



**A qualidade dos resultados das grandes empresas não cotadas na UE a  
22: durante e após a crise financeira**

por

Joana Manuel Correia Silva

Dissertação de Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Orientada por

Prof. Dr. António de Melo da Costa Cerqueira

Prof. Dr. Elísio Fernando Moreira Brandão

2017

## **Nota Biográfica**

Joana Manuel Correia Silva nasceu no Porto em 1994.

Formou-se em Gestão de Empresas pelo Instituto Superior de Administração e Gestão (ISAG) em 2015, tendo ingressado no mesmo ano no Mestrado em Finanças e Fiscalidade da Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP).

## Resumo

Esta dissertação tem como objetivo analisar a qualidade dos resultados das grandes empresas não cotadas na UE a 22, durante o período de 2008 a 2015, ou seja, durante e após a crise económica e financeira. Posteriormente, pretende-se ainda verificar se, em ambos os períodos, a qualidade dos resultados dos países *common-law* é superior à dos países *code-law*. Para se proceder às análises, utiliza-se o modelo de conservadorismo condicional de Basu (1997) adaptado por Ball and Shivakumar (2005). O modelo é estimado usando uma metodologia de dados em painel e através do método OLS com *dummies* por país, de forma a controlar as diferenças existentes entre os países.

Os resultados indicam que as empresas dos países *code-law* utilizaram práticas contabilísticas agressivas durante a crise, enquanto no pós-crise passaram a adotar práticas contabilísticas mais conservadoras (e logo uma maior qualidade de resultados). Por sua vez, nos países *common-law* deteta-se que, em ambos os períodos, as empresas adotaram práticas contabilísticas conservadoras. E, contrariamente ao esperado, apresentaram uma maior qualidade de resultados durante a crise. Assim, apesar de no pós-crise a qualidade dos resultados nos países *code-law* ter aumentado e nos países *common-law* ter diminuído, confirma-se, durante os dois períodos, a premissa de que os países *common-law* apresentam uma qualidade de resultados superior à dos países *code-law*.

Este estudo é então útil para académicos, investidores, normalizadores e reguladores contabilísticos, no sentido em que fornece informações que ajudam a entender os efeitos dos dois períodos em análise no conservadorismo e, conseqüentemente, na qualidade dos resultados das empresas não cotadas da UE, consoante o sistema legal dos países.

**Palavras-chave:** Qualidade dos resultados; Crise e pós-crise; Grandes empresas não cotadas; Sistema legal.

## **Abstract**

This dissertation aims to analyze the earnings quality of large private firms in the EU-22, during the period of 2008 to 2015, in other words, during and after the financial and economic crisis. Subsequently, it is intended to verify if, in both periods, the earnings quality of common-law countries is better than code-law countries. To carry out the analyses, it is used the conditional conservatism model of Basu (1997) adapted by Ball and Shivakumar (2005). The model is estimated using the methodology of panel data and through the OLS method with dummies by country, in order to control the existent differences between countries.

The results demonstrate that firms in the code-law countries used aggressive accounting practices during the crisis, while in the post-crisis they began to adopt more conservative accounting practices (and therefore a higher earnings quality). On the other hand, in the common-law countries it was found that, in both periods, firms adopted conservative accounting practices. And, contrary to expectations, they presented higher earnings quality during the crisis. Thus, although in the post-crisis the earnings quality in the code-law countries has increased and in the common-law countries has decreased, it is confirmed that, during the two periods, the premise that common-law countries present a better earnings quality than code-law countries.

This study is therefore useful for academics, investors, accounting regulators and standard setters, as it gives information that helps to understand the effects of two periods in analysis on conservatism and hence on earnings quality of private firms in the EU, according to the legal system of countries.

**Keywords:** Earnings quality; Crisis and post-crisis; Large private firms; Legal system.

## Índice

Nota Biográfica.....	ii
Resumo .....	iii
Abstract.....	iv
Índice .....	v
Índice de Tabelas .....	vi
1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação.....	5
2.1 Modelo Utilizado para Auferir a Qualidade dos Resultados .....	5
2.1.1 O Conservadorismo na UE.....	8
2.2 Formulação das Hipóteses de Investigação .....	9
2.2.1 A Crise e a Qualidade dos Resultados .....	9
2.2.2 O Pós-crise e a Qualidade dos Resultados .....	11
2.2.3 Sistemas legais e a Qualidade dos Resultados .....	13
3. Construção e Caraterização da Amostra.....	15
3.1 Construção da Amostra.....	15
3.2 Caraterização da Amostra .....	17
4. Metodologia.....	22
4.1 Modelo .....	22
4.1.1 Sinais Esperados.....	24
5. Resultados.....	28
5.1 Análise Descritiva.....	28
5.2 Análise dos Resultados .....	32
6. Conclusões.....	39
6.1 Limitações e Pesquisas Futuras .....	40
Apêndice.....	42
Referências Bibliográficas.....	46

## Índice de Tabelas

<b>Tabela 1</b> - Composição da amostra por país e sistema legal .....	18
<b>Tabela 2</b> - Composição dos 2 grupos de países ( <i>code-law</i> e <i>common-law</i> ) por indústria (48 indústrias de Fama and French) .....	20
<b>Tabela 3</b> - Sinais esperados .....	27
<b>Tabela 4</b> - Estatísticas descritivas das variáveis da equação (2).....	30
<b>Tabela 5</b> - Matriz de correlação .....	31
<b>Tabela 6</b> - Resultados da estimação da equação (2) durante a crise .....	33
<b>Tabela 7</b> - Resultados da estimação da equação (2) durante o pós-crise.....	35
<b>Tabela 8</b> - Descrição das variáveis utilizadas na equação (2) .....	42
<b>Tabela 9</b> - Resultados da estimação da equação (2), excluindo da amostra o setor da administração pública.....	43
<b>Tabela 10</b> - Teste de Jarque-Bera .....	45

## 1. Introdução

As informações financeiras são de extrema importância, pois é com base nestas que os utilizadores dos relatórios financeiros, quer sejam investidores, credores, gestores e outras partes contratantes, realizam todo o processo de tomada de decisão (Kousenidis *et al.*, 2013). Assim, e sendo estas a principal fonte de informação para os utilizadores, é importante que sejam de qualidade. Contudo, a sua qualidade tem sido colocada em causa em inúmeras situações, como por exemplo, nos sucessivos escândalos financeiros associados ao uso inadequado das práticas contabilísticas, que surgem um pouco por todo o mundo, e que diminuíram a confiança dos investidores nas informações financeiras (Lobo and Zhou, 2006). Mas também durante os períodos de crise económica e/ou financeira enfrentados por vários países, que se caracterizam por períodos com uma acentuada instabilidade, que origina volatilidade e um aumento da incerteza do ambiente de negócio (Crăciun and Ochea, 2014). Como tal, durante estes períodos, os investidores e outros participantes do mercado estão mais preocupados com os resultados, que são suscetíveis de serem voláteis (Kousenidis *et al.*, 2013). Tal situação aliada à falta de confiança por parte destes nos resultados, dado que acreditam que a flexibilidade das normas contabilísticas e o oportunismo dos gestores fazem com que a gestão de resultados afete a qualidade das demonstrações financeiras (Gorgan *et al.*, 2012), motivou o interesse dos investigadores para analisarem a qualidade dos resultados das empresas, durante os diferentes períodos da crise (pré-crise, crise e pós-crise).

Posto isto, seguindo a linha de pesquisa de Persakis and Iatridis (2015), pretende-se analisar a qualidade dos resultados. No entanto, contrariamente a este estudo que analisou as empresas cotadas dos países avançados, classificados pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), durante o pré-crise europeu e a crise. Objetiva-se nesta dissertação, analisar a qualidade dos resultados das grandes empresas não cotadas de 22 países europeus, durante e após a crise. Dado que, as crises económicas e/ou financeiras são períodos onde a qualidade está posta em causa e os estudos existentes analisam unicamente as empresas cotadas. Além disto, como a crise é relativamente recente, o estudo de Persakis and Iatridis (2015) propõe que pesquisas futuras analisem o pós-crise europeu. Assim este estudo permite verificar, de certa forma, se as diversas medidas introduzidas pela UE e os seus Estados-membros - no sentido de repor a estabilidade financeira, proteger as poupanças, manter um fluxo de crédito acessível às empresas e aos

particulares e instituir um sistema mais eficaz para a governação económica e financeira da UE<sup>1</sup> - e o próprio facto de o período de crise já ter sido ultrapassado, se tiveram algum impacto na qualidade dos resultados, visto que afetaram o ambiente envolvente das empresas.

Posteriormente, como foi detetado que o sistema legal tem impacto na qualidade dos resultados (Dechow *et al.*, 2010; Pășcan, 2015) e como existe a premissa de que nos países *common-law* a qualidade dos resultados é superior à dos países *code-law* (Persakis and Iatridis, 2015; Persakis and Iatridis, 2016), procede-se ainda a um estudo comparativo da qualidade dos resultados entre os países de origem legal *common-law* e *code-law*. Tal como sugerido no estudo de Iatridis and Dimitras (2013), após terem detetado diferentes comportamentos nos países, durante o período de crise. Importa frisar que na literatura sobre as empresas não cotadas existem dois estudos que analisam as relações da gestão de resultados com as características institucionais dos países (Burgstahler *et al.*, 2006; Van Tendeloo and Vanstraelen, 2008). Embora, ambos analisam a manipulação de resultados, um menor número de países europeus e durante períodos ditos normais da economia.

Assim esta dissertação pretende aumentar o conhecimento sobre este tema relevante e aumentar a evidência empírica da literatura existente, que analisa maioritariamente as empresas cotadas, colocando de parte a realidade das empresas não cotadas que representam grande parte das empresas no mundo.

De forma a realizar-se estas investigações, foi recolhida, através da base de dados Amadeus da entidade *Bureau van Dijk*, uma amostra que engloba 16 348 grandes empresas não cotadas de 22 países europeus, durante o período de 2008 a 2015. Para se proceder à análise da qualidade dos resultados, é utilizada a medida de conservadorismo condicional de Basu (1997) adaptada por Ball and Shivakumar (2005), pois os dados necessários para a aplicação deste modelo encontram-se facilmente disponibilizados pelas empresas não cotadas nas bases de dados. Esta medida foi estimada através do método dos mínimos quadrados (OLS) com *dummies* por país, de forma a controlar as diferenças entre os países.

Os resultados sugerem, no conjunto de países *code-law*, que as empresas não cotadas utilizaram práticas contabilísticas agressivas, durante a crise, ou seja, reportaram mais rapidamente os ganhos do que as perdas, que foram diferidas até a realização do seu *cash*

---

<sup>1</sup> Retirado do *website* da UE: [http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs\\_pt](http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_pt).



