, antes de tomar as suas decisões de investimento (Francis et al., 2004). Este facto sugere que a informação é amplamente utilizada, independentemente da sua qualidade.

No entanto, coloca-se a questão:

### *Serão os resultados divulgados pelas empresas sempre fiáveis?*

A resposta é que não. De acordo com Dechow et al. (1995), a gestão de resultados (*earnings management* em língua inglesa) pode ser conceptualizada como uma intervenção deliberada no processo de reporte financeiro externo, nomeadamente com o objetivo de alcançar ganhos privados. Esta definição sublinha o carácter intencional da manipulação dos resultados, com o intuito de beneficiar interesses específicos. Acresce que, os gestores possuem incentivos para gerir os

resultados das empresas igualmente como forma de alcançarem o cumprimento de objetivos de rentabilidade.

É consensual que, resultados de elevada qualidade são os que refletem com veracidade o desempenho de uma empresa, sendo persistentes e úteis na previsão de futuros rendimentos e fluxos de caixa (Dechow et al., 2010). Assim, a qualidade de resultados (*earnings quality* em língua inglesa), é tida como um atributo da informação financeira em alguma medida simétrico da gestão de resultados. Quanto mais fiel esta informação for relativa à saúde financeira de uma empresa, melhor qualidade terão os resultados. Sendo “qualidade” uma característica abstrata e relativa, os investidores recorrem a um conjunto de métricas e aproximações (*proxies*) para medir a qualidade dos resultados. Entre as quais: a persistência, a relevância, a qualidade dos acréscimos e diferimentos (doravante, acréscimos) ou a estabilidade (ver, por exemplo, Dechow et al., 2010 para uma descrição detalhada de diversos atributos de qualidade de resultados).

Nas últimas décadas a qualidade dos resultados tem sido um assunto em destaque (*topical issue*), tendo adquirido bastante relevância na literatura financeira. Foram efetuados diversos estudos relativos a esta temática, em especial no impacto que a qualidade dos resultados pode ter na valorização das empresas. No entanto, a grande maioria dos estudos incide sobre mercados mais desenvolvidos e de maior dimensão (EUA, UK, China, etc.). Apesar de ser um tema global, e considerando que o mercado de capitais português tem uma expressão considerável (pertencente do grupo Euronext), a literatura é escassa quanto a estudos empíricos que analisem o impacto que a qualidade dos resultados tem na valorização das empresas do PSI. À data, tanto quanto se sabe, apenas o estudo de Annes et al. (2024) fez esta análise, com uma amostra inteiramente composta por empresas do PSI, para um período longo de 20 anos.

Deste modo, como forma de colmatar esta escassez de informação na literatura, o principal objetivo desta dissertação é o estudo da influência que a qualidade dos resultados tem na valorização das empresas do PSI e em concreto em períodos de maior turbulência. A análise realizada neste estudo visa o aprofundamento da informação sobre este tema, podendo facultar *insights* com relevância tanto para os investidores, no processo de tomada de decisão de investimento, como para os gestores das empresas do PSI, analistas financeiros e o público em geral.

O período de análise deste estudo é de 2017 a 2022, englobando os anos da pandemia COVID-19. Uma vez que esta experiência natural (*natural experiment*) foi inesperada e sem precedentes, trouxe, para além de risco, principalmente incerteza a todos os mercados, uma vez que não era possível estimar quais seriam os seus impactos. Tanto quanto se sabe, à data, não existe na literatura nenhum estudo que tenha analisado o impacto que o COVID-19 teve na relação entre a qualidade dos resultados e a valorização das empresas. Deste modo, ao realizar este estudo empírico (que inclui o período da pandemia) esta dissertação contribui para o conhecimento académico, no sentido em que verifica se o COVID-19 teve ou não influência na relação entre a qualidade dos resultados e a valorização das empresas do PSI, o que seria expectável face a estudos semelhantes sobre o impacto do COVID-19 noutros domínios (Lassoued e Mehdi, 2021; Lee et al., 2023; Liu e Sun, 2022).

Partindo de outros estudos (Annes et al., 2024; Duarte et al., 2022; Gaio e Raposo, 2010), como forma de realizar o estudo pretendido, será efetuada uma regressão linear através do método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), com efeitos fixos temporais para captar efeitos não observáveis e invariantes no tempo. Para esta análise, foram recolhidos dados anuais referentes às 14 empresas não financeiras, cotadas no PSI em 2024, para o período de 2017 a 2022. Esta regressão permite estudar a influência que a qualidade dos resultados tem na valorização das

empresas do PSI. Como *proxy* do valor das empresas, é utilizado o Tobins's Q, uma métrica muito utilizada em estudos análogos (Annes et al., 2024; Gaio e Raposo, 2010; Latella e Veltri, 2025). Para a qualidade dos resultados, será utilizada a *proxy* da qualidade dos acréscimos e diferimentos. Esta métrica, utilizada em estudos semelhantes (Annes et al., 2024; Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010), foi escolhida uma vez que os gestores têm uma maior facilidade para ajustar os resultados por via de acréscimos e diferimentos, tornando esta métrica central nas práticas de gestão de resultados, abordagem que tem sido adotada em muitos estudos empíricos. É esperado que nesta análise, conforme diversos estudos (exemplos: Annes et al., 2024; Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010), a qualidade dos acréscimos seja estatisticamente significativa permitindo explicar a variação do valor das empresas.

Com o objetivo de analisar a influência que a pandemia do COVID-19 teve na relação entre a qualidade dos resultados e a valorização das empresas, a amostra é posteriormente dividida entre duas sub-amostras: pré-COVID-19 e pós-COVID-19. De seguida, os resultados de ambas as regressões serão comparados econometricamente, de modo a analisar o impacto nos dois subperíodos. É expectável que, tendo o COVID-19 sido responsável pela elevada incerteza presenciada em todos os mercados, o período da pandemia possa ter influenciado, na ótica dos investidores, a relação entre a qualidade dos resultados e a valorização das empresas do PSI, de forma diferente face a períodos de menor turbulência.

A estrutura desta dissertação é a seguinte. Após a introdução (Capítulo 1), o Capítulo 2 centra-se na revisão bibliográfica sobre as temáticas associadas ao estudo, motivando consequentemente as hipóteses de investigação. O Capítulo 3 descreve os dados, a metodologia e as variáveis. De seguida, no Capítulo 4, são apresentados os resultados e a discussão dos mesmos. Por fim, o último

capítulo (Capítulo 5) faz referência às principais conclusões e limitações juntamente com propostas de investigações futuras.



## Capítulo 2 - Revisão da Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

### 2.1. Enquadramento

Maioritariamente, todos os investidores, analistas financeiros, agências de notação financeira e demais partes interessadas, baseiam-se, sobretudo, nos relatórios financeiros das empresas para realizar avaliações financeiras e económicas e decidirem sobre os seus investimentos. A escolha deste tipo de dados e a informação que daí decorre têm como principais pressupostos a fiabilidade e a robustez dos resultados apresentados pelas empresas, em suma a sua qualidade (Francis et al., 2004).

No entanto, são vários os casos, em diversos pontos do globo, em que os resultados apresentados não correspondiam à realidade enfrentada pelas empresas. Temos como exemplos o caso da Satyam, na Índia, em que foram reportadas receitas falsas (Kushwaha e Dixit, 2021), ou o caso da Wirecard, na Alemanha, em que foram realizados lançamentos contabilísticos fraudulentos para aumentar artificialmente os lucros da empresa (Buttigieg et al., 2023). Acresce o famoso caso da Enron, nos Estados Unidos da América, que ocultou, através de procedimentos contabilísticos, perdas milionárias (Kotb et al., 2020). Estes exemplos configuram, pois, o que estudos académicos designam habitualmente por gestão de resultados e que nos média aparece, frequentemente, como manipulação de resultados.

Afigura-se, em primeiro lugar, de interesse aprofundar o conceito de gestão de resultados (*earnings management*) que tem sido objeto de um número crescente de estudos empíricos, principalmente em empresas dos Estados Unidos e de outras economias desenvolvidas. Segundo Healy e Wahlen (1999), a gestão de resultados ocorre quando os gestores utilizam o seu próprio discernimento na elaboração de relatórios financeiros e na estruturação de transações, com o objetivo de alterar os relatórios financeiros. Por sua vez, Schipper (1989) afirma que a gestão de resultados consiste numa

intervenção propositada no processo de reporte financeiro externo, com a intenção de obter ganhos internos, em oposição a facilitar o funcionamento neutro desse processo. Ou seja, a gestão de resultados consiste numa intervenção deliberada e por vezes fraudulenta na contabilização das transações e de outros movimentos da empresa, com vista a manipular os resultados apresentados nos relatórios financeiros e ocultar as suas vulnerabilidades, ou até satisfazer determinadas clientelas (Buttigieg et al., 2023; Kotb et al., 2020; Kushwaha e Dixit, 2021 ). Pode, inclusivamente, ter por objetivo alinhar os resultados com os dos analistas mitigando surpresas habitualmente indesejadas, como adiante se detalha.