*flow*. No entanto, deteta-se que no pós-crise, estas empresas passaram, tal como esperado, a adotar práticas contabilísticas conservadoras. Assim, apresentaram resultados de maior qualidade face ao período de crise. Por sua vez, as empresas dos países *common-law* utilizaram, em ambos os períodos, práticas contabilísticas conservadoras. Mas, contrariamente ao esperado, existiu uma diminuição da qualidade dos resultados no pós-crise, pois verificou-se uma diminuição do grau de conservadorismo adotado. Contudo, apesar de no período pós-crise, as empresas dos países *code-law* terem passado a adotar práticas contabilísticas conservadoras, e as empresas dos países *common-law* terem diminuído o grau de conservadorismo adotado. Confirma-se, em ambos os períodos, que as empresas dos países *common-law* apresentam resultados de maior qualidade face aos resultados das empresas dos países *code-law*.

Esta dissertação contribui assim para a literatura escassa sobre as empresas não cotadas, mais propriamente, sobre a qualidade dos seus resultados. Área esta que está pouco explorada, pois segundo o meu conhecimento, os únicos artigos que analisam especificamente a qualidade dos resultados das empresas não cotadas, embora de forma comparativa com a qualidade dos resultados das empresas cotadas são: o estudo de Ball and Shivakumar (2005) que analisa as empresas do Reino Unido, e o de Hope *et al.* (2013) que tem por base os EUA, ambos realizados durante períodos com condições económicas normais. Assim, o primeiro contributo, assenta no próprio uso das empresas não cotadas, uma vez que os diversos estudos existentes acerca da qualidade dos resultados, durante a crise, têm por base unicamente as empresas cotadas (Iatridis and Dimitras, 2013; Kousenidis *et al.*, 2013; Persakis and Iatridis, 2015). Aliado a isto, o facto de se usar uma amostra mais abrangente de países europeus, constitui o segundo contributo. Visto que, de acordo com o meu conhecimento, os estudos existentes apenas têm por base alguns países europeus, como por exemplo, os países mais afetados (Iatridis and Dimitras, 2013; Kousenidis *et al.*, 2013), ou no caso do estudo de Persakis and Iatridis (2015) os países avançados classificados pelo FMI. Além disto, segundo o meu conhecimento, como a crise europeia é relativamente recente, ainda não existem estudos que analisem o pós-crise europeu. Deste modo, o facto de se analisar o pós-crise na UE<sup>2</sup>, constitui o terceiro contributo. Por fim, o quarto contributo está relacionado com a análise

---

<sup>2</sup> Define-se pós-crise como o período de 2013 a 2015, pois este estudo segue a linha de pesquisa de Persakis and Iatridis (2015), onde o período de crise engloba os anos de 2008 a 2012. Analisa-se apenas até 2015, pois trata-se do último ano para o qual a base de dados utilizada dispõe de informação.

comparativa da qualidade entre os sistemas legais dos países (*common-law* e *code-law*), durante e após a crise, neste tipo de empresas (não cotadas) e num maior número de países. Dado que, os estudos existentes que utilizam as empresas não cotadas (Burgstahler *et al.*, 2006; Van Tendeloo and Vanstraelen, 2008) analisam a relação entre a gestão de resultados e as características institucionais dos países, durante períodos com condições económicas normais, e para um menor número de países europeus.

O restante desta dissertação está dividido em cinco partes. O próximo capítulo contém uma revisão da literatura e a definição das hipóteses de investigação. No terceiro capítulo, é descrito o processo de seleção da amostra e a sua caracterização. Em seguida, no quarto capítulo, é apresentada toda a metodologia adotada. Posteriormente, no quinto capítulo, primeiramente apresenta-se as estatísticas descritivas e a matriz de correlações, e em seguida, são apresentados e analisados os resultados da investigação. No sexto e último capítulo, são apresentadas as principais conclusões, as limitações do estudo e algumas sugestões para pesquisas futuras.

## 2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação

Neste capítulo, primeiramente, apresenta-se a métrica utilizada, neste estudo, para auferir a qualidade dos resultados, e em seguida, procede-se ao seu enquadramento no contexto da UE. Para posteriormente, nos subcapítulos 2.2.1, 2.2.2 e 2.2.3, formular-se as hipóteses de investigação com base nesta medida – o conservadorismo condicional.

### 2.1 Modelo Utilizado para Auferir a Qualidade dos Resultados

Na literatura existem diversas métricas para se determinar a qualidade dos resultados, que têm por base algumas das características destes, nomeadamente: os *accruals*, o conservadorismo, o valor de relevância, *smoothness*, entre outros. Como tal, existem diferentes definições de o que é, efetivamente, a qualidade dos resultados, consoante o modelo utilizado para a analisar (Dechow *et al.*, 2010).

Neste sentido, esta dissertação seguindo o estudo de Ball and Shivakumar (2005), define a qualidade em função da utilidade das demonstrações financeiras, ou seja, das informações financeiras, e particularmente dos resultados, para os utilizadores da informação, tais como investidores, credores, gestores e todas as outras partes contratantes. Assim e seguindo esta linha de pesquisa, a utilidade (qualidade) será analisada em função do *proxy* conservadorismo condicional. Definido por Basu (1997), como o facto “(...) dos contabilistas exigirem um maior grau de verificação para reconhecerem as boas notícias do que as más notícias nas demonstrações financeiras (...)”. Portanto, neste estudo, se as empresas reportarem as perdas de uma forma mais atempada, os seus resultados serão de maior utilidade e, conseqüentemente, de maior qualidade, pois, de acordo com Ball and Shivakumar (2005), o reconhecimento mais oportuno das perdas, aumenta a utilidade, no geral, das demonstrações financeiras, mas particularmente da *corporate governance* e dos contratos de dívida.

Assim tendo por base estes e outros autores, a utilidade (e conseqüentemente, a qualidade) da *corporate governance* aumenta, porque o facto de se exigir um menor grau de verificação para as perdas, diminui os incentivos dos gestores e a sua capacidade de manipular os resultados<sup>3</sup> (Herrmann *et al.*, 2008; Watts, 2003). O que permite melhorar

---

<sup>3</sup> Existe na literatura, evidência empírica de que a gestão de resultados está negativamente associada com o conservadorismo condicional (Kousenidis *et al.*, 2013).

a eficiência dos investimentos (Ball and Shivakumar, 2005). Dado que, neste tipo de contabilidade conservadora, os gestores são menos propensos a se envolverem em projetos nos quais esperam à partida que o Valor Atual Líquido (VAL) seja negativo, e é menos provável que continuem realizando investimentos à posterior com fluxos de caixa negativos (Ball and Shivakumar, 2005; J. R. Francis and Martin, 2010). Porque este tipo de contabilidade não permite que os gestores “empurrem” para o mandato do próximo gestor, as perdas decorrentes de projetos com VAL negativo, obrigando-os a reconhecer no seu próprio mandato as perdas. Assim, estes não têm qualquer tipo de incentivo para se envolverem em aquisições destruidoras de valor. Por outro lado, caso posteriormente o projeto venha a ser um fracasso, os gestores que têm remunerações baseadas nos resultados, não têm qualquer tipo de benefício em continua-los, nem são prejudicados em caso de abandono do projeto. Pois, neste tipo de contabilidade, como vão ter de reconhecer as perdas de forma atempada, no caso de continuidade do projeto, o gestor verá a sua remuneração diminuída; por sua vez, no caso de abandono, não incorrerá em nenhuma perda de receita adicional, que possivelmente iria ter no seu rendimento, noutra tipo de contabilidade que lhe permitisse adiar o reconhecimento das perdas. Contudo, caso os gestores não abandonem posteriormente os projetos, o reconhecimento das perdas soará como um sinal de alarme, quer para o conselho de administração ou para os acionistas ou para os analistas de segurança, investigarem as razões por detrás destas perdas (J. R. Francis and Martin, 2010). O que conseqüentemente, permite a estes utilizadores forçarem os gestores a abandonarem estes projetos. Tal situação, pode ainda, adicionalmente, colocar em risco o próprio emprego do gestor, e eventualmente, sofrer danos na sua reputação (J. R. Francis and Martin, 2010).

Quanto aos contratos de dívida, também é um eficiente mecanismo, pois de acordo com Ahmed *et al.* (2002), o conservadorismo condicional diminui os conflitos entre os acionistas e os credores sobre a política de dividendos, o que conseqüentemente, permite uma redução no custo de dívida das empresas. Isto porque, o uso da contabilidade conservadora ao reduzir os resultados e a capacidade de manipulação do gestor, torna o ativo líquido mais transparente, o que diminui o risco dos credores pagarem excessivos dividendos aos acionistas e, por outro lado, reduz o risco de incumprimento da empresa (pois o não pagamento de dividendos excessivos aumenta o ativo disponível), o que faz com que os credores aceitem uma taxa de retorno menor. Adicionalmente, facto de o ativo

líquido ser mais verificável permite, segundo Zhang (2008) e Ball and Shivakumar (2005), que os credores formulem melhores decisões de empréstimos e monitorem, de forma mais eficiente, a capacidade de pagamento do devedor. Assim, como os credores podem observar sinais mais oportunos do risco de incumprimento, podendo estes desencadear os seus direitos de controlo sobre os devedores mais rapidamente ou melhorar as cláusulas de dívida e as restrições (Ball and Shivakumar, 2005). Estes assistem assim à diminuição do risco de incumprimento, e oferecem em troca taxas de juros mais baixas para os devedores mais conservadores (Zhang, 2008).

Devido a estes argumentos apresentados, os investigadores Ball and Shivakumar (2005) argumentam que o reconhecimento oportuno das perdas é um atributo importante da qualidade dos relatórios financeiros. Ainda nesta linha, também Ahmed *et al.* (2002) e Ahmed and Duellman (2011) afirmam que as divulgações de maior qualidade são as mais conservadoras, pois levam a um menor custo de dívida e a maiores eficiências no processo de investimento.

Além destes argumentos apresentados que se focam particularmente no aumento da utilidade da *corporate governance* e dos contratos de dívida, inúmeros outros pesquisadores têm apresentado evidência empírica acerca de outras vantagens da contabilidade conservadora. Assim, ainda dentro da *corporate governance*, o facto de diminuir os incentivos dos gestores e a sua capacidade de manipular os resultados, reduz os problemas de agência, a assimetria de informação entre os *insiders* (gestores) e os *outsiders* (*stakeholders*) e as perdas de peso morto originadas pela manipulação, associadas ao facto de os gestores em vez de gerirem a empresa de uma forma otimizada, desviarem os seus esforços para transferir riqueza em seu benefício pessoal (Ahmed and Duellman, 2011; Jensen and Meckling, 1976; Lafond and Roychowdhury, 2008). Logo tal situação, permite ainda, aumentar o valor da empresa e do capital próprio (Ahmed and Duellman, 2011; LaFond and Watts, 2008; Watts, 2003).

Por fim, outros pesquisadores afirmam ainda que aumenta os valores das participações em dinheiro (Louis *et al.*, 2012) e diminui vários riscos da empresa, como: o risco de falência, (Biddle *et al.*, 2011); o risco de queda dos fluxos de caixa operacionais (Gary C. Biddle, 2011); e o risco de colapso dos preços das ações (Kim and Zhang, 2016).

### 2.1.1 O Conservadorismo na UE

O conservadorismo trata-se de uma característica qualitativa que menos consenso tem reunido, mas que, no entanto, é uma das características que tem uma influencia longa e significativa na prática contabilística e, apesar das críticas, tem-se mantido presente na contabilidade (Givoly and Hayn, 2000; Lobo and Zhou, 2006). Tal situação, segundo Watts (2003), motivou os pesquisadores para analisarem o conservadorismo e os seus benefícios, pois a sua permanência na contabilidade pode indicar que os opositores negligenciam os seus benefícios significativos. Neste sentido, inúmeros estudos têm apresentado evidências empíricas que contradizem os argumentos dos opositores<sup>4</sup>, que afirmam que o conservadorismo introduz tendências nos relatórios financeiros, o que aumenta a assimetria da informação, e conseqüentemente, leva os utilizadores dos relatórios financeiros a fazerem, presumivelmente, deduções incorretas (B. Francis *et al.*, 2013).

No seguimento desta falta de consenso, o IASB<sup>5</sup> decidiu, em 2010, retirar da sua estrutura conceptual o conservadorismo, denominado como prudência. No entanto, pela justificação do IASB subentende-se que o conservadorismo que pretendeu eliminar foi o conservadorismo incondicional, que consiste em reconhecer o ativo pelo valor mais baixo, entre os valores possíveis, e reconhecer o passivo pelo valor mais elevado, entre os valores possíveis (Andre *et al.*, 2013). Visto que, segundo este normalizador o facto de se reconhecer pelo valor mais baixo o ativo e pelo valor mais elevado o passivo, introduz uma tendência de, respetivamente, subvalorização e de sobrevalorização num período, levando a que em períodos posteriores exista, frequentemente, uma sobrevalorização do desempenho financeiro, e tal situação não pode ser descrita como prudente (Andre *et al.*, 2013).

Apesar da retirada da prudência como característica qualitativa, o IASB manteve presente nas suas normas diversos mecanismos de conservadorismo condicional (o abordado neste estudo), como por exemplo, o reconhecimento de passivos prováveis versus o não reconhecimento de ativos contingentes (IAS 37), o menor custo ou valor realizável líquido para os inventários (IAS 2), ou imparidades para ativos financeiros e

---

<sup>4</sup> Algumas destas evidências, nomeadamente as que dizem respeito ao conservadorismo condicional, foram apresentadas no subcapítulo anterior 2.1.

<sup>5</sup> *International Accounting Standards Board* (IASB) trata-se do organismo responsável pela emissão das normas internacionais de contabilidade (IAS).

ativos com vida longa (IAS 39 e IAS 36) (Andre *et al.*, 2013). Como tal, as normas internacionais continuam a ser conservadoras, mas de forma condicional.

Adicionalmente, importa frisar, que apesar da eliminação, as diretivas da UE que regulam as diferentes normas contabilísticas locais dos Estados-membros e que têm por base as normas internacionais (IAS), mantêm o princípio da prudência ainda muito vincado, tanto na forma incondicional como condicional, como é possível constatar-se, por exemplo, no ponto 9 e 22, e no artigo 6º (que contempla uma forma clara de conservadorismo condicional) e 12º (onde está subjacente o conservadorismo incondicional) da Diretiva 2013/34/EU (Europeu and União Europeia, 2013)<sup>6</sup>.

Posto isto, a eliminação da prudência da estrutura conceptual não afeta este estudo, pois as normas contabilísticas adotadas pelas empresas na UE, quer sejam as normas internacionais ou locais, continuam a ter presente diversos mecanismos de conservadorismo condicional.

## **2.2 Formulação das Hipóteses de Investigação**

### **2.2.1 A Crise e a Qualidade dos Resultados**

De acordo com a literatura existente acerca do impacto da crise na qualidade dos resultados na UE, antes e durante a crise, é possível constatar-se que os resultados são mistos. Uma vez que, no estudo de Persakis and Iatridis (2015) que se baseou numa amostra global (que abrange os países mais avançados classificados pelo FMI), é possível concluir-se, a partir de dez diferentes abordagens de análise da qualidade dos resultados, que a qualidade se degradou durante a crise. Sendo esta degradação mais acentuada nos países caracterizados por uma proteção dos acionistas fraca e média. Contudo, contrariamente a este estudo, o artigo de Filip and Raffournier (2014) que tem por base 16 países da UE, apresenta evidência empírica de que a manipulação dos resultados

---

<sup>6</sup> O ponto 9 da diretiva exige que as “(...) demonstrações financeiras anuais deverão ser elaboradas de forma prudente e deverão dar uma imagem verdadeira e apropriada dos ativos e passivos, da posição financeira e do lucro ou prejuízo das empresas (...)”. Quanto ao ponto 22, que diz respeito às rubricas que são reconhecidas e mensuradas com base em estimativas, mais uma vez é reforçado o princípio da prudência. Devendo estas estimativas basear-se num “(...) juízo prudente da direção da empresa (...)”. Relativamente ao artigo 6º, mais propriamente, na alínea c) nr.1 é estabelecida uma forma clara de conservadorismo condicional, ao exigir que “(...) só podem ser reconhecidos os lucros realizados à data do balanço (...)”, enquanto todas as perdas/responsabilidades devem ser incluídas “(...) mesmo que tais responsabilidades apenas se tornem patentes entre a data do balanço e a data em que este é elaborado (...)”. No artigo 12º é possível constatar-se que os ativos devem ser mensurados e podem ser realizados ajustamentos, para que sejam avaliados pelo valor mais baixo. Sendo esta uma forma de conservadorismo incondicional.

diminui durante o período de crise e que a qualidade dos resultados aumenta, embora não em todos os países da amostra. Estes autores argumentam como possíveis razões, o facto de: os gestores terem menos incentivos para manipular os resultados, durante os períodos de crise, pois o mercado é mais tolerante ao fraco desempenho; o próprio aumento do risco de litígio, durante este período, pode também dissuadir os *insiders* de realizar gestão de resultados; e pode ainda dever-se à mudança no comportamento das empresas em resposta a uma maior procura por resultados mais conservadores, durante estes períodos.

Da mesma forma, os estudos que se basearam apenas nos países mais afetados (Espanha, Itália, Irlanda, Grécia e Portugal) apresentaram resultados, em certa medida, mistos. Pois, segundo o estudo de Kousenidis *et al.* (2013), a qualidade dos resultados melhorou durante a crise, sugerindo que as empresas que dependem do financiamento externo e enfrentam problemas de liquidez têm incentivos muito fortes para melhorar a sua qualidade dos resultados, com o intuito de atrair potenciais investidores. Porém, este estudo constatou ainda que aquando da presença de incentivos à gestão de resultados, a qualidade dos resultados piora. Por sua vez, no estudo de Iatridis and Dimitras (2013) que tem por base os mesmos países, constatou-se que as empresas portuguesas e gregas auditadas pelas *Big 4* apresentaram uma qualidade de resultados superior antes da crise, enquanto as empresas irlandesas, italianas e espanholas apresentaram números financeiros mais relevantes durante a crise. Adicionalmente, constataram que Portugal, Itália e a Grécia, tendem a envolverem-se mais na gestão de resultados, de forma a melhorar a sua fraca rentabilidade e liquidez, e para ajustar a sua maior dívida e crescimento, mas que a Irlanda apresenta uma menor evidência de gestão de resultados, o que se poderá dever aos fortes mecanismos de proteção dos investidores.

Posto isto, como os estudos são maioritariamente mistos, mas todos apresentam, para alguns países, uma conclusão semelhante, mais propriamente, que devido à existência de incentivos à gestão de resultados, a qualidade dos resultados piora. E como os investidores, em períodos de recessão, reagem mais depressa às más notícias do que às boas notícias, e por vezes, restringem ainda mais o acesso ao capital, pressionando os gestores a transmitirem mais boas notícias, de forma a reduzirem o impacto negativo da crise (B. Francis *et al.*, 2013; Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Esta situação aliada ao facto das empresas não cotadas manipularem mais os resultados do que as empresas cotadas (Burgstahler *et al.*, 2006) pode levar à inexistência de



conservadorismo condicional nos resultados, durante a crise. Uma vez que, durante estes períodos os gestores têm incentivos para utilizar práticas contabilísticas mais agressivas, de forma a divulgar uma imagem mais positiva ao mercado (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010).

Portanto espera-se que, durante a crise, exista uma diminuição na qualidade dos resultados divulgados pelas empresas, associado ao uso por parte destas de práticas contabilísticas agressivas. Logo a primeira hipótese de investigação é definida como:

**H1:** Durante a crise, as empresas recorrem a práticas contabilísticas mais agressivas.

### 2.2.2 O Pós-crise e a Qualidade dos Resultados

Como segundo o meu conhecimento, ainda não existem estudos que analisem o pós-crise europeu, definido, neste estudo, como o período de 2013 a 2015<sup>7</sup>. Utiliza-se, para se formular a hipótese de investigação, a literatura acerca da crise financeira asiática<sup>8</sup>, onde o pós-crise já foi analisado.

Assim, tendo por base os estudos de Herrmann *et al.* (2008) e de Vichitsarawong *et al.* (2010) que utilizam amostras diferentes, pois enquanto o primeiro analisa as empresas cotadas tailandesas, o segundo analisa as empresas cotadas de quatro países asiáticos (Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia). Ambos concluíram que o grau de conservadorismo aumentou no pós-crise, o que se deveu, possivelmente, às medidas introduzidas pelos países e pelas agências internacionais. Mais propriamente, a reforma de *corporate governance*, as melhorias efetuadas na regulamentação e supervisão do setor financeiro e a adoção das IAS. Contudo, contrariamente a estes dois estudos, Warganegara and Vionita (2010) com base numa amostra de empresas cotadas na Indonésia, chegaram a resultados opostos, ou seja, o conservadorismo não aumentou no pós-crise. Os autores concluíram que apesar de as práticas contabilísticas no pós-crise terem melhorado e passado a capturar a realidade económica das empresas, ainda existia

---

<sup>7</sup> Utiliza-se esta série temporal como período pós-crise, pois este estudo segue a linha de pesquisa de Persakis and Iatridis (2015), onde o período de crise engloba os anos de 2008 a 2012. Analisa-se apenas até 2015, pois trata-se do último ano para o qual a base de dados utilizada dispõe de informação.

<sup>8</sup> De frisar que os estudos acerca da crise financeira asiática concluíram que a qualidade dos resultados, tal como afirmado por Persakis and Iatridis (2015), diminui durante a crise financeira (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Uma vez que, os gestores têm mais incentivos para reportar agressivamente boas notícias, durante estes períodos (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010).

falta de incentivos para os gestores e até para os auditores elaborarem demonstrações financeiras de qualidade.

Da mesma forma que estes países, também a UE como forma de resposta à crise foi introduzindo durante e após a crise diversas medidas. Estas medidas tiveram como objetivo repor a estabilidade financeira, proteger as poupanças, manter um fluxo de crédito acessível às empresas e aos particulares e instituir um sistema mais eficaz para a governação económica e financeira da UE<sup>9</sup>.