## **2.2 Motivos para a gestão de resultados**

Dada a possível vulnerabilidade da fiabilidade dos resultados apresentados pelas empresas, os investidores e outras partes interessadas necessitam de poder avaliar se os resultados apresentados estão livres de manipulação e se correspondem realmente à saúde financeira da empresa em análise. Ou seja, que importância poderão os investidores e o mercado em geral atribuir aos resultados divulgados pelas empresas quando procedem à análise financeira desta informação e formam as suas decisões de investimento?

Para este efeito, recorreremos ao indicador de qualidade dos resultados (*earnings quality*) que tem sido objeto de estudo em diversas vertentes (consultar, por exemplo, Dechow et al. (2010), para uma revisão das medidas utilizadas e os temas abordados). Trata-se de uma medida da fiabilidade da informação financeira de uma empresa, utilizada para avaliar o seu desempenho atual e futuro, que relaciona os resultados com outras métricas financeiras, como, por exemplo, o *cash flow* gerado pelas operações da empresa. O cash flow operacional é um dos indicadores mais importantes da análise financeira, porquanto corresponde aos fluxos de caixa gerados pelas operações principais

do negócio, ou seja o que resulta em termos financeiros do que a empresa se foca em produzir (designado na literatura por *core business*) (Kaplan e Norton, 1996).

Uma elevada qualidade de resultados sugere habitualmente que os lucros não foram manipulados ou sequer ajustados pela administração ou pelos gestores financeiros e que constituem um bom indicador do desempenho futuro (Taylor, 2024). Dechow e Schrand (2004) caracterizam como uma boa qualidade de resultados a informação financeira reportada que apresenta uma maior veracidade sobre o desempenho operacional e financeiro de uma empresa, o que ilustra novamente a importância de uma associação robusta entre resultados e operações da empresa. A qualidade de resultados pode ser medida utilizando diversas técnicas e métricas, tal como afirmado anteriormente, não existindo uma fórmula única para avaliar a qualidade dos resultados e tendo presente que qualidade é um conceito relativo. Habitualmente são utilizadas aproximações (*proxies*), tais como (Dechow et al., 2010; Annes et al., 2024):

- qualidade dos acréscimos e diferimentos (doravante, qualidade dos acréscimos), que será a métrica utilizada neste estudo (detalhada adiante no capítulo da Metodologia), por se revelar a mais utilizada em estudos académicos.
- persistência dos resultados, sugerindo previsibilidade e estabilidade na performance das empresas.
- estabilidade dos resultados, que se relaciona com a consistência dos lucros ao longo do tempo.

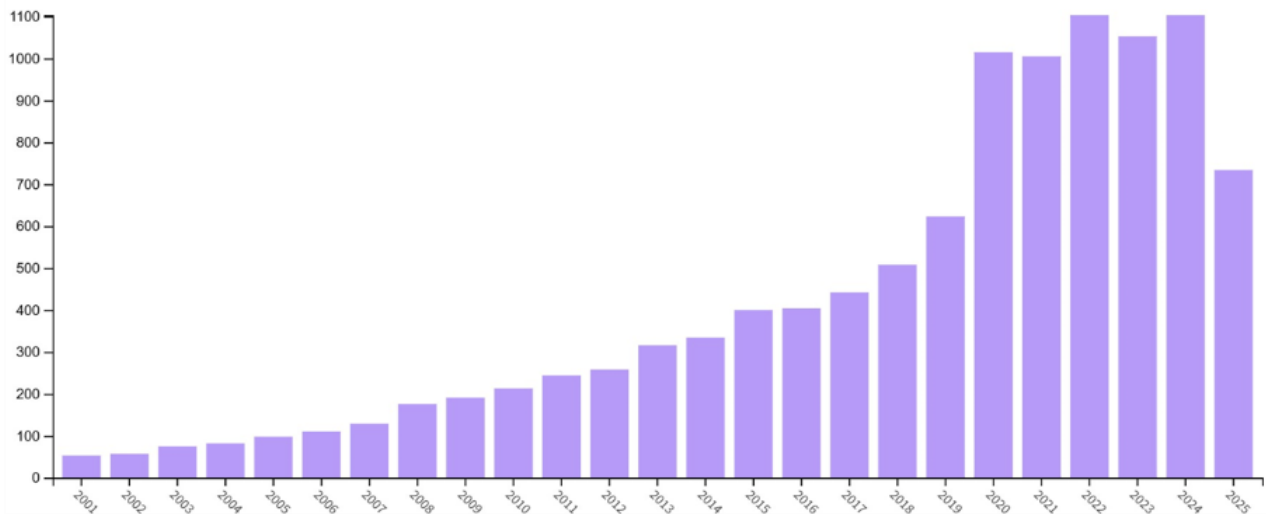
Importa ainda referir que a qualidade de resultados e a gestão de resultados estão inversamente relacionadas, sendo que uma maior gestão de resultados diminui a sua qualidade (Dechow e Schrand, 2004), porquanto afasta os resultados divulgados da realidade operacional e financeira da

empresa, podendo criar situações artificiais que o mercado valorizará negativamente, o que se enquadra no que a teoria do sinal prevê. Há que reconhecer que o produto dos mercados financeiros é a informação.

Em matéria de interesse despertado junto de investigadores e demais académicos, a qualidade dos resultados tornou-se um assunto em destaque (*topical issue*), tendo mais do que triplicado na última década o número de artigos publicados (329 estudos em 2014; 1.066 em 2024), como é possível observar na Figura 1.

### Figura 1

Número de publicações sobre qualidade dos resultados entre 2001 e 2025



Fonte: Dados extraídos da plataforma Web of Science pesquisando mediante “*earnings quality*”.

Num artigo de referência, com um número elevado de citações, baseado em entrevistas a vários gestores financeiros de empresas norte-americanas, Graham et al. (2005) apresentam evidência empírica de que estes dirigentes estão convencidos que todas as empresas gerem os seus resultados, mesmo mantendo a conformidade com as regras contabilísticas e sem intenções fraudulentas. Os autores sugerem que o objetivo dos gestores radica na produção de resultados regulares, isto é, estáveis, previsíveis e alcançáveis ao longo do tempo, com prejuízo da sua qualidade na medida

em que os resultados podem não refletir a situação da empresa num determinado momento. Estes resultados empíricos sugerem que os gestores preferem dar um sinal de estabilidade ao mercado, evitando surpresas que acreditam seriam prejudiciais para a valorização da empresa. Considerando-se, assim, que a gestão de resultados é uma "prática usual", é importante perceber se os investidores valorizam a qualidade dos resultados ou se a mesma não faz parte do processo de tomada de decisão de investimento, sem impacto no valor das empresas, nomeadamente no caso do mercado de capitais português.

Conforme ilustrado na Figura 1, é vasta a literatura sobre o impacto da gestão de resultados, e, conseqüentemente, da qualidade dos resultados, no valor das empresas, sendo que as conclusões não são consensuais. Di Meo et al. (2017), sugerem que na generalidade a gestão de resultados tende a ser prejudicial na valorização de uma empresa, embora, em alguns casos, a gestão de resultados possa diminuir os impactos negativos de uma possível desvalorização decorrente de risco percebido mais elevado, caso os resultados não fossem ajustados (Ross et al., 2025). Ou seja, segundo Di Meo et al. (2017), resultados ajustados para manterem a sua estabilidade ao longo do tempo teriam menor volatilidade, conduzindo segundo a teoria financeira a uma menor rendibilidade exigida pelos investidores, o que se refletiria positivamente na valorização da empresa. Por um lado, a gestão de resultados pode ser utilizada para realçar as características positivas das empresas, reduzindo a pressão na obtenção de lucros a curto prazo, sem pôr em causa o valor futuro das empresas (Zhao et al., 2012). Numa perspectiva oposta, Gao e Zhang (2015) afirmam que a gestão de resultados tem impactos negativos no valor das empresas ao longo do tempo. Comprometendo a qualidade da informação contabilística, este indicador diminui a confiança, por parte dos investidores, nas intenções da empresa.

Não é assim de estranhar terem sido realizados internacionalmente diversos estudos com o objetivo de analisar e testar empiricamente o impacto da qualidade dos resultados no valor das empresas. A maioria dos estudos sugere uma influência positiva da qualidade de resultados no valor das empresas. Gaio e Raposo (2010), num estudo com uma amostra de mais de 7000 empresas em 38 países, verificaram que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o valor das empresas e uma melhor qualidade dos resultados. Esta relação sugere que as empresas com melhores resultados são mais valorizadas nos mercados de capitais, apoiando a ideia de que os investidores exigem uma remuneração adicional pelo risco de informação associado a empresas com resultados de fraca qualidade, ou seja, um prémio de risco. Para além desta análise, foram realizados diversos outros estudos empíricos com o mesmo objetivo, cujos resultados e conclusões foram semelhantes: existe uma correlação positiva e significativa entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas. A este respeito, temos como exemplos: o estudo de Choi (2008) que analisou uma amostra de empresas sul-coreanas entre 2003 e 2005; o estudo de Hung et al. (2020) que analisou empresas vietnamitas entre 2010 e 2018; e o estudo de Fassas et al. (2023) que analisou uma amostra de mais de 5000 empresas de 37 países europeus entre 2004 e 2019. Todos estes estudos chegaram a conclusões análogas. Sendo análises realizadas internacionalmente, é esperado que, para empresas do PSI, os resultados sejam semelhantes, ou seja, exista uma correlação positiva e significativa entre a qualidade dos resultados e a valorização das empresas.