Assim, também a UE, reforçou a sua regulamentação e supervisão do setor financeiro com o intuito de: repor a estabilidade financeira que foi gravemente afetada pela crise; solucionar algumas deficiências do atual sistema de supervisão, que foram constatadas durante a crise; e atualizar os atuais mecanismos que estavam pouco adaptados a um mercado financeiro europeu integrado (Europeia, 2011). De forma a corrigir estes problemas, a UE criou um novo quadro de supervisão financeira<sup>10</sup> e realizou diversas reformas no âmbito da regulamentação financeira (Europeia, 2011).

Relativamente à *corporate governance*, a Comissão Europeia no seguimento das fragilidades detetadas durante a crise, lançou um plano de ação e diversas recomendações (Europeia, 2012). O plano de ação, lançado em 2012, tem como objetivo aumentar o nível de transparência nas relações entre as sociedades e os investidores, fomentar a participação dos acionistas e apoiar o crescimento e a competitividade das empresas (Europeia, 2012). No seguimento deste plano, foi exigido na Diretiva 2013/34/EU (Europeu and União Europeia, 2013) que as empresas entregassem uma declaração com mais informações acerca da governação da sociedade, de forma a melhorar a qualidade dos relatórios das empresas. O que conseqüentemente, permite oferecer informação útil aos investidores e facilitar as suas decisões de investimento, e ainda aumentar a confiança dos mesmos. Contudo, foi apenas exigido às empresas cotadas, às instituições de crédito, de seguros e outras designadas como entidades de interesse público pelos Estados-membros. Porém, na recomendação emitida pela Comissão, em 2014, onde foram fornecidas mais indicações acerca da informação a disponibilizar, foi também indicado que as restantes empresas podem também adotar esta exigência no sentido de melhorar a qualidade da informação divulgada (Europeia, 2014). Adicionalmente, neste mesmo ano,

---

<sup>9</sup> Retirado do *website* da UE: [http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs\\_pt](http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_pt).

<sup>10</sup> O novo quadro é composto por três autoridades europeias de supervisão (AES) e pelo Comité Europeu do Risco Sistémico (CERS), que iniciaram os seus trabalhos em janeiro de 2011.

a Comissão lançou ainda diversas outras recomendações que tiveram por base os objetivos do plano de ação.

Por último, importa frisar, que como a crise afetou de forma assimétrica os países europeus, obrigando países como Espanha, Portugal, Grécia, Irlanda e Itália a recorrerem a ajuda externa, estes tiveram ainda de implementar uma série de duras medidas de austeridade (Kousenidis *et al.*, 2013).

Portanto, como na UE foram tomadas medidas idênticas às enunciadas pelos três estudos acerca da crise financeira asiática, pode-se tal como estes autores (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010; Warganegara and Vionita, 2010), esperar um aumento da qualidade dos resultados (ou seja, um aumento do conservadorismo). Outro possível motivo, prende-se com o facto de as crises económicas e os escândalos contabilísticos globais terem fornecido mais motivos para que os utilizadores das demonstrações financeiras e outras entidades relacionadas (tais como, auditoras) exigissem práticas contabilísticas mais conservadoras, com o intuito de lidar com práticas contabilísticas agressivas. (Herrmann *et al.*, 2008; Warganegara and Vionita, 2010).

Logo, contrariamente ao esperado durante o período de crise (H1), no pós-crise espera-se que exista um aumento da qualidade dos resultados divulgados pelas empresas, associado ao uso de práticas contabilísticas conservadoras. Assim, a segunda hipótese é formulada da seguinte forma:

**H2:** Durante o pós-crise, as empresas passam a adotar práticas contabilísticas mais conservadoras.

### **2.2.3 Sistemas legais e a Qualidade dos Resultados**

Na UE existem dois tipos de sistemas legais, uns são baseados no direito anglo-saxónico (denominados *common-law*) e outros partem do direito romano (*code(civil)-law*). Assim, devido às diferenças existentes entre estes dois sistemas, existe a premissa de que a qualidade dos resultados é superior nos países *common-law* (Persakis and Iatridis, 2015; Persakis and Iatridis, 2016). Isto porque, de acordo com o estudo de Rafael La Porta *et al.* (2000) e de Leuz (2010), os países *common-law* caracterizam-se por um maior nível de proteção dos investidores comparativamente com o dos países *code-law*. E tal situação leva a que os resultados sejam de maior qualidade, pois os países com elevada proteção dos investidores restringem a apropriação de lucros internos, o que por

sua vez reduz os incentivos de manipular os resultados, como forma de ocultar as atividades de desvio de lucros (Persakis and Iatridis, 2015). Neste sentido alguns estudos apresentaram evidência empírica de que a qualidade dos resultados está positivamente associada à proteção dos investidores, enquanto a gestão de resultados está negativamente associada (Burgstahler *et al.*, 2006; Persakis and Iatridis, 2015).

Além disto, outros estudos apontam ainda que os países *common-law* caracterizam-se por um maior nível de divulgação, o que se deve à sua importância nestas economias, pois como existe uma maior dispersão da propriedade, as empresas não são tão propensas a recorrerem aos canais privados para se comunicarem com as partes interessadas, como acontece nos países *code-law* (Herrmann *et al.*, 2008; Leuz, 2010). Assim nestes países existe uma maior procura pela qualidade das informações divulgadas.

Devido a estas diferentes formas de os países *common-law* e *code-law* solucionarem a assimetria de informação existente entre as partes internas e externas das empresas, tal situação pode também levar a diferenças na procura pela contabilidade conservadora. Dado que, como nos países *common-law* existe um maior nível de divulgação, devido a uma maior dispersão da propriedade, é então mais provável que a assimetria de informação seja resolvida pelo uso de uma divulgação mais conservadora, enquanto nos *code-law* é mais provável de ser resolvida através da comunicação interna (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010)<sup>11</sup>. Contudo, as evidências empíricas existentes a este nível, não chegaram todas às mesmas conclusões. Pois, enquanto alguns estudos apresentaram evidências de um maior nível de conservadorismo nos países *common-law* face aos países *code-law* (Ball *et al.*, 2000; Lara *et al.*, 2005), outros não encontraram diferenças significativas (Ball *et al.*, 2003; Giner and Rees, 2001).

Assim, tendo por base esta literatura, define-se a última hipótese de investigação:

**H3:** Os países *common-law* apresentam uma maior qualidade de resultados face à dos países *code-law*, nos dois períodos em análise (crise e pós-crise).

---

<sup>11</sup> Esta situação leva também a que os resultados das empresas dos países *common-law* sejam de maior qualidade, pois, de acordo com a literatura enunciada no subcapítulo 2.1, os resultados são de maior qualidade quando apresentam um maior grau de conservadorismo condicional.

### 3. Construção e Caracterização da Amostra

Neste capítulo, primeiramente, descreve-se o processo de construção da amostra (3.1) utilizada neste estudo e de seguida caracteriza-se a amostra (3.2) por países, sistemas legais e indústrias.

#### 3.1 Construção da Amostra

Os dados necessários para este estudo foram recolhidos da base de dados Amadeus da *Bureau van Dijk*, que fornece dados das empresas não cotadas europeias.

Posto isto, primeiramente, foi exigido que ambos os períodos em análise - crise (2008-12) e pós-crise (2013-15)<sup>12</sup> - tivessem o mesmo número de países representados. Assim, e devido ao modelo utilizado, apesar de se analisar unicamente o período de 2008 a 2015, são necessários dados a partir de 2006<sup>13</sup>, como tal foram recolhidos dados apenas de empresas não cotadas pertencentes a países que já eram Estados-membros em 2006<sup>14</sup>. Contudo, apesar de Chipre e Malta cumprirem este requisito, não se procedeu à recolha de dados das empresas presentes nestes países. Isto porque, de acordo com a classificação do grupo de pesquisadores da Universidade de *Ottawa*<sup>15</sup>, a origem legal destes países tem por base os dois sistemas legais (*code-law* e *common-law*), o que não permitiria realizar a análise subjacente à hipótese H3. Ou seja, não permitiria analisar as possíveis diferenças de qualidade entre os dois sistemas legais, durante os dois períodos em análise. Deste modo, foram recolhidos dados dos seguintes países: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa e Suécia.

A UE de forma a promover a convergência das normas contabilísticas a nível internacional e a assegurar relatórios financeiros comparáveis em toda a UE, exigiu desde

---

<sup>12</sup> Os períodos são definidos tendo por base o estudo de Persakis and Iatridis (2015), que define como período de crise o ano de 2008 a 2012. Assim define-se o pós-crise como o período seguinte a este. Analisa-se até ao ano de 2015, pois trata-se do último ano com informações disponíveis na base de dados, aquando da recolha dos dados.

<sup>13</sup> Devido ao modelo utilizado, são necessários dados de 2006 e 2007, para se poder aplicar o modelo ao primeiro ano em análise (2008). Visto que, uma das variáveis independentes é a variação do resultado líquido antes de itens extraordinários em  $t-1$  deflacionada pelo valor do ativo total no início do ano, o que corresponde, no ano de 2008 ( $t$ ), à  $\Delta RL_{t-1} = \Delta RL_{(2007)} = (RL_{(2007)} - RL_{(2006)}) / \text{Ativo total}_{(2006)}$ .

<sup>14</sup> De forma a identificar-se os países que já eram Estados-membros em 2006, recorreu-se ao *website* da UE: [https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries\\_pt](https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_pt).

<sup>15</sup> Disponível em: <http://www.juriglobe.ca/eng/sys-juri/index-alpha.php>.

de 2005 que as empresas cotadas dos seus Estados-membros adotassem as IAS, e possibilitou às empresas não cotadas a opção de escolha entre o uso das IAS ou das normas contabilísticas locais<sup>16</sup>. No entanto, como grande maioria das empresas não cotadas usam as normas contabilísticas locais (*gaap* local), a UE de forma a regulamentar/harmonizar as diversas normas contabilísticas locais emitiu e tem emitido diretivas que fornecem um guião comum<sup>17</sup>, que servem de base para as diferentes normas dos Estados-membros referentes às sociedades limitadas<sup>18</sup>. O que faz com que as diferentes normas, segundo a Comissão Europeia, sejam não só de “alta qualidade, mas também comparáveis em grande medida”<sup>18</sup>. Assim, de forma a aumentar a comparabilidade entre os países, a amostra foi também restringida às empresas não cotadas de responsabilidade limitada.

Relativamente às indústrias presentes na amostra, não foram recolhidos dados das empresas não cotadas pertencentes ao setor financeiro, seguros e imobiliário (SIC 60-67), porque estas empresas possuem regulamentações específicas (Ball and Shivakumar, 2005; Iatridis and Dimitras, 2013; Kousenidis *et al.*, 2013; Persakis and Iatridis, 2015).

O último critério introduzido na base de dados, para se proceder à recolha dos dados, foi que as empresas não cotadas se enquadrassem na classificação de grande empresa, definida pela Recomendação da Comissão de 6 de maio de 2003. Para tal, utilizou-se o ativo total e o volume de negócios que são dois dos três critérios<sup>19</sup> para se identificar e classificar as empresas segundo o seu tamanho, de acordo com a Recomendação (Europeia, 2003). Assim, foram recolhidos dados de empresas não cotadas que no último ano em análise (2015) apresentavam um ativo total superior a 43 milhões de euros e um volume de negócios superior a 50 milhões de euros (art. 2º nr. 1 do Anexo da Recomendação).

Devido a todas estas restrições foi recolhida da base de dados uma amostra inicial de 28 455 grandes empresas não cotadas dos 23 países da UE referidos acima.

---

<sup>16</sup> De acordo com a informação disponibilizada no *website* da Comissão Europeia: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting_en).

<sup>17</sup> No seguimento do processo de harmonização contabilística, estas diretivas emitidas pela UE têm como base as IAS, pois foram estas as normas adotadas pela UE para a harmonização internacional. E assim é importante que quer as diretivas quer as IAS estejam em conformidade (Europeia, 1995).

<sup>18</sup> Informação disponibilizada no *website* da Comissão Europeia: [http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-ifs-financial-statements/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-ifs-financial-statements/index_en.htm).

<sup>19</sup> Não se utilizou o critério do número total de empregados devido à falta de dados existentes nesta rubrica, na base de dados.

Posteriormente, foi exigido, ainda, que todas as empresas da amostra possuíssem dados para todas as variáveis, durante o período de 2006 a 2015<sup>20</sup>, de forma a aumentar a comparabilidade entre os períodos a estudar (Persakis and Iatridis, 2015). Esta exigência fez com que a amostra reduzisse para 16 348 grandes empresas não cotadas de 22 países da UE<sup>21</sup>.

De salientar ainda, que após uma análise criteriosa aos dados recolhidos, detetou-se nas variáveis contabilísticas (ativo total, passivo corrente, passivo não corrente e resultado líquido antes de itens extraordinários) variações anormais suscetíveis de serem erros de registo ou observações-ano em que a empresa foi alvo de um processo de fusão ou cisão. Assim, para que estas observações não distorçam os resultados, procedeu-se à sua eliminação<sup>22</sup>.

Por fim, com o intuito de se analisar a última hipótese de investigação (H3), a amostra foi dividida em dois grupos de países, consoante o sistema legal destes (*code-law* e *common-law*).

### 3.2 Caracterização da Amostra

A Tabela 1 descreve a composição da amostra por sistemas legais e por países. Com base nesta tabela é perceptível que a amostra reflete a realidade da UE, onde existe o predomínio do sistema legal *code-law*. Assim sendo, dos 22 países presentes na amostra 20 países representam o sistema legal *code-law*, e apenas 2 países dizem respeito ao sistema legal *common-law* (Reino Unido e Irlanda) (R. La Porta *et al.*, 1998; Leuz, 2010)<sup>23</sup>. A partir da tabela é ainda possível constatar que os países com maior peso na amostra são: o Reino Unido (19,7%), Itália (16,9%), França (14,4%), Alemanha (10,0%) e Espanha (9,9%). Estes 5 países representam mais de metade das empresas da amostra, cerca de 70,9%. Por sua vez, os países com menos representação na amostra são: a Estónia

---

<sup>20</sup> Isto porque, apesar de se analisar apenas o período de crise de 2008 a 2012 e o pós-crise considerado como o período de 2013 a 2015, o modelo usado no estudo necessita para ser aplicado ao primeiro ano em análise (2008) de dados a partir de 2006.

<sup>21</sup> O facto de se exigir dados para todas as variáveis durante todo o período fez com que a Dinamarca não tivesse representação na amostra final. Assim a amostra final engloba 22 países, sendo estes: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, Reino Unido, República Checa e Suécia.

<sup>22</sup> Assim, devido à posterior eliminação de observações-ano, a amostra passou a conter algumas empresas não cotadas que no ano de 2015 não apresentam um ativo total superior a 43 milhões de euros e empresas com variáveis sem dados durante algum (ou alguns) ano(s).

<sup>23</sup> Além destes estudos, como alguns dos países englobados na amostra não se encontravam referenciados nestes, recorreu-se à classificação do grupo de pesquisadores da Universidade de *Ottawa*. Disponível em: <http://www.juriglobe.ca/eng/sys-juri/index-alpha.php>.

(0,1%), Letónia (0,1%), Irlanda (0,2%), Luxemburgo (0,3%) e Lituânia (0,4%). Estes países perfazem apenas 1,1% do total de empresas da amostra.

A Tabela 2 fornece a composição dos dois grupos de países (*code-law* e *common-law*) e conseqüentemente da amostra pelas 48 indústrias de Fama and French (1997). Como se detetou que a amostra apresentava empresas que se enquadravam nos códigos SIC 9000-9721 e que não estavam a ser classificadas de acordo com este agrupamento, criou-se um subgrupo dentro da indústria 48, designado por 481 (administração pública).

Posto isto, com base na Tabela 2 constata-se que as indústrias com maior peso nos dois conjuntos de países são: a indústria comércio grossista (41) e os serviços empresariais (34), que representam cerca de um terço das empresas presentes em cada grupo de países (*code-law* e *common-law*). Quanto às indústrias com menor peso em ambos os grupos de países são: a indústria metais preciosos (27), carvão (29), produtos de tabaco (5), recreação (6) e defesa (26). Estas indústrias representam apenas cerca de 0,5% das empresas em cada grupo de países. De salientar ainda, que a indústria equipamentos de controlo e medição (37) apenas se encontra representada no conjunto de países *code-law*, sendo também esta uma das com menor peso neste conjunto de países (apenas 0,1%).

**Tabela 1** - Composição da amostra por país e sistema legal

País	Sistema legal	Amostra	
		Nr	%
<b>Alemanha</b>	<i>Code-law</i>	1 633	10,0%
<b>Áustria</b>	<i>Code-law</i>	348	2,1%
<b>Bélgica</b>	<i>Code-law</i>	961	5,9%
<b>Eslováquia</b>	<i>Code-law</i>	133	0,8%
<b>Eslovénia</b>	<i>Code-law</i>	99	0,6%
<b>Espanha</b>	<i>Code-law</i>	1 624	9,9%
<b>Estónia</b>	<i>Code-law</i>	21	0,1%
<b>Finlândia</b>	<i>Code-law</i>	233	1,4%
<b>França</b>	<i>Code-law</i>	2 350	14,4%
<b>Grécia</b>	<i>Code-law</i>	159	1,0%
<b>Holanda</b>	<i>Code-law</i>	453	2,8%
<b>Hungria</b>	<i>Code-law</i>	243	1,5%
<b>Irlanda</b>	<i>Common-law</i>	34	0,2%
<b>Itália</b>	<i>Code-law</i>	2 769	16,9%
<b>Letónia</b>	<i>Code-law</i>	24	0,1%
<b>Lituânia</b>	<i>Code-law</i>	60	0,4%
<b>Luxemburgo</b>	<i>Code-law</i>	42	0,3%



<b>Polónia</b>	<i>Code-law</i>	484	3,0%
<b>Portugal</b>	<i>Code-law</i>	324	2,0%
<b>Reino Unido</b>	<i>Common-law</i>	3 226	19,7%
<b>República Checa</b>	<i>Code-law</i>	419	2,6%
<b>Suécia</b>	<i>Code-law</i>	709	4,3%
<b>Total</b>		<b>16 348</b>	<b>100%</b>

A Tabela 1 apresenta o número de empresas por país (Nr) e o peso de cada país (%) na amostra.

**Tabela 2** - Composição dos 2 grupos de países (*code-law* e *common-law*) por indústria (48 indústrias de Fama and French)

Indústria	Denominação	<i>Code-law</i>		<i>Common-law</i>	
		Nr	%	Nr	%
1	Agricultura	83	0,6%	38	1,2%
2	Produtos alimentares	534	4,1%	92	2,8%
3	Doces e refrigerantes	86	0,7%	14	0,4%
4	Bebidas alcoólicas	105	0,8%	30	0,9%
5	Produtos de tabaco	25	0,2%	3	0,1%
6	Recreação	20	0,2%	7	0,2%
7	Entretenimento	111	0,8%	54	1,7%
8	Gráfica e editorial	125	1,0%	62	1,9%
9	Bens de consumo	250	1,9%	104	3,2%
10	Vestuário	89	0,7%	10	0,3%
11	Serviços de saúde	232	1,8%	34	1,0%
12	Equipamentos médicos	69	0,5%	11	0,3%
13	Produtos farmacêuticos	234	1,8%	38	1,2%
14	Químicos	450	3,4%	80	2,5%
15	Produtos de borracha e plástico	198	1,5%	37	1,1%
16	Têxteis	114	0,9%	16	0,5%
17	Materiais de construção	583	4,5%	74	2,3%
18	Construção	651	5,0%	245	7,5%
19	Siderurgia e outros	332	2,5%	27	0,8%
20	Produtos transformados	90	0,7%	8	0,2%
21	Máquinas	584	4,5%	84	2,6%
22	Equipamentos elétricos	157	1,2%	16	0,5%
23	Automóveis e caminhões	484	3,7%	52	1,6%
24	Aeronáutica	48	0,4%	11	0,3%

25	Equipamentos de construção naval e ferroviária	37	0,3%	3	0,1%
26	Defesa	20	0,2%	1	0,0%
27	Metais preciosos	4	0,0%	1	0,0%
28	Extração mineira e não metálica	60	0,5%	13	0,4%
29	Carvão	8	0,1%	3	0,1%
30	Petróleo e gás natural	111	0,8%	111	3,4%
31	Serviços de utilidade pública	668	5,1%	90	2,8%
32	Comunicação	174	1,3%	42	1,3%
33	Serviços particulares	242	1,8%	169	5,2%
34	Serviços empresariais	1367	10,4%	580	17,8%
35	Computadores	28	0,2%	5	0,2%
36	Equipamentos eletrotécnicos	240	1,8%	28	0,9%
37	Equipamentos de controlo e medição	11	0,1%	-	-
38	Materiais empresariais	227	1,7%	19	0,6%
39	Contentores marítimos	126	1,0%	18	0,6%
40	Transportes	674	5,1%	207	6,3%
41	Comércio grossista	2509	19,2%	572	17,5%
42	Comércio retalhista	656	5,0%	160	4,9%
43	Restauração e hotelaria	109	0,8%	53	1,6%
48	Outros	147	1,1%	26	0,8%
481	Administração pública	16	0,1%	12	0,4%
	<b>Total</b>	<b>13088</b>	<b>100%</b>	<b>3260</b>	<b>100%</b>

A Tabela 2 apresenta o número de empresas por indústria (Nr) e o peso de cada indústria (%) em cada conjunto de países (*code-law* e *common-law*).

*Code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia.

*Common-law*: Reino Unido e Irlanda.

## 4. Metodologia

Toda a metodologia utilizada nesta dissertação é descrita neste capítulo. Sendo que o primeiro subcapítulo apresenta o modelo de conservadorismo condicional utilizado, descreve as variáveis e o método de estimação do modelo, enquanto o seguinte subcapítulo fornece as previsões realizadas para os coeficientes.