Relativamente à análise empírica dedicada exclusivamente a empresas do PSI, a literatura é muito escassa, conforme afirmado anteriormente. Porventura, devido ao facto de o mercado de capitais português não ter uma elevada expressão a nível internacional e de não ser um mercado com elevada liquidez, comparativamente com mercados como, por exemplo, o norte-americano (Duarte et al., 2023). Desta forma, o PSI é um mercado por explorar do ponto de vista académico, mas,

ainda assim, destaca-se o artigo de Annes et al. (2024) que estudaram a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas do PSI. O estudo em questão abrange o período de 1987 a 2016 e a qualidade dos resultados foi avaliada com base em várias das suas características, nomeadamente: qualidade dos acréscimos e diferimentos, persistência, previsibilidade e suavidade, entre outros. As quatro características apresentadas revelaram-se estatisticamente significativas no que diz respeito à correlação positiva com a valorização das empresas. Este artigo (Annes et al., 2024) tem uma elevada relevância para o estudo empírico efetuado nesta dissertação. Ao analisar um período longo e recente, para o mesmo mercado, não só estabelece uma boa base de estudo como confere solidez ao resultado esperado, uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a qualidade de resultados e o valor das empresas do PSI. O presente estudo pretende contribuir para alargar a análise a um período mais recente, englobando um fator externo imprevisível e fortemente adverso – a pandemia do COVID-19.

### **2.3. Hipóteses**

De acordo com a teoria financeira tradicional, apresentada por Ross et al. (2025), a taxa de retorno exigida pelos investidores é proporcional ao risco associado a um ativo. Na avaliação de empresas, a baixa qualidade dos resultados financeiros eleva o risco percebido, aumentando consequentemente o retorno exigido pelos investidores. Esta relação é corroborada empiricamente por diversos estudos. Conforme anteriormente mencionado, os resultados obtidos por Gaio e Raposo (2010), ao analisarem uma vasta amostra internacional, sugerem que a qualidade dos resultados exerce um impacto positivo e estatisticamente significativo sobre a valorização das empresas. De forma análoga, Fassas et al. (2023) observaram, em empresas europeias, que medidas mais elevadas de qualidade dos resultados se associam a maiores níveis de avaliação pelo mercado.

Estes resultados corroboram a tese de que a qualidade da informação financeira reduz a incerteza dos investidores, fortalecendo o valor atribuído às empresas.

Como anteriormente descrito, a qualidade dos resultados é, atualmente, um tema muito discutido e apesar de existirem muitos estudos internacionais sobre o seu impacto no valor das empresas, existem poucos estudos sobre o tema em Portugal. Neste sentido, a presente dissertação poderá constituir uma mais-valia para a comunidade académica, na medida em que irá explorar esta realidade na economia nacional e compreender se os investidores continuam a valorizar esta métrica (ver, por exemplo: Annes et al., 2024; Duarte et al., 2023), ou se passaram a valorizar outras métricas de avaliação financeira. Além disso, constitui uma ferramenta relevante para os investidores em geral e para os gestores das empresas do mercado de capitais portugueses.

Desta forma, o primeiro objetivo da presente dissertação é estudar a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas do mercado. É assim criada a oportunidade para a elaboração da primeira hipótese deste estudo, com base na teoria do sinal e estudos empíricos anteriores.

***Hipótese 1: Existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas do PSI.***

Uma vez que este estudo abrange o período da pandemia COVID-19 (2020-2022) - diferenciando-se de outros estudos para períodos anteriores ou horizontes temporais mais alargados - é importante avaliar se esta experiência real (*natural experiment*) afetou a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas. No contexto europeu, no estudo de Yasar e Yalçin (2024), incidido sobre empresas de quatro países europeus (Reino Unido, Turquia, Itália e Espanha), é referido que o período da pandemia teve efeitos negativos no desempenho das empresas em quase todos os setores, em todo o mundo, e levou à volatilidade dos mercados globais. O estudo conclui

que, em períodos de elevada incerteza, os gestores aplicam a gestão de resultados de forma mais oportunista do que antes da pandemia, o que leva a uma diminuição da qualidade dos relatórios financeiros. Estes dados vão ao encontro de outro estudo sobre empresas europeias (Lassoued e Mehdi, 2021) que afirmam que, durante este período, as empresas aumentaram a gestão dos resultados, atenuando o nível das perdas reportadas, com o objetivo de restabelecer a confiança dos investidores e das partes interessadas.

Noutros continentes, as conclusões foram semelhantes. Liu e Sun (2022), analisando empresas norte americanas, concluíram que durante o período da pandemia a gestão de resultados aumentou significativamente. Yan et al. (2022), numa análise a empresas chinesas, afirmam também que a pandemia COVID-19 intensificou o recurso à gestão de resultados. Por fim, Lee et al. (2023) num estudo mais abrangente, com um leque de empresas de vários continentes, revelam uma associação positiva entre a gravidade do impacto da pandemia COVID-19 num país e o aumento da gestão dos resultados nas empresas nesse mesmo país.

Não foi possível encontrar na literatura estudos empíricos que revelassem se, durante a pandemia, a qualidade dos resultados impacta significativamente o valor das empresas. Tendo em conta a inexistência de estudos sobre o impacto deste período neste tema, a presente dissertação constitui um contributo importante para a academia. Na realidade, os resultados obtidos permitirão compreender se esta experiência real teve impacto nas decisões dos investidores, nomeadamente na forma como estes valorizaram a influência da qualidade dos resultados na avaliação financeira das empresas e do seu valor de mercado. Os estudos que foram efetuados a nível global incidindo sobre o período da pandemia COVID-19 sugerem que a gestão de resultados aumentou de forma expressiva, pelo que se revela de interesse estudar este fenómeno para o caso português (PSI).

Como consequência desta escassez de informação, o segundo objetivo da presente dissertação é estudar e compreender se o período da pandemia COVID-19 (2020 a 2022) teve influência na forma como os investidores do PSI avaliam o mercado. Nesta análise empírica, torna-se relevante avaliar se o período em causa evidenciou alterações significativas nos resultados, ou se estes permaneceram consistentes com os observados no período global da investigação.

Conforme discutido por autores como Cameron e Trivedi (2005) e Wooldridge (2010), a relação entre duas variáveis pode não ser constante, variando de acordo com o contexto ou com a presença de outras variáveis explicativas. Nesses casos, considera-se a presença de uma variável moderadora, ou seja, uma terceira variável que influencia a intensidade ou a direção da relação entre as variáveis principais. Aplicando este raciocínio ao presente estudo, é levantada a hipótese de o contexto excepcional provocado COVID-19 ter atuado como um fator moderador na relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas.

Desta forma, é formulada a segunda hipótese deste estudo:

***Hipótese 2: A pandemia de COVID-19 não moderou significativamente a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas.***

## Capítulo 3 - Metodologia

### 3.1. Dados

Para o presente estudo foram obtidos os dados financeiros, referentes ao período de 2017 a 2022, numa base anual, relativos às 14 empresas não financeiras que integravam o PSI em 2024, data em que a recolha foi efetuada. Esta escolha foi feita de modo a garantir que a amostra de todos os anos do estudo tivesse dados para as mesmas variáveis, de forma a proporcionar continuidade e uma base de comparação uniforme para todas as observações. Também por motivos de comparação entre as empresas da amostra, as empresas do setor financeiro foram excluídas deste estudo, dado seguirem normas contabilísticas diferentes e estarem sujeitas a uma supervisão regulamentar diferente e mais rigorosa. Estas diferenças poderiam dificultar a comparabilidade dos resultados e das informações financeiras (Annes et al., 2024).

Os dados financeiros foram recolhidos no website Investing.com (<https://www.investing.com/>) e nas demonstrações financeiras partilhadas online, nos websites oficiais de cada uma das empresas estudadas, aquando da apresentação dos relatórios e contas anuais.

### 3.2. Método

Os dados referentes à amostra (empresas do PSI) foram recolhidos numa base anual e abrangem o período entre 2017 e 2022. A informação recolhida foi organizada no formato de dados em painel. A utilização de dados em painel permite explorar simultaneamente a variação entre as observações e as variações ao longo do tempo, possibilitando estimativas mais robustas (Cameron e Trivedi, 2005; Wooldridge, 2010). Nesta análise, a regressão linear proposta - equação (1), adiante apresentada - foi efetuada através do método dos mínimos quadrados ordinários (OLS), em conformidade com outros estudos empíricos com o mesmo objetivo (Annes et al., 2024; Duarte et

al., 2022; Gaio e Raposo, 2010). A regressão através do método dos mínimos quadrados ordinários é utilizada por ser o estimador linear mais eficiente, permitindo inferências consistentes (Wooldridge, 2010). Nesta regressão, foram utilizados efeitos fixos temporais (conforme Annes et al., 2024) na forma de variáveis *dummy*. De acordo com Cameron e Trivedi (2005), a inclusão de efeitos fixos temporais permite capturar fatores não observáveis que variam ao longo do tempo e que podem influenciar o resultado das observações, evitando assim o enviesamento devido a anos anormais na amostra. Os efeitos fixos temporais capturam variações comuns ao longo do período, sendo ainda uma forma de não saturar o modelo econométrico com um número elevado de variáveis, o que retiraria graus de liberdade ao modelo (Cameron e Trivedi, 2005; Wooldridge, 2010). Desta forma, ao utilizar estes efeitos fixos temporais, assegura-se que as variações explicadas pelo modelo se devem às variáveis independentes e não a fatores temporais não observados.