### 4.1 Modelo

O modelo utilizado nesta dissertação para determinar a qualidade dos resultados é o modelo de conservadorismo condicional de Basu (1997) adaptado por Ball and Shivakumar (2005)<sup>24 25</sup>:

$$\Delta RL_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta RL_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta RL_{i,t-1} \times \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde,

$\Delta RL_{i,t}$  - variação do resultado líquido da empresa  $i$  antes de itens extraordinários<sup>26</sup> em  $t$ , deflacionado pelo valor do ativo total no início do ano;

$\Delta RL_{i,t-1}$  - variação do resultado líquido da empresa  $i$  antes de itens extraordinários<sup>26</sup> em  $t-1$ , deflacionado pelo valor do ativo total no início do ano;

$D\Delta RL_{i,t-1}$  - assume o valor de 1 quando a  $\Delta RL_{i,t-1}$  é negativa e 0 caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$  - termo de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

De acordo com a teoria do conservadorismo condicional, este consiste num maior grau de verificação para o reconhecimento dos ganhos nos resultados face ao reconhecimento das perdas (Basu, 1997). O que implica que as perdas sejam reconhecidas nos resultados de forma atempada, enquanto os ganhos sejam diferidos e reconhecidos

---

<sup>24</sup> Utiliza-se o modelo adaptado, pois as variáveis utilizadas neste modelo encontram-se facilmente disponibilizadas pelas empresas não cotadas nas bases de dados. Contrariamente, às variáveis usadas no modelo de Basu (1997), como é o caso do retorno das ações utilizado como *proxy* para analisar as boas e as más notícias.

<sup>25</sup> Este modelo trata-se de uma regressão *piecewise* linear, ou seja, trata-se de uma regressão linear por partes. O que permite analisar o reconhecimento assimétrico dos ganhos e das perdas no resultado líquido. Assim, de forma a realizar-se esta regressão por partes, os autores incluíram uma variável *dummy* (que é aplicada isoladamente e aos restantes termos independentes), mais propriamente a  $D\Delta RL_{i,t-1}$  que permite analisar o que acontece quando o resultado líquido sofre um reconhecimento positivo (ganho) ( $D\Delta RL_{i,t-1} = 0$ ) e o que acontece quando sofre um reconhecimento negativo (perda) ( $D\Delta RL_{i,t-1} = 1$ ).

<sup>26</sup> Utiliza-se o resultado líquido antes de itens extraordinários, e não após itens extraordinários, pois é o mais comumente usado na literatura (Ball *et al.*, 2003; Herrmann *et al.*, 2008; Hope *et al.*, 2013; Khan and Watts, 2009; Vichitsarawong *et al.*, 2010).

nos resultados apenas aquando da realização do seu *cash flow* (Ball and Shivakumar, 2005). Este reconhecimento assimétrico leva a diferenças sistemáticas entre as boas e as más notícias, ao nível da sua prontidão e da sua persistência nos resultados (Basu, 1997). Pois o facto de as perdas serem reconhecidas de forma mais atempada nos resultados (face aos ganhos), leva a que se tornem numa componente transitória dos resultados, isto é, que tendem a reverter nos períodos subsequentes ( $\alpha_3 < 0$ ) (Ball and Shivakumar, 2005; Nichols *et al.*, 2009; Tapia *et al.*, 2011). Por sua vez, os ganhos como são apenas reconhecidos aquando da entrada do seu *cash flow*, estes tornam-se numa componente persistente dos resultados, ou seja, que tende a não reverter em períodos posteriores ( $\alpha_2 \geq 0$ ) (Ball and Shivakumar, 2005; Nichols *et al.*, 2009; Tapia *et al.*, 2011). Assim sendo, quanto menor for o coeficiente que mede o impacto incremental do reconhecimento das perdas nos resultados face ao reconhecimento dos ganhos ( $\alpha_3$ ), maior será o grau de conservadorismo adotado pela empresa, e consequentemente, os resultados serão de maior qualidade<sup>27</sup>.

Logo, o facto de este modelo ter como variável dependente e independente a variação do resultado líquido permite identificar os componentes transitórios e persistentes dos resultados (Ball and Shivakumar, 2005).

Como diversos autores têm apontado, o conservadorismo condicional varia consoante algumas características específicas das empresas<sup>28</sup> (Andre *et al.*, 2013; Herrmann *et al.*, 2008; Khan and Watts, 2009). Assim, de forma a controlar, foram introduzidas variáveis de controlo no modelo de Ball and Shivakumar (2005), mais propriamente, o tamanho e a alavancagem:

$$\begin{aligned} \Delta RL_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta RL_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta RL_{i,t-1} \times \Delta RL_{i,t-1} + \\ & TAMANHO_{i,t} \times (\alpha_4 + \alpha_5 D\Delta RL_{i,t-1} + \alpha_6 \Delta RL_{i,t-1} + \alpha_7 D\Delta RL_{i,t-1} \times \Delta RL_{i,t-1}) + \\ & ALAVANCAGEM_{i,t} \times (\alpha_8 + \alpha_9 D\Delta RL_{i,t-1} + \alpha_{10} \Delta RL_{i,t-1} + \alpha_{11} D\Delta RL_{i,t-1} \times \\ & \Delta RL_{i,t-1}) + \sum PAÍS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (2)$$

Onde<sup>29</sup>,

**TAMANHO**<sub>*i,t*</sub> - logaritmo natural do ativo total da empresa *i* no ano *t*;

<sup>27</sup> De acordo com a literatura apresentada no subcapítulo 2.1.

<sup>28</sup> Ver subcapítulo 4.1.1 para uma explicação mais detalhada e consequente previsão do sinal esperado.

<sup>29</sup> Todas as variáveis utilizadas no modelo encontram-se definidas na Tabela 8, no apêndice.

$ALAVANCAGEM_{i,t}$  - rácio do passivo total sobre o ativo total da empresa  $i$  no ano  $t$ .

As variáveis de controlo foram aplicadas isoladamente e aos termos independentes, de forma a analisar a sua relação com o reconhecimento de ganhos e de perdas nos resultados, ou seja, a sua ligação com o conservadorismo condicional. Tal como em outros diversos estudos (Andre *et al.*, 2013; Ball and Shivakumar, 2005; B. Francis *et al.*, 2013; Herrmann *et al.*, 2008; Khan and Watts, 2009; Nichols *et al.*, 2009; Warganegara and Vionita, 2010).

Além destas características específicas das empresas, utiliza-se ainda variáveis *dummies* por país –  $\sum PAÍS_{i,t}$  – para controlar as diferenças entre os países. Dado que, de acordo com alguns estudos, as diferenças nos contextos institucionais, sociais e económicos dos países causam diferenças na procura por contabilidade conservadora (Ball *et al.*, 2000; Ball *et al.*, 2003; Gebhardt *et al.*, 2014; Giner and Rees, 2001; Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Adicionalmente, o próprio facto da amostra conter empresas que se regem pelas normas contabilísticas locais, pode também ter impacto no nível de conservadorismo adotado pelas empresas, pois embora existam as diretivas da UE com o intuito de as harmonizar e regulamentar, estas normas não são totalmente iguais. Podendo assim, as normas locais de um ou de outro país conter mais mecanismos conservadores (de forma condicional) face às normas locais de outros países.

De forma a analisar-se as diferentes hipóteses de investigação deste estudo, este modelo será aplicado aos diferentes subperíodos (crise e pós-crise), e dentro de cada subperíodo ao conjunto de países de direito *common-law* e *code-law*. Para tal, utiliza-se uma metodologia de dados em painel com *dummies* por país<sup>30</sup>, através do método de estimação OLS, no software EViews.

#### 4.1.1 Sinais Esperados

Da aplicação do modelo (2) ao período de crise (2008-2012) e aos respetivos grupos de países (*code-law* e *common-law*), espera-se que os gestores, durante estes períodos, tenham mais incentivos para utilizarem práticas contabilísticas mais agressivas, de forma a divulgar uma imagem mais positiva ao mercado (hipótese H1) (Herrmann *et*

---

<sup>30</sup> Existem assim 19 variáveis *dummies*, aquando da estimação do modelo dentro do grupo de países *code-law* (20 países), e apenas 1 variável *dummy* quando o modelo é aplicado aos países *common-law* (2 países).

*al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Isto porque, as empresas não cotadas manipulam mais os resultados do que as empresas cotadas (Burgstahler *et al.*, 2006), e durante estes períodos, os investidores reagem mais depressa às más notícias do que às boas notícias, e por vezes, restringem ainda mais o acesso ao capital, pressionando assim os gestores a transmitirem mais boas notícias (B. Francis *et al.*, 2013; Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). O que implica que os ganhos sejam reconhecidos de forma mais atempada do que as perdas, que serão adiadas até a realização do seu *cash flow*. Assim, espera-se que os ganhos se tornem numa componente transitória dos resultados, que tendem a reverter ( $\alpha_2 < 0$ ); e que as perdas se tornem numa componente persistente dos resultados, que tendem a não reverter ( $\alpha_3 \geq 0$ ).

Quanto à aplicação do modelo (2) ao período pós-crise (2013-2015) e aos respetivos grupos de países (*code-law* e *common-law*), espera-se que as empresas apresentem resultados mais conservadores, ou seja, que apresentem resultados de maior qualidade (hipótese H2). Devido às crises económicas terem fornecido mais motivos para que os utilizadores das demonstrações financeiras e outras entidades relacionadas exigissem práticas contabilísticas mais conservadoras, com o intuito de lidar com o uso de práticas contabilísticas agressivas (Herrmann *et al.*, 2008; Warganegara and Vionita, 2010). E ainda devido ao facto de estudos que analisaram os países asiáticos, durante e após a crise, terem mostrado que as medidas tomadas como forma de resposta à crise (idênticas às tomadas pela UE) levaram a um aumento do conservadorismo, e conseqüentemente, da qualidade dos resultados (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010; Warganegara and Vionita, 2010). Assim, espera-se que as perdas sejam reconhecidas de forma mais atempada do que os ganhos. O que leva a que se espere que os ganhos sejam apenas reconhecidos aquando da realização do seu *cash flow*, tornando-se numa componente persistente ( $\alpha_2 \geq 0$ ) dos resultados; e as perdas sejam reconhecidas de forma atempada, o que as torna numa componente transitória dos resultados, que tendem a reverter ( $\alpha_3 < 0$ ).

De acordo com a hipótese H3, espera-se que, durante os dois períodos em análise, os países *common-law* apresentem uma maior qualidade de resultados face à dos países *code-law*. Visto que, nos países *common-law* existe uma maior proteção dos investidores que está negativamente associada com a manipulação dos resultados e positivamente associada com a qualidade dos resultados (Burgstahler *et al.*, 2006;

Persakis and Iatridis, 2015). E, por outro lado, como nestes países existe uma maior dispersão da propriedade, as empresas não são tão propensas a recorrer aos canais privados para se comunicarem com as partes interessadas (Herrmann *et al.*, 2008; Leuz, 2010). Como tal, o reporte assume um papel mais importante. O que leva a que exista uma maior procura por contabilidade conservadora<sup>31</sup>, de forma a resolver a assimetria de informação existente entre as partes internas e externas das empresas (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Assim, e tendo por base o previsto nas hipóteses de investigação H1 e H2, espera-se que: durante a crise, os países *code-law* adotem práticas contabilísticas mais agressivas do que os países *common-law* ( $\alpha_3$  (países *code-law*) >  $\alpha_3$  (países *common-law*)); e durante o pós-crise, que o grau de conservadorismo condicional adotado pelas empresas dos países *common-law* seja superior ao das empresas dos países *code-law* ( $\alpha_3$  (países *common-law*) <  $\alpha_3$  (países *code-law*)<sup>32</sup>) – o que indicará, nesta conjuntura, que a qualidade dos resultados das empresas dos países *common-law* é superior ao das empresas dos países *code-law*, em ambos os períodos (hipótese H3).

Quanto às variáveis de controlo, mais propriamente à variável alavancagem, tal como mencionado na revisão da literatura, as empresas altamente alavancadas têm conflitos de agência entre os credores e os acionistas, e de forma a solucioná-los têm uma maior probabilidade de recorrer ao conservadorismo condicional (Khan and Watts, 2009). Pois, este reduz a manipulação dos resultados, e conseqüentemente, limita o desvio oportunista de recursos, e ainda, desencadeia mais rapidamente as cláusulas, no caso de violações dos contratos de dívida, dado que os sinais são mais oportunos (Ahmed *et al.*, 2002; Ball and Shivakumar, 2005; Khan and Watts, 2009; Zhang, 2008). Esta situação implica que se espere que as empresas altamente alavancadas sejam mais propensas a adotar práticas contabilísticas mais conservadoras, isto é, que as perdas sejam reconhecidas de forma mais atempada nos resultados ( $\alpha_{11} < 0$ ) e que os ganhos sejam diferidos até que o *cash flow* seja realizado ( $\alpha_{10} \geq 0$ ).

---

<sup>31</sup> O facto das empresas adotarem mais mecanismos de conservadorismo condicional, leva a que exista uma maior qualidade da informação divulgada. De acordo com a literatura apresentada no subcapítulo 2.1.

<sup>32</sup> A indicação de resultados conservadores implica que  $\alpha_3 < 0$ . Logo se, como esperado, as empresas dos países *common-law* adotarem práticas mais conservadoras do que as empresas dos países *code-law*, implica que:  $\alpha_3$  (países *common-law*) <  $\alpha_3$  (países *code-law*).



Por último, relativamente à variável de controlo tamanho, a evidência existente na literatura é mista, como tal não se formula nenhum sinal esperado para os seus coeficientes. Dado que, segundo alguns autores, as empresas de maior dimensão são mais propensas a reconhecer atempadamente as perdas, devido, por exemplo, a um maior risco de litígio associado (Ball and Shivakumar, 2005; Khan and Watts, 2009). Pois, o conservadorismo condicional é uma forma de reduzir este risco (Basu, 1997; Herrmann *et al.*, 2008; Khan and Watts, 2009), que é efetivamente mais provável de se concretizar quando os resultados estão sobrevalorizados (Khan and Watts, 2009; Lobo and Zhou, 2006). No entanto, por outro lado, existem autores que defendem que as empresas de maiores dimensões, têm menores assimetrias no reconhecimento dos resultados, pois são mais maduras e têm ambientes informacionais mais ricos, o que por sua vez, conduz a uma menor procura pelo conservadorismo condicional (Andre *et al.*, 2013; B. Francis *et al.*, 2013; Khan and Watts, 2009).

Para os restantes coeficientes não é feita nenhuma previsão. Em forma de síntese, todos os sinais esperados são apresentados na Tabela 3.

**Tabela 3** - Sinais esperados

<b>Durante a crise (2008-2012)</b> <i>(Code-law e Common-law)</i>		<b>Durante o pós-crise (2013-2015)</b> <i>(Code-law e Common-law)</i>	
<b>Coefficiente</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Coefficiente</b>	<b>Sinal esperado</b>
$\alpha_2$	-	$\alpha_2$	$\geq 0$
$\alpha_3$	$\geq 0$	$\alpha_3$	-
$\alpha_3$	$\alpha_3$ dos países <i>code-law</i> > $\alpha_3$ dos países <i>common-law</i>	$\alpha_3$	$\alpha_3$ dos países <i>common-law</i> < $\alpha_3$ dos países <i>code-law</i>
<b>Ambos os períodos (Alavancagem)</b> <i>(Code-law e Common-law)</i>			
<b>Coefficiente</b>		<b>Sinal esperado</b>	
$\alpha_{10}$	$\geq 0$		
$\alpha_{11}$	-		

A Tabela 3 apresenta os sinais esperados para os coeficientes do modelo (2), em cada um dos períodos em análise e para cada grupo de países (*code-law* e *common-law*).

## 5. Resultados

Neste capítulo, primeiramente, os dados são analisados através das estatísticas descritivas e das correlações, e em seguida, procede-se à estimação do modelo, onde no subcapítulo 5.2 serão reportados e analisados os resultados obtidos.

### 5.1 Análise Descritiva

A Tabela 4 contém as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo (2), durante (2008 a 2012) e após a crise (2013 a 2015) para ambos os grupos de países (*code-law* e *common-law*). O Painel A apresenta as estatísticas descritivas das variáveis durante a crise, e o Painel B apresenta as estatísticas descritivas das variáveis no pós-crise, para ambos os grupos de países.

Com base nesta tabela, verifica-se que, em ambos os grupos de países, a média da variação do resultado líquido em  $t$  deflacionado pelo ativo total no início do ano ( $\Delta RL_{i,t}$ ) aumentou do período de crise para o período pós-crise (*code-law*: 0.002553  $\Rightarrow$  0.007272; *common-law*: 0.006377  $\Rightarrow$  0.011924). Já relativamente às médias das variáveis de controlo, constata-se que seguem comportamentos semelhantes, nos dois conjuntos de países. Assim, enquanto o tamanho médio aumentou ligeiramente (*code-law*: 18.57037  $\Rightarrow$  18.73392; *common-law*: 18.55923  $\Rightarrow$  18.93265), a alavancagem diminuiu ligeiramente (*code-law*: 0.641908  $\Rightarrow$  0.623339; *common-law*: 0.655713  $\Rightarrow$  0.617623), de um período para o outro.

Em termos médios, é possível concluir-se que as empresas não cotadas dos dois grupos de países são semelhantes em termos de tamanho e alavancagem, durante os dois períodos em análise. E que em média são altamente alavancadas, quer durante a crise quer após a crise, apresentando um nível de endividamento de cerca de 60%. Adicionalmente, verifica-se também que em termos de reconhecimento médio de perdas, os países *code-law* e *common-law* são semelhantes durante os dois períodos, pois cerca de 40% das empresas, em ambos os grupos, apresentam variações no resultado líquido negativas.

Quanto à Tabela 5, esta apresenta as correlações de Spearman e de Kendall<sup>33</sup>, durante (2008 a 2012) e após a crise (2013 a 2015) para ambos os grupos de países (*code-law* e *common-law*).

---

<sup>33</sup> Com base no teste Jarque-Bera detetou-se que as variáveis utilizadas no modelo (2) não seguem uma distribuição normal (ver tabela 10 no apêndice). Assim procedeu-se ao cálculo do coeficiente de correlação de Spearman e de Kendall que não exigem o pressuposto da normalidade.

A partir desta tabela é possível concluir que os coeficientes de correlação entre as variáveis são, no geral, fracos. Sendo a única correlação mais forte, a correlação entre a variável *dummy* ( $D\Delta RL_{i,t-1}$ ) e a variável variação no resultado líquido em  $t-1$  ( $\Delta RL_{i,t-1}$ ), o que é normal, pois a variável  $D\Delta RL_{i,t-1}$  é definida em função da variável variação no resultado líquido em  $t-1$  ( $\Delta RL_{i,t-1}$ ).

Além disso, constata-se que a variação negativa do resultado líquido relaciona-se de forma positiva e estatisticamente significativa com o tamanho e a alavancagem, em ambos os períodos e em ambos os grupos de países. O que pode estar associado ao facto de este tipo de empresas (mais alavancadas e/ou de maiores dimensões) serem mais propensas a adotar práticas contabilísticas mais conservadoras<sup>34</sup>, o que leva a que as perdas sejam reconhecidas de forma mais atempada, podendo assim existir um maior reconhecimento de perdas neste tipo de empresas face às de menores dimensões e/ou menos alavancadas que as podem tentar ocultar ou diferi-las utilizando outras práticas contabilísticas. Verifica-se ainda que o tamanho e a alavancagem relacionam-se de forma positiva e estatisticamente significativa, durante os dois períodos em análise, no conjunto de países *common-law*. O que vai ao encontro da evidência empírica existente de que as grandes empresas tendem a ser mais alavancadas (Vithessonthi and Tongurai, 2015). Isto porque, as pequenas empresas tendem a ser mais limitadas financeiramente, em termos de crédito bancário, ou ainda devido ao facto de estas empresas não utilizarem a sua capacidade de endividamento ótimo, levando a níveis de alavancagem financeira potencialmente inferiores ao ótimo (Vithessonthi and Tongurai, 2015).

---

<sup>34</sup> Para uma explicação mais detalhada consultar subcapítulo 4.1.1.

**Tabela 4** - Estatísticas descritivas das variáveis da equação (2)

	$\Delta RL_{i,t}$		$\Delta RL_{i,t-1}$		$D\Delta RL_{i,t-1}$		$TAMANHO_{i,t}$		$ALAVANCAGEM_{i,t}$	
	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>
<b>Painel A: Crise (2008-2012)</b>										
<b>Média</b>	0.002553	0.006377	0.005215	0.007598	0.462882	0.464070	18.57037	18.55923	0.641908	0.655713
<b>Mediana</b>	0.000257	0.002282	0.001911	0.002898	0.000000	0.000000	18.35323	18.29384	0.661483	0.646086
<b>Máximo</b>	5.229051	3.255928	5.229051	3.255928	1.000000	1.000000	24.99339	25.75694	25.73033	82.84816
<b>Mínimo</b>	-3.952586	-5.836646	-4.216914	-5.836646	0.000000	0.000000	11.46428	13.73635	-0.311788	0.001532
<b>Desvio-padrão</b>	0.099350	0.138206	0.099198	0.141247	0.498624	0.498723	1.163485	1.364723	0.289991	0.927729
<b>Observações</b>	65053	16249	64887	16226	64887	16226	65175	16267	65146	16230
<b>Painel B: Pós-crise (2013-2015)</b>										
<b>Média</b>	0.007272	0.011924	0.003372	0.010555	0.474831	0.406100	18.73392	18.93265	0.623339	0.617623
<b>Mediana</b>	0.003206	0.007085	0.001026	0.005906	0.000000	0.000000	18.46849	18.63284	0.640016	0.612639
<b>Máximo</b>	4.781087	2.604825	4.947488	1.900887	1.000000	1.000000	25.12915	25.91404	18.80165	9.811104
<b>Mínimo</b>	-5.821969	-1.857260	-3.952586	-2.583427	0.000000	0.000000	13.34830	12.75156	0.004036	0.000000
<b>Desvio-padrão</b>	0.101084	0.121302	0.090292	0.112709	0.499372	0.491129	1.068448	1.255973	0.277223	0.362997
<b>Observações</b>	39219	9771	39195	9771	39195	9771	39229	9767	39191	9721

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis presentes na equação (2), durante e após a crise. As variáveis encontram-se definidas na Tabela 8 no apêndice.