A equação para esta análise é a seguinte:

$$\text{Tobin's } q_{i,t} = b_0 + b_1 \text{Qualidade dos acréscimos}_{i,t} + b_2 \text{Características das empresas}_{i,t} + b_3 Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

em que *i* representa a empresa e *t* representa o ano em estudo. A variável dependente é o valor da empresa. Neste caso, esta variável é representada pelo indicador Tobin's Q que é utilizado habitualmente em estudos empíricos análogos (por exemplo: Annes et al., 2024; Duarte et al., 2022), detalhado adiante no capítulo das variáveis. Nas variáveis independentes, a qualidade dos resultados é representada pela *proxy* qualidade dos acréscimos e diferimentos (*accruals* em língua inglesa), atendendo a que é a rubrica que os gestores financeiros têm relativa flexibilidade para ajustar, sendo, igualmente, a mais estudada (Dechow et al., 1995). Já as características das empresas são variáveis de controlo, que se prevê possam influenciar o valor da empresa. Neste

caso, serão utilizados o valor do ativo (uma medida de dimensão da empresa), o indicador de retorno sobre o capital próprio (ROE) (uma medida de rentabilidade) e a estrutura de capitais (*equity-to-assets*) que reflete o mix do financiamento dos ativos da empresa, por capitais próprios e capitais alheios. Na equação (1) anterior,  $Z$  compreende as variáveis *dummy* (efeitos fixos temporais) e, por fim,  $\varepsilon$  é o erro, traduzindo-se na parte da variação do valor da empresa que o modelo não consegue explicar.

### 3.3. Variáveis

#### 3.3.1. Variável dependente

No modelo proposto, a variável dependente, ou seja, o valor da empresa, é representada pela *proxy* Tobin's Q, que está em conformidade com muitos estudos presentes na literatura financeira, tal como mencionado anteriormente (Annes et al., 2024; Gaio e Raposo, 2010; Gulamhussen et al., 2012; Gulamhussen et al., 2017; Latella e Veltri, 2025). Trata-se de uma medida que estabelece a relação entre o valor de mercado e o valor contabilístico da empresa, refletindo a avaliação do mercado sobre o potencial de crescimento da empresa e da rentabilidade, em comparação com o custo de reposição dos seus ativos (Annes et al., 2024, Gaio e Raposo, 2010). Um indicador Tobin's Q superior a 1 sugere que o mercado valoriza a empresa acima do custo de reposição dos seus ativos, o que pode indicar uma empresa com bom retorno ou vantagens competitivas e oportunidades de crescimento futuro. Por outro lado, um indicador Tobin's Q inferior a 1 sugere que o mercado valoriza a empresa abaixo do custo de reposição dos seus ativos, o que pode indicar uma subvalorização da empresa, ativos ineficientes, ou uma perspectiva de perda de valor (Annes et al., 2024, Gaio e Raposo, 2010).

A definição algébrica do Tobins Q é a seguinte:

$$Tobin's\ q_{i,t} = \frac{Market\ Cap_{i,t} + Passivo_{i,t}}{Ativo_{i,t}} \quad (2)$$

Uma vez que o presente estudo tem como objetivo analisar o impacto da qualidade dos resultados no valor das empresas, este indicador de valorização considera-se adequado, na medida em que permite avaliar não só o desempenho contabilístico, mas também o desempenho da empresa e a sua valorização no mercado de capitais português.

### 3.3.2. Variáveis independentes

#### 3.3.2.1. Qualidade dos resultados

De acordo com Dechow e Dichev (2002), a qualidade dos resultados é determinada, em parte, pela qualidade dos acréscimos da empresa. A qualidade dos acréscimos é um dos principais indicadores de medida da qualidade dos resultados, uma vez que representa uma parte estimada dos lucros não reconhecidos, e que, por conseguinte, está mais sujeita a erros, ajustamentos, ou manipulação (Dechow e Dichev, 2002). Desta forma, a *proxy* qualidade dos acréscimos foi escolhida como medida da qualidade dos resultados. Esta variável foi utilizada, dado que, noutros estudos internacionais que analisavam o impacto da qualidade dos resultados no valor das empresas, a variável qualidade dos acréscimos revelou-se estatisticamente significativa (Annes et al., 2024; Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010). Uma maior qualidade dos acréscimos sugere que os resultados correspondem melhor à posição financeira das empresas, reduzindo a assimetria de informação, podendo aumentar o valor da empresa como consequência de uma maior confiança por parte dos investidores (Annes et al., 2024).

Neste estudo, foi utilizada a medida de qualidade dos acréscimos proposta por Dechow e Dichev (2002) - equação (3) -, realizando uma regressão do total dos acréscimos através dos fluxos de caixa passados, atuais e futuros. Todas estas variáveis têm como denominador o total do ativo do

ano anterior, como forma de normalizar as variáveis e aumentar a comparabilidade das regressões a efetuar, como realizado por Annes et al. (2024).

$$\frac{TCA_{j,t}}{Ativo_{j,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{CFO_{j,t-1}}{Ativo_{j,t-1}} + \alpha_2 \frac{CFO_{j,t}}{Ativo_{j,t-1}} + \alpha_3 \frac{CFO_{j,t+1}}{Ativo_{j,t-1}} + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

Nesta equação (3), TCA corresponde ao total dos acréscimos, sendo que CFO caracteriza os *cash flows* operacionais. O indicador da qualidade dos acréscimos corresponde ao desvio padrão dos erros residuais, calculados por empresa (*j*). Quanto maior o valor deste indicador, menor a qualidade dos resultados, estando assim inversamente relacionados (Healy e Wahlen, 1999).

### 3.3.3.2. Características das empresas

Conforme o estudo de Li (2021), as variáveis de controlo fortalecem os argumentos causais ao eliminarem explicações alternativas, uma vez que aumentam a relação entre variáveis independentes e dependentes. São utilizadas para garantir que os efeitos observados nas regressões são, de facto, devidos à variável principal estudada e não confundidos com outros fatores.

Neste estudo, são utilizadas três variáveis de controlo:

- A dimensão da empresa, medida que utiliza o total de ativos como *proxy* (conforme utilizado em Annes et al., 2024; Duarte et al., 2022; Gaio e Raposo, 2010). Foi utilizado o logaritmo para uniformizar as variáveis e alisar os valores extremos (Annes et al., 2024). Conforme descrito por Duarte et al. (2022), o resultado esperado relativamente à significância desta variável no valor da empresa é ambíguo. Por um lado, as empresas de maior dimensão apresentam uma maior diversificação, mais recursos e competências, e beneficiam mais de economias de escala (Latif et al., 2017). Por outro lado, as empresas de menor dimensão podem identificar mais oportunidades de crescimento e adaptar-se melhor à inovação (Annes et al., 2024). Gaio e Raposo (2010), no seu estudo empírico descobriram que a dimensão e o valor da empresa estão negativamente

interligados. Assim, assume-se que para o estudo presente nesta dissertação, o resultado esperado será uma relação negativa entre a dimensão da empresa (total do ativo) e o seu valor (Tobin's Q), partindo do pressuposto de que o mercado de capitais português (PSI) valoriza mais as empresas de menor dimensão.

- A estrutura de capitais (Annes et al., 2024; Duarte et al., 2022), medida utilizando a *proxy equity-to-assets*. Este rácio mede a proporção dos ativos totais de uma empresa financiada por capitais próprios, refletindo o seu grau de independência financeira face a capitais alheios. Conforme Duarte et al. (2022), o nível de dependência face a capitais alheios está negativamente relacionado com o valor das empresas. A dívida por capitais alheios pode afetar negativamente o desempenho financeiro das empresas, uma vez que aumenta as suas responsabilidades e representa um esforço maior no pagamento das mesmas. Podendo assim serem criadas dificuldades adicionais na obtenção de novos financiamentos que possam ser necessários (Serrasqueiro e Nunes, 2008). Assim, é esperado que quanto maior for o rácio *equity-to-assets* (menor endividamento por capitais alheios) maior será o valor da empresa, apresentando uma relação positiva.

- A rentabilidade financeira, utiliza a *proxy return on equity* (ROE). Este rácio de rentabilidade mede a rentabilidade dos capitais próprios investidos na empresa, calculado através da divisão do resultado líquido pelo capital próprio. É esperado que quanto maior for esta variável, significando uma maior rentabilidade financeira, maior será o valor da empresa. No estudo de Valencia (2025), foi encontrada uma relação positiva entre o ROE e o valor da empresa.

### 3.4. Análise das Variáveis

#### 3.4.1. Estatísticas descritivas das variáveis

Conforme apresentado na Tabela 1, para o período de 2017 a 2022, uma empresa média do PSI apresenta um Tobin's Q de 1.259, indicando que as empresas do PSI geralmente são sobrevalorizadas no mercado. Apresenta um logaritmo do ativo de 3.664 e um *equity-to-assets* de 0.322, refletindo que as empresas financiam apenas 32,2% do seu ativo por capitais próprios, sendo maioritariamente financiadas por capitais alheios (67,8%). Por fim, evidencia um ROE de 12% o que significa que por cada 1€ investido a mais no capital próprio, são requeridos 1,12€ de rendimento.

**Tabela 1**  
*Estatísticas Descritivas das Variáveis*

Variável	Min	Máx	Mediana	Média	Desvio Padrão	Nº Observações
Tobin's Q	0.770	2.267	1.163	1.259	0.337	84
Qualidade dos Acréscimos	0.008	0.095	0.017	0.026	0.024	84
Logaritmo do Ativo	2.633	4.769	3.661	3.664	0.498	84
<i>Equity-to-Assets</i>	0.030	0.588	0.315	0.322	0.136	84
ROE	-0.353	0.701	0.106	0.120	0.118	84

A matriz de correlações da Tabela 2 sugere que algumas variáveis independentes poderão ter uma influência direta e positiva sobre o Tobin's Q.

**Tabela 2***Matriz de Correlações*

	Tobin's Q	QA	Log Ativo	<i>Equity-to-Assets</i>	ROE
Tobin's Q	1				
Qualidade dos Acréscimos (QA)	0.021	1			
Logaritmo do Ativo (Log Ativo)	-0.192	-0.652**	1		
<i>Equity-to-Assets</i>	0.334**	0.130	-0.158	1	
ROE	0.226*	0.218*	-0.290**	0.206	1

Notas: Coeficientes de correlação de Pearson  
Níveis de significância: \*\*  $p < 0.01$ ; \*  $p < 0.05$ .

O ROE apresenta uma correlação positiva e significativa com o Tobin's Q ( $r = 0,266$ ;  $p < 0,05$ ), o que sugere que as empresas com uma maior rentabilidade sobre o capital próprio tendem a ser mais valorizadas pelo mercado. Da mesma forma, a variável *equity-to-assets* apresenta uma correlação ainda mais significativa ( $r = 0,334$ ;  $p < 0,01$ ), o que sugere que as empresas com uma estrutura de capital menos dependente de capital alheio estão associadas a uma maior valorização. Por outro lado, o logaritmo do ativo apresenta uma correlação negativa com o Tobin's Q, o que poderá indicar que as empresas de maior dimensão nem sempre são mais valorizadas pelo mercado. A variável qualidade dos acréscimos apresenta uma correlação baixa com o Tobin's Q. No entanto, a sua inclusão no modelo é essencial, pois pode revelar efeitos indiretos ou influências condicionais não captados pela correlação simples estudada na Tabela 2.

### 3.4.2. Teste de normalidade

Foi realizado o teste de normalidade aos resíduos padronizados do modelo de regressão apresentado. Este teste tem como objetivo verificar se a suposição de normalidade dos erros —

uma das premissas fundamentais da regressão linear (Cameron e Trivedi, 2005; Wooldridge, 2010) — foi atendida. Para esse feito, aplicaram-se os testes de Kolmogorov-Smirnov (Lilliefors, 1967) e o teste de Shapiro-Wilk (Saphiro, 1965), ambos amplamente utilizados para avaliar a aderência de uma distribuição de dados à normal.

**Tabela 3**

*Testes de Normalidade: Kolmogorov-Smirnova e Shapiro-Wilk*

	<b>Kolmogorov-Smirnova</b>	<b>Shapiro-Wilk</b>
Resíduos Padronizados	<i>p-value</i> = 0.200	<i>p-value</i> = 0.430

Conforme a Tabela 3 ilustra, no teste de Kolmogorov-Smirnov, o valor de significância foi de 0.200. No teste de Shapiro-Wilk, o valor de significância foi de 0.439. Como em ambos os testes, os *p-values* são superiores ao nível de significância de 0.05, não se rejeita a hipótese nula de que os resíduos seguem uma distribuição normal. Estes resultados indicam que os resíduos do modelo apresentam uma distribuição aproximadamente normal, o que sustenta a validade do modelo de regressão linear estimado. Por conseguinte, a suposição de normalidade dos erros pode ser considerada satisfeita, assegurando a fiabilidade das inferências estatísticas realizadas a partir do modelo proposto.

Uma vez que os resíduos do modelo apresentam uma distribuição normal é possível utilizar testes paramétricos para avaliar as hipóteses formuladas (Hipótese 1 e Hipótese 2). Por conseguinte, as hipóteses serão testadas recorrendo ao teste t de Student, que permite verificar se os coeficientes estimados no modelo são estatisticamente diferentes de zero. Os *p-values* obtidos a partir desse teste permitem rejeitar, ou não, as hipóteses propostas neste estudo.



## Capítulo 4 - Resultados

### 4.1. Modelo Base

A regressão linear, proposta na equação (1), foi efetuada através do método dos mínimos quadrados ordinários, com efeitos fixos temporais, de modo a evitar o enviesamento causado por anos anormais na amostra.

**Tabela 4**

*Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período Total (2017-2022)*

Variável	Coefficiente	
Qualidade dos Resultados	-2.680 (0.163)	
Logaritmo do Ativo	-0.110 (0.247)	
<i>Equity-to-Assets</i>	0.686 (0.010)	**
<i>ROE</i>	0.890 (0.014)	**
Constante	1.493 ( $< 0.001$ )	***
Efeitos Fixos Temporais	Sim	
Número de Observações	84	
R <sup>2</sup> Ajustado	0.150	

Notas: *p-value* entre parênteses

Níveis de significância: \*\*\*  $p < 0.01$ ; \*\*  $p < 0.05$ ; \*  $p < 0.1$ .

Conforme apresentado na Tabela 4, o modelo apresenta um R<sup>2</sup> ajustado de 0.15, o que significa que proximadamente 15% da variação da variável dependente (valor da empresa) é explicada pelas variáveis independentes (Wooldridge, 2010). A variável qualidade dos resultados, através da sua *proxy*, qualidade dos acréscimos, não apresentou significância estatística ( $p = 0,163$ ). Assim, contrariamente ao esperado com base na análise de outros artigos estudados (por exemplo: Annes et al., 2024; Gaia e Raposo, 2022), não há evidência estatística de que esta variável influencie o valor das empresas. Quanto às variáveis de controlo, o ROE com um *p-value* de 0,014, revela-se

estatisticamente significativo. Relativamente à sua elasticidade, apresenta um estimador de 0,890 o que significa que se o ROE aumentar 1 unidade (1%) o valor da empresa aumenta 0,89 unidades. A estrutura de capitais também se revelou estatisticamente significativa ( $p = 0,010$ ). Apresenta um estimador de 0,686, significando que um aumento de 1 ponto percentual nesta variável, aumenta o valor das empresas em 0,686 unidades. Contrariamente às restantes variáveis de controlo, a dimensão da empresa ( $p = 0,247$ ) não revelou significância estatística.

Uma vez que o *p-value* da variável qualidade dos acréscimos é igual a 0,163, esta variável não é significativa em nenhum dos níveis de significância. Estes resultados não permitem aceitar a Hipótese 1.

Com base em diversos estudos empíricos (Annes et al., 2024; Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010) era esperado que a qualidade dos acréscimos fosse estatisticamente significativa, isto é, que uma boa qualidade dos resultados tivesse um impacto significativo e positivo no valor das empresas. Mas, no caso em questão, ainda que o estimador tenha um sinal negativo (-2.680), como esperado (quando menor o indicador de qualidade dos acréscimos, maior o valor das empresas), o *p-value* é elevado. O estudo de Annes et al. (2024), utilizando a mesma amostra (empresas do PSI), para um período mais longo (1987 a 2016), garantia robustez ao resultado esperado. Visto que a qualidade dos resultados, para o período estudado (2017 a 2022) não impacta significativamente o valor da empresa, importa perceber se realmente este indicador já não faz parte da tomada de decisão dos investidores, ou se houve algum fenómeno externo que causou o enviesamento deste resultado. Como já foi abordado nesta dissertação, o período em estudo inclui o período da pandemia COVID-19. Num estudo realizado por Rizvi et al. (2022), foi analisada a forma como o período da pandemia COVID-19 influenciou o valor de empresas não financeiras europeias. Os resultados revelaram uma desvalorização significativa nessas empresas, em todos os setores. Este

comportamento deve-se, sobretudo, a uma possível diminuição das vendas e/ou a um aumento do custo de capital. Desta forma, de modo analisar uma possível influência deste período no valor da empresa, na análise à Hipótese 2, é efetuada a mesma análise estatística, mas com uma divisão da amostra (*sample split*) entre dois períodos (antes do COVID-19 e pós-COVID-19). Posteriormente, ao analisar os resultados, o objetivo será exatamente perceber se houve ou não uma alteração da influência da qualidade dos resultados na valorização das empresas pelo mercado, causado por este *natural experiment*.

## **4.2. Testes de Robustez**

### *4.2.1. Efeitos Não Lineares da Qualidade dos Acréscimos: Análise por AQ Bins*

Inicialmente, ainda antes da divisão do período temporal em subperíodos, foi realizado um teste de efeitos não lineares, que poderá permitir compreender melhor a dinâmica da relação em análise. As empresas foram divididas em dois grupos distintos, organizadas pelo valor da qualidade dos acréscimos. O primeiro grupo incluiu as sete empresas com o valor mais alto de qualidade dos acréscimos (ou seja, pior qualidade dos resultados) e o segundo grupo incluiu as empresas com o valor mais baixo (melhor qualidade dos resultados). Foi criada uma variável *dummy* "Grupo AQ Bin" para o primeiro grupo e, de seguida, uma variável de interação entre a variável "Qualidade dos Acréscimos" e a variável "Grupo AQ Bin".

**Tabela 5***Efeitos Não Lineares da Qualidade dos Acréscimos: Análise por AQ Bins*

<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	
Qualidade dos Resultados	25.059 (0.172)	
Logaritmo do Ativo	0.122 (0.143)	
<i>Equity-to-Assets</i>	0.773 ( $< 0.001$ )	***
<i>ROE</i>	0.170 (0.515)	
Grupo_AQ_Bin	0.934 ( $< 0.001$ )	***
Interação_AQ_Bin	-30.789 (0.088)	*
Constante	0.115 (0.823)	
Número de Observações	84	
R <sup>2</sup> Ajustado	0.592	

Notas: p-value entre parênteses

Níveis de significância: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

Após a realização da regressão, verificou-se, conforme a Tabela 5, que a variável de interação “Interação\_AQ\_Bin” (interação entre a qualidade dos acréscimos e a variável "Grupo AQ Bin"), apresenta um coeficiente negativo (-30,789), com uma significância marginal, mas ainda com nível de significância de 10% (mais precisamente,  $p = 0,088$ ). De seguida, foi efetuado um teste de robustez, invertendo a codificação da variável dummy (“Grupo AQ Bin”) para o segundo grupo. Os resultados foram coerentes com o primeiro teste não linear, confirmando que os efeitos anteriormente identificados são robustos e independentes do grupo de referência selecionado.

Este resultado indica que o efeito negativo da má qualidade dos resultados sobre o valor da empresa é mais acentuado nas empresas com uma qualidade dos acréscimos inferior. Ou seja, o mercado penaliza de forma mais intensa as empresas com uma qualidade dos resultados inferior em comparação com as empresas que apresentam um indicador mais positivo. Estes resultados

sugerem a existência de um efeito não linear, reforçando a importância da qualidade da informação financeira na avaliação do mercado, dado que os investidores são mais sensíveis a sinais de má qualidade dos acréscimos quando a empresa já tem um histórico de fraca qualidade – surge assim um efeito assimétrico que se relaciona em grande medida com a aversão ao risco (ver, por exemplo, Ross et al, 2025 que abordam as finanças comportamentais e o facto de os investidores e decisores em geral conferirem mais importância a resultados negativos do que a resultados positivos da mesma grandeza).

#### *4.2.2. Divisão da amostra por dois períodos: pré-COVID-19 e pós-COVID-19*

Como referido anteriormente, o período do estudo (2017-2022) inclui o período da pandemia COVID-19. Desta forma, tendo em conta que esta experiência real impôs alterações não só nos mercados globais, mas também na forma como as empresas aumentaram a gestão de resultados (Lassoued e Mehdi, 2021; Lee et al., 2023; Liu e Sun, 2022; Yan et al., 2022; Yasar e Yalçin, 2024), é importante avaliar se este período interferiu na avaliação das empresas pelo mercado, mais especificamente no que diz respeito à importância do efeito da qualidade dos resultados. Desta forma, a amostra geral da regressão foi dividida em duas subamostras. A primeira subamostra inclui os dados relativos ao período entre 2017 e 2019, ou seja, antes da pandemia COVID-19, e a segunda subamostra inclui os dados relativos ao período de 2020 a 2022, ou seja, após a referida pandemia. Foram realizadas regressões, através do método dos mínimos quadrados ordinários para dados em painel, para cada uma das amostras.

**Tabela 6***Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período pré-COVID-19 (2017-2019)*

<b>Variável</b>	<b>Coefficiente</b>	
Qualidade dos Resultados	-4.759	**
	(0.046)	
Logaritmo do Ativo	-0.174	
	(0.144)	
<i>Equity-to-Assets</i>	1.000	***
	(0.003)	
<i>ROE</i>	3.052	***
	(< 0.001)	
Constante	1.345	**
	(0.011)	
Número de Observações	42	
R <sup>2</sup> Ajustado	0.477	

Notas: p-value entre parênteses

Níveis de significância: \*\*\* p&lt;0.01, \*\* p&lt;0.05, \* p&lt;0.1.

Na primeira amostra (período anterior à pandemia COVID-19), conforme a Tabela 6, o modelo apresentou uma boa capacidade explicativa ( $R^2$  ajustado = 0,477), o que significa que proximadamente 48% da variação da variável dependente (valor das empresas) é explicada pelas variáveis independentes (Wooldridge, 2010). Em conformidade com diversos artigos estudados (Annes et al., 2024; Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010), a variável qualidade dos resultados revelou-se significativa ( $p = 0,046$ ). Quanto à sua elasticidade, conforme esperado, apresenta um estimador negativo (-4.759). Ou seja, por cada unidade que a qualidade dos resultados aumentar (piorando a qualidade dos resultados), o valor das empresas diminui 4.759 unidades, o que é economicamente expressivo. Quanto às variáveis de controlo, o ROE ( $p < 0,001$ ) é estatisticamente significativo, apresentando um coeficiente de 3,052, o que significa que por cada unidade que o ROE aumentar, o valor das empresas aumenta 3,052 unidades. A estrutura de capitais também se revelou estatisticamente significativa ( $p = 0,003$ ). A sua elasticidade é positiva (coeficiente de 1),

significando que por cada ponto percentual que esta variável aumentar o valor das empresas aumenta 1 unidade. A dimensão da empresa, mantendo os resultados da primeira regressão, não teve significância estatística ( $p = 0,144$ ).

**Tabela 7**

*Resultados da Estimativa do Modelo Econométrico: Período pós-COVID-19 (2020-2022)*

<b>Variáveis</b>	<b>Coefficientes</b>	
Qualidade dos Resultados	-2.230 (0.403)	
Logaritmo do Ativo	0.004 (0.974)	
<i>Equity-to-Assets</i>	0.649 (0.077)	*
<i>ROE</i>	0.145 (0.665)	
Constante	1.045 (0.071)	*
Número de Observações	42	
R <sup>2</sup> Ajustado	0.023	
Significância do modelo (ANOVA)	$p = 0.310$	

Notas: p-value entre parênteses

Níveis de significância: \*\*\*  $p < 0.01$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*  $p < 0.1$ .

No segundo conjunto de dados (Tabela 7), referente à amostra pós-COVID-19, o modelo apresentou um fraco poder explicativo ( $R^2$  ajustado = 0,023) e, segundo o estudo ANOVA (Tabela 7), não foi significativo ( $p = 0,310$ ). A variável qualidade dos acréscimos não foi estatisticamente significativa ( $p = 0,403$ ). Da mesma forma, nenhuma das variáveis de controlo teve significância estatística: dimensão da empresa ( $p = 0,974$ ), ROE ( $p = 0,665$ ) e estrutura de capitais ( $p = 0,077$ ). Neste período, de 2020 a 2022, o modelo, no seu todo, deixou de explicar a maior parte da variação da variável dependente. Estes resultados podem ser uma consequência de fatores externos, como a pandemia, a instabilidade económica e a mudança de foco dos mercados financeiros, que alteraram a dinâmica habitual, a liquidez e a sobrevivência das empresas. Um fenómeno extremo como a

pandemia do COVID-19 pode ter resultado num novo paradigma no que se refere aos determinantes do valor das empresas – sendo que a principal alteração entre os dois períodos foi a pandemia COVID-19. Esta diminuição da significância e do poder explicativo do modelo indicia que este período de incerteza teve uma elevada influência na forma como os investidores passaram a analisar e avaliar as empresas.

Ainda no que se refere aos estimadores, a qualidade dos resultados (bem como o ROE e a estrutura de capitais) passou de, no primeiro período (2017-2019), ter significância estatística de 4,6% para, no segundo período (2020-2022), deixar de ter essa significância ( $p\text{-value} = 0,403$ ). É possível concluir com estes dados que o período da pandemia COVID-19 influencia significativamente a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas do PSI20, rejeitando a Hipótese 2.

## Capítulo 5 – Conclusões

### 5.1. Contribuições da Investigação

Nos últimos tempos, a qualidade dos resultados tem-se tornado um tema na ordem do dia (*topical issue*) no mundo empresarial e nos mercados financeiros em geral, o que tem suscitado um número crescente de estudos académicos, principalmente em países desenvolvidos, como, por exemplo, os EUA, o Reino Unido ou o Japão, com incursões mais incipientes em países emergentes. A qualidade dos resultados tem sido objeto de análises na ótica financeira, em especial, no que se refere ao impacto que a gestão de resultados (o simétrico de uma boa qualidade de resultados) pode ter na valorização das empresas. Trata-se de um tema que tem vindo a despertar o interesse dos académicos, na medida em que pode fornecer informações valiosas em relação à valorização das empresas, tanto para as próprias empresas como para os investidores e o público em geral.

Apesar de a qualidade dos resultados ser uma métrica com elevada relevância a nível global, à exceção do estudo de Annes et al. (2024), não existem à data, tanto quanto sabemos, outros estudos empíricos que analisem a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas no mercado de capitais português (PSI), ainda que o PSI pertença ao grupo Euronext. A Euronext é a principal bolsa de valores pan-europeia, resultante da fusão de bolsas de vários países (por exemplo, França, Holanda, Bélgica, Portugal, Irlanda, Noruega). Assim, com o objetivo de reforçar a escassa informação académica disponível, esta dissertação visa principalmente aferir se a qualidade dos resultados influencia o valor de mercado das empresas do PSI.

Uma vez que o período em estudo é de 2017 a 2022, este inclui o período da pandemia COVID-19. Tratando-se de um *natural experiment* desconhecido, para além de um período de risco, simbolizou um período de incerteza nos mercados de capitais. Tanto quanto sabemos, não existem, à data, estudos empíricos que analisem o impacto que este período teve na valorização das empresas

em Portugal. Desta forma, esta dissertação apresenta também como objetivo analisar se o período da pandemia influenciou o poder de decisão de compra dos investidores, tendo um efeito moderador na relação que a qualidade dos resultados e o valor das empresas do PSI apresentam.

Os resultados sugerem que, no período total em análise, a qualidade dos resultados não tem uma influência estatisticamente significativa no valor das empresas do PSI, o que pode indiciar que em períodos de incerteza será necessário adotar outros modelos de análise. Por outro lado, a estrutura de capitais e o ROE revelaram-se estatisticamente significativos na valorização destas empresas. Estes resultados contrariam tanto o estudo de Annes et al. (2024) como outros estudos com amostras a nível global (Fassas et al., 2023; Gaio e Raposo, 2010), em que tinha sido verificada significância estatística entre estas duas variáveis. Desta forma, não é possível aceitar a hipótese de que a qualidade dos resultados influencia significativamente o valor das empresas do PSI. O resultado apurado pode ser fundamentado no facto de o período em estudo abranger o COVID-19. Este período de incerteza produziu um impacto significativo nos mercados e na forma como as empresas geriram a sua atividade. Os impactos supramencionados podem originar resultados atípicos, que potencialmente foram refletidos nas informações prestadas pelas empresas. Em consequência, os resultados obtidos na regressão efetuada divergiram das expectativas do estudo. Esta discrepância pode ser justificada pelo facto de os efeitos observados neste modelo poderem refletir circunstâncias particulares do período da pandemia, em vez de serem indicativos de padrões comportamentais que possam ser generalizados ao período total.

Tendo em consideração os resultados obtidos, como forma de perceber se o período da pandemia tinha influência nos resultados para todo o período em análise, foram criados dois sub-períodos: pré-COVID-19 e pós-COVID-19. Para o primeiro período, verificou-se uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas. Por outro

lado, no segundo período, para além de não haver esta significância, o modelo apresentou uma fraca capacidade explicativa ( $R^2$  ajustado = 0,023). Estes resultados indicam que nas duas amostras em estudo, uma vez que só o período foi alterado, a pandemia COVID19 teve um efeito negativo tanto na significância das variáveis como no poder explicativo do modelo face à variável dependente.

Com esta investigação, é possível concluir que o período da pandemia alterou a tomada de decisão dos investidores. Possivelmente, dada toda a incerteza, os investidores passaram a valorizar outras métricas, que até à data não eram tão relevantes como, por exemplo a liquidez e a capacidade de geração de fluxos de caixa (*cash flows*) por parte das empresas. Desta forma, rejeita-se a Hipótese 2, uma vez que o período da pandemia COVID-19 tem influência significativa no poder de decisão de compra dos investidores, apresentando um papel moderador na relação que a qualidade dos resultados e o valor das empresas do PSI apresentavam.

## **5.2. Limitações**

Não obstante à inclusão de metodologias reconhecidas na literatura, o presente estudo apresenta algumas limitações. A estimativa da qualidade dos acréscimos é efetuada mediante a aplicação do modelo econométrico proposto por Dechow e Dichev (2002). Conforme acontece com qualquer abordagem empírica, está sujeita a uma margem de imprecisão. O modelo proposto para esta variável envolve estimativas baseadas em comportamentos passados. Por conseguinte, é possível que não capture integralmente todos os fatores que afetam os acréscimos em diferentes contextos empresariais, ou seja, pode não ter em conta todos os fatores que realmente afetam os acréscimos em todas as empresas e contextos.

Apesar de o modelo integrar variáveis de controlo, tais como o ROE, a dimensão das empresas e a sua estrutura de capitais, é possível que permaneçam discrepâncias estruturais entre as empresas

que não estejam inteiramente consideradas. Fatores como a maturidade do negócio, o ciclo de vida da empresa ou outras características específicas, podem exercer uma influência distinta nos resultados, de empresa para empresa. Estas variações podem comprometer a comparabilidade direta entre as observações, mesmo com as variáveis de controlo aplicadas.

Adicionalmente, o período em análise (2017-2022) foi caracterizado por acontecimentos económicos e sociais excecionais, designadamente a pandemia de COVID-19, que produziu um impacto significativo na atividade das empresas e na forma como os mercados reagiram. Os impactos exógenos referidos podem ter tido efeitos atípicos, tanto nos resultados das empresas como no seu valor de mercado, refletido no indicador Tobin's Q. Por conseguinte, é possível que os efeitos observados no modelo reflitam condições particulares deste período, ao invés de padrões comportamentais passíveis de generalização para outros contextos.

### **5.3. Propostas e Oportunidades de Futuras Investigações**

Ao aprofundar o tema da qualidade dos resultados nas empresas do PSI e o impacto da pandemia COVID-19, este estudo pode servir de contributo para futuras investigações. Uma vez que este período teve um impacto real no estudo econométrico realizado, sugere-se que, em futuras investigações, sejam utilizadas outras variáveis, mais interligadas com a incerteza do COVID19. Isto é, fatores ou indicadores que tenham sido afetados diretamente pelo período da pandemia (por exemplo: valor das vendas, setor da empresa). Dado que as variáveis utilizadas nesta dissertação, no período pós-COVID19, apresentaram uma fraca capacidade explicativa, a utilização de variáveis com uma ligação mais direta aos efeitos da pandemia pode ajudar a explicar de forma mais eficaz a variação do valor das empresas.

Outra sugestão para futuras investigações, passa por aumentar o número de observações. Neste caso, a amostra incluiria não só as empresas do PSI, mas também outras grandes empresas

portuguesas, que estejam sujeitas à apresentação de resultados auditados, e assim, ao escrutínio do mercado. Deste modo, ao aumentar o número de observações, será possível explicar melhor a variável dependente, incluindo mais variáveis explicativas, analisar efeitos não lineares mediante partição da mostra em quantis ou percentis, e aferir com maior robustez os efeitos que a pandemia teve na valorização das empresas.

Por fim, uma vez que o último ano sujeito a estudo é 2022, existe a possibilidade de, em estudos futuros, ser utilizado um período mais extenso, que englobe um período maior posterior à pandemia. Desta forma, será possível observar se, após este período de incerteza, a relação entre a qualidade dos resultados e o valor das empresas regressou à normalidade, em que a qualidade dos acréscimos permanece estatisticamente significativa, ou se o impacto do COVID-19 resultou efetivamente numa nova forma de os investidores observarem o mercado e de fundamentarem a sua tomada de decisão, com base em métricas distintas.



## Referências Bibliográficas

Annes, M. C., Cristovão, D., Pinheiro, C. M., & Rosário, J. S. (2024). Earnings quality and firm value: 30 years of Portuguese listed firms. *RIQUAL 2024 - XIV Encontro de Investigadores da Qualidade*. [https://publicacoes.riqual.org/wp-content/uploads/2024/09/troia\\_xiv\\_809\\_836.pdf](https://publicacoes.riqual.org/wp-content/uploads/2024/09/troia_xiv_809_836.pdf)

Buttigieg, C. P., Witzel, L. G., & Zimmermann, B. B. (2023). Soft regulatory capture and supervisory independence: A case study on Wirecard. *European Company and Financial Law Review*, 20(4), 623-659. <https://www.degruyterbrill.com/document/doi/10.1515/ecfr-2023-0025/html>

Cameron, A. C., & Trivedi, P. (2005). *Microeconometrics: Methods and application*. Cambridge University Press.  
[https://www.researchgate.net/publication/235726200\\_Microeconometrics\\_Methods\\_and\\_Applications](https://www.researchgate.net/publication/235726200_Microeconometrics_Methods_and_Applications)

Choi, J. (2008). An empirical study on the relationship between earnings quality and firm value. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37(5), 813–839.  
[https://www.researchgate.net/publication/286500332\\_An\\_Empirical\\_Study\\_on\\_the\\_Relationship\\_between\\_Earnings\\_Quality\\_and\\_Firm\\_Value](https://www.researchgate.net/publication/286500332_An_Empirical_Study_on_the_Relationship_between_Earnings_Quality_and_Firm_Value)

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410110000339?via%3Dihub>

- Dechow, P., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.  
<https://publications.aaahq.org/accounting-review/article-abstract/77/s-1/35/2660/The-Quality-of-Accruals-and-Earnings-The-Role-of?redirectedFrom=fulltext>
- Dechow, P., & Schrand, C. (2004). Earnings quality. *Research Foundation of CFA Institute*.  
<https://rpc.cfainstitute.org/research/foundation/2004/earnings-quality>
- Di Meo, F., Lara, J. M. G., & Surroca, J. A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(5), 399–414.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425417300649?via%3Dihub>
- Duarte, A. F., Lisboa, I., & Carreira, P. (2022). Does earnings quality impact firms' performance? The case of Portuguese SMEs from the mold sector. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 22(4), 894–916. <https://www.emerald.com/jfra/article-abstract/22/4/894/1232325/Does-earnings-quality-impact-firms-performance-The?redirectedFrom=fulltext>
- Fassas, A., Nerantzidis, M., Tsakalos, I., & Asimakopoulos, I. (2023). Earnings quality and firm valuation: Evidence from several European countries. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(6), 1298–1313.  
<https://www.emerald.com/cg/article-abstract/23/6/1298/74320/Earnings-quality-and-firm-valuation-evidence-from?redirectedFrom=fulltext>

- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.  
<https://publications.aaahq.org/accounting-review/article-abstract/79/4/967/2787/Costs-of-Equity-and-Earnings-Attributes?redirectedFrom=fulltext>
- Gaio, C., & Raposo, C. (2010). Earnings quality and firm valuation: International evidence. *Accounting and Finance*, 51(2), 467–499.  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-629X.2010.00362.x>
- Gao, L., & Zhang, J. H. (2015). Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 32, 108–127.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0929119915000449?via%3Dihub>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1–3), 3–73.  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410105000571?via%3Dihub>
- Gulamhussen, M. A., Pinheiro, C., & Sousa, R. (2012). The influence of managerial ownership on bank market value, performance, and risk: Evidence from banks listed on the Stoxx Global Index. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 23, 121–253. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1467-646X.2012.01056.x>
- Gulamhussen, M. A., Pinheiro, C. M., & Pozzolo, A. F. (2017). Do multinational banks create or destroy shareholder value? A cross-country analysis. *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 26(5), 295–313. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/fmii.12091>
- Healy, P. M., & Whalen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.

<https://publications.aaahq.org/accounting-horizons/article-abstract/13/4/365/1634/A-Review-of-the-Earnings-Management-Literature-and?redirectedFrom=fulltext&utm>

Hung, D. N., Cúc, N. T., & Tran, M. D. (2020). The impact of earnings quality on firm value: The case of Vietnam. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 7(3), 63–72.

[https://koreascience.or.kr/article/JAKO202014862061552.page?utm\\_source=chatgpt.com](https://koreascience.or.kr/article/JAKO202014862061552.page?utm_source=chatgpt.com)

International Accounting Standards Board (IASB). (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework.html/content/dam/ifrs/publications/?>

Investing.com – Disponível em (<https://www.investing.com/>). (Consultado em: 05/2025).

Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1996). *The balanced scorecard: Translating strategy into action*. Boston, MA: *Harvard Business School Press*.

[https://openlibrary.org/books/OL21076230M/The\\_balanced\\_scorecard?](https://openlibrary.org/books/OL21076230M/The_balanced_scorecard?)

Kotb, A., Elbardan, H., & Halabi, H. (2020). Mapping of internal audit research: A post-Enron structured literature review. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 33(8), 1969-1996. <https://www.emerald.com/aaaj/article-abstract/33/8/1969/2052/Mapping-of-internal-audit-research-a-post-Enron?redirectedFrom=fulltext>

Kushwaha, N. N., & Dixit, B. K. (2021). The Satyam effect on related party loans in India. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 39(1), 84-106.

<https://journals.sagepub.com/doi/10.1177/0148558X211048146>

Lassoued, N., & Mehdi, I. K. E. (2021). Impact of COVID-19 pandemic on earnings management: An evidence from financial reporting in european firms. *Global Business Review*, 26(5). <https://doi.org/10.1177/09721509211053491>

- Latella, P., & Veltri, S. (2025). Is the firm value affected by the ESG performance? A study on small-capitalized European listed energy companies. *Environmental, Social, Governance (ESG)*, 299-316. [https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-76618-3\\_15](https://link.springer.com/chapter/10.1007/978-3-031-76618-3_15)
- Latif, K., & Bhatti, A. A., & Raheman, A. (2017). Earnings quality: A missing link between corporate governance and firm value. *Business & Economic Review*, 9(2), 255–280. <https://imsciences.edu.pk/files/journals/2017-vol-2/New%2011.pdf>
- Lee, H., Choi, D., & Lee, H. Y. (2023). The impact of COVID-19 on earnings management: an international investigation. *Applied Economics Letters*, 31(4), 353–361. <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13504851.2023.2167913>
- Li, M. (2021). Uses and abuses of statistical control variables: Ruling out or creating alternative explanations?, *Journal of Business Research*, 126, 472-488. <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S0148296320308663>
- Lilliefors, H. W. (1967). On the Kolmogorov–Smirnov test for normality with mean and variance unknown. *Journal of the American Statistical Association*, 62(318), 399–402. <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/01621459.1967.10482916>
- Liu, G., & Sun, J. (2022). The impact of COVID-19 pandemic on earnings management and the value relevance of earnings: US evidence. *Managerial Auditing Journal*, 37(7), 850–868. <https://doi.org/10.1108/MAJ-05-2021-3149>
- Rizvi, A. K. A., Yarovaya, L., Mirza, N., & Naqvi, B. (2022). The impact of COVID-19 on the valuations of non-financial European firms. *Heliyon*, 8(2), e09486. [https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440\(22\)00206-](https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440(22)00206-)

[7?\\_returnURL=https%3A%2F%2Flinkinghub.elsevier.com%2Fretrieve%2Fpii%2FS2405844022002067%3Fshowall%3Dtrue](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2405844022002067?showall=true)

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. F., Jordan, B. D., & Shue, K. (2025). *Corporate Finance (14th ed.)*, McGraw-Hill Education.

Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.

<https://www.scirp.org/reference/ReferencesPapers?ReferenceID=2440010>

Serrasqueiro, Z. S., & Nunes, P. M. (2008). Performance and size: Empirical evidence from portuguese SMEs. *Small Business Economics*, 30(3), 315–339.

<https://link.springer.com/article/10.1007/s11187-007-9092-8>

Shapiro, S. S., & Wilk, M. B. (1965). An analysis of variance test for normality (complete samples). *Biometrika*, 52(3-4), 591–611.

<https://www.jstor.org/stable/2333709?origin=crossref>

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), 355–374.

<https://academic.oup.com/qje/article-abstract/87/3/355/1909092?redirectedFrom=fulltext>

Taylor, D. (2024). *Earning quality*, Financial Edge. [https://www.fe.training/free-](https://www.fe.training/free-resources/accounting/earnings-quality/)

[resources/accounting/earnings-quality/](https://www.fe.training/free-resources/accounting/earnings-quality/)

Valencia, L. R. (2025). Financial performance and corporate governance on firm value: Evidence from Spain. *International Journal of Financial Studies*, 13(3), 123.

<https://www.mdpi.com/2227-7072/13/3/123>

Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 97–180.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410101000258?via%3Dihub>

Wooldridge, J. M., (2010). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*, The MIT Press.

Yan, H., Liu, Z., Wang, H., Zhang, X., & Zheng, X. (2022). How does the COVID-19 affect earnings management: Empirical evidence from China. *Research in International Business and Finance*, 62, 101725.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531922001131?via%3Dihub>

Yasar, A., & Yalçın, N. (2024). The effect of the COVID-19 pandemic on accrual-based earnings management: Evidence from four most affected european countries, *Heliyon*, 10(1).

[https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440\(24\)05921-](https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440(24)05921-)

[8?\\_returnURL=https%3A%2F%2Flinkinghub.elsevier.com%2Fretrieve%2Fpii%2FS240](https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440(24)05921-8?_returnURL=https%3A%2F%2Flinkinghub.elsevier.com%2Fretrieve%2Fpii%2FS240)

[5844024059218%3Fshowall%3Dtrue](https://www.cell.com/heliyon/fulltext/S2405-8440(24)05921-8?_returnURL=https%3A%2F%2Flinkinghub.elsevier.com%2Fretrieve%2Fpii%2FS2405844024059218%3Fshowall%3Dtrue)

Zhao, Y., Chen, K. H., Zhang, Y., & David, M. (2012). Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), 38–56.

<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0278425411001153?via%3Dihub>