*Code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia.

*Common-law*: Reino Unido e Irlanda.

Tabela 5 - Matriz de correlação

<b>Painel A: Code-law</b>						
		$\Delta RL_{i,t}$	$\Delta RL_{i,t-1}$	$D\Delta RL_{i,t-1}$	$TAMANHO_{i,t}$	$ALAVANCAGEM_{i,t}$
$\Delta RL_{i,t}$	Spearman		-0.162633***	0.122121***	-0.051075***	-0.030362***
	Kendall		-0.115888***	0.099713***	-0.034241***	-0.020578***
$\Delta RL_{i,t-1}$	Spearman	-0.176292***		-0.864929***	-0.030721***	-0.043964***
	Kendall	-0.126280***		-0.706221***	-0.020598***	-0.029634***
$D\Delta RL_{i,t-1}$	Spearman	0.134891***	-0.863629***		0.025920***	0.034952***
	Kendall	0.110139***	-0.705156***		0.021164***	0.028539***
$TAMANHO_{i,t}$	Spearman	-0.033395***	-0.034374***	0.019393***		0.001518
	Kendall	-0.022324***	-0.023009***	0.015834***		0.000793
$ALAVANCAGEM_{i,t}$	Spearman	-0.018945***	-0.039891***	0.029240***	-0.000377	
	Kendall	-0.012770***	-0.026982***	0.023874***	-0.000434	
<b>Painel B: Common-law</b>						
		$\Delta RL_{i,t}$	$\Delta RL_{i,t-1}$	$D\Delta RL_{i,t-1}$	$TAMANHO_{i,t}$	$ALAVANCAGEM_{i,t}$
$\Delta RL_{i,t}$	Spearman		-0.146605***	0.100737***	-0.067856***	-0.057039***
	Kendall		-0.102055***	0.082255***	-0.045156***	-0.038660***
$\Delta RL_{i,t-1}$	Spearman	-0.198975***		-0.850629***	-0.056927***	-0.068185***
	Kendall	-0.141997***		-0.694571***	-0.037900***	-0.046422***
$D\Delta RL_{i,t-1}$	Spearman	0.154996***	-0.863739***		0.032460***	0.043988***
	Kendall	0.126557***	-0.705262***		0.026505***	0.035918***
$TAMANHO_{i,t}$	Spearman	-0.031258***	-0.029409***	0.016556**		0.067822***
	Kendall	-0.020765***	-0.019685***	0.013518**		0.044480***
$ALAVANCAGEM_{i,t}$	Spearman	-0.014546*	-0.027934***	0.014901*	0.075717***	
	Kendall	-0.010290**	-0.019120***	0.012167*	0.049648***	

A Tabela 5 apresenta as correlações de Spearman e de Kendall, durante o período de crise (2008 a 2012) e durante o pós-crise (2013 a 2015) abaixo e acima da diagonal, respetivamente. As variáveis encontram-se definidas na Tabela 8 no apêndice. O Painel A engloba os países *code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia. Enquanto o Painel B abrange os países *common-law*: Reino Unido e Irlanda. \*, \*\* e \*\*\* indicam o nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente.

## 5.2 Análise dos Resultados

Os resultados apresentados na Tabela 6 e 7 foram estimados usando uma metodologia de dados em painel através do método OLS com *dummies* por país, de forma a controlar as diferenças existentes entre os países. Assim sendo, primeiramente, na Tabela 6 são apresentados os resultados da estimação da equação (2) durante o período de crise (2008-2012), e posteriormente na Tabela 7 são apresentados os resultados correspondentes ao período pós-crise (2013-2015), para ambos os grupos de países (*code-law* e *common-law*).

Na Tabela 6 é possível observar-se que apenas para os países *code-law* se confirma a hipótese H1, ou seja, durante o período de crise, as empresas apresentaram uma diminuição na qualidade dos resultados, associada ao uso de práticas contabilísticas agressivas. Uma vez que se deteta que o reconhecimento dos ganhos nos resultados foi realizado de forma atempada ( $\alpha_2 = -0.205506$ ), enquanto o reconhecimento das perdas foi adiado até à realização do seu *cash flow* ( $\alpha_3 = 1.256937$ ). Esta situação é passível de ser justificada pelo facto de os gestores, em períodos de crise, terem incentivos para utilizar práticas contabilísticas mais agressivas, de forma a divulgar uma imagem mais positiva ao mercado (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Dado que, nestes períodos, os investidores reagem mais depressa às más notícias do que às boas notícias, e por vezes, restringem ainda mais o acesso ao capital, pressionando assim os gestores para apresentarem mais boas notícias (B. Francis *et al.*, 2013; Vichitsarawong *et al.*, 2010), ou seja, para apresentarem um melhor desempenho ao mercado, como que dando a indicação de que não foram tão afetados pela crise.

Por sua vez, nos países *common-law* rejeita-se a hipótese H1, uma vez que os resultados são conservadores, pois existe evidência de que as perdas são transitórias, ou seja, tendem a ser revertidas nos períodos posteriores ( $\alpha_3 = -5.907160$ ), e que os ganhos são persistentes, isto é, tendem a não reverter nos períodos posteriores ( $\alpha_2 = 3.400775$ ). O que permite concluir que, contrariamente ao esperado, os resultados das empresas não cotadas dos países *common-law*, durante a crise, são de maior qualidade. Esta conclusão vai de encontro a outros autores, que argumentam que durante períodos de crise, os gestores têm menos incentivos para manipular os resultados, dado que o mercado é mais tolerante ao fraco desempenho (Filip and Raffournier, 2014). Por outro lado, pode ainda dever-se ao aumento do risco de litígio, durante períodos de crise, o que pode dissuadir

os *insiders* de realizarem gestão de resultados (Filip and Raffournier, 2014)<sup>35</sup>. Ou simplesmente, estes resultados, podem dever-se a uma mudança no comportamento das empresas em resposta a uma maior procura por resultados mais conservadores (Filip and Raffournier, 2014). Dado que, durante estes períodos, como os resultados são mais voláteis, estes são menos úteis para as previsões de resultados futuros (Crăciun and Ochea, 2014; Filip and Raffournier, 2014). Assim, este aumento da incerteza pode motivar as forças de mercado a exigirem resultados mais conservadores, como forma de dissuadir as empresas de manipularem os resultados reportados (Filip and Raffournier, 2014).

**Tabela 6** - Resultados da estimação da equação (2) durante a crise

Variáveis	Sinal esperado	Crise (2008-2012)	
		Code-law	Common-law
$\alpha_0$		0.069920*** (0.009947)	-0.117801*** (0.021880)
$\alpha_1 D\Delta RL_{t-1}$		0.015213 (0.013550)	0.048450* (0.028673)
$\alpha_2 \Delta RL_{i,t-1}$	(-)	-0.205506*** (0.077276)	3.400775*** (0.120617)
$\alpha_3 D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(+)	1.256937*** (0.124735)	-5.907160*** (0.171116)
$\alpha_4 TAMANHO_{i,t}$		-0.002664*** (0.000490)	0.008336*** (0.001055)
$\alpha_5 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		-0.001310* (0.000717)	-0.003796*** (0.001530)
$\alpha_6 TAMANHO_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$		-0.002046 (0.004145)	-0.208173*** (0.006471)
$\alpha_7 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$		-0.071903*** (0.006659)	0.322475*** (0.008957)
$\alpha_8 ALAVANCAGEM_{i,t}$		-0.018149*** (0.002032)	-0.018998*** (0.004671)
$\alpha_9 ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		0.005220* (0.003032)	0.007538 (0.005093)
$\alpha_{10} ALAVANCAGEM_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	0.047729*** (0.005952)	0.036187*** (0.007584)
$\alpha_{11} ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-0.146340*** (0.012242)	-0.033677*** (0.008138)

<sup>35</sup> Tal como mencionado na justificação da variável de controlo tamanho (subcapítulo 4.1.1), o aumento do risco de litígio está associado a uma maior procura pelo conservadorismo condicional. Visto que, na existência de um maior risco de litígio associado, os gestores são mais propensos a recorrer ao conservadorismo de forma a reduzir este risco (Basu, 1997; Herrmann *et al.*, 2008; Khan and Watts, 2009), pois este é mais provável de efetivamente ser concretizado quando os resultados estão sobrevalorizados (Khan and Watts, 2009; Lobo and Zhou, 2006).

<b>Dummies por país</b>	Sim	Sim
<b>R<sup>2</sup></b>	0.082944	0.196687
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0.082520	0.196091
<b>F-statistic</b>	195.3666***	329.8875***

A Tabela 6 reporta os resultados da estimação da equação (2), durante o período de crise, através do método OLS com *dummies* por país. \*, \*\* e \*\*\* correspondem ao nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os valores entre parênteses correspondem ao erro padrão. As variáveis encontram-se definidas na Tabela 8 no apêndice.

*Code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia.

*Common-law*: Reino Unido e Irlanda.

Quanto ao período pós-crise (Tabela 7), novamente apenas se confirma a hipótese H2 para os países *code-law*, dado que as empresas destes países passaram a adotar práticas contabilísticas mais conservadoras, e logo resultados de maior qualidade face ao período da crise. Ou seja, as perdas foram reconhecidas de forma atempada ( $\alpha_3 = -1.365567$ ), enquanto os ganhos foram diferidos até à realização do seu *cash flow* ( $\alpha_2 = 1.878776$ ). Assim, os resultados dos países *code-law* vão ao encontro de estudos anteriores, que constataram que: as crises económicas e os escândalos contabilísticos globais forneceram mais motivos para que os utilizadores das demonstrações financeiras e outras entidades relacionadas exigissem práticas contabilísticas mais conservadoras, de forma a impedir o uso de práticas agressivas por parte das empresas (Herrmann *et al.*, 2008; Warganegara and Vionita, 2010); e que as medidas tomadas pelos países como forma de resposta à crise levaram a um aumento da qualidade dos resultados das empresas (associado a um aumento no nível de conservadorismo condicional) (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010; Warganegara and Vionita, 2010).

Nos países *common-law* não se confirma a hipótese H2, uma vez que as empresas destes países, contrariamente ao esperado, já apresentavam resultados conservadores durante o período de crise, e não se verificou o uso de práticas ainda mais conservadoras no pós-crise, dado que existiu uma ligeira diminuição no grau de conservadorismo adotado ( $\alpha_3$  passou de -5.907160 (Tabela 6) para -4.643065 (Tabela 7)), e consequentemente, na qualidade dos resultados. Esta ligeira degradação, pode estar associada ao facto do nível de monitoramento, por parte dos auditores, credores e outros *stakeholders*, ter voltado ao seu nível considerado normal nestes países. Dado que, durante a crise, o nível de monitoramento aumenta (Filip and Raffournier, 2014), pois estes períodos caracterizam-se por uma acentuada instabilidade, que origina volatilidade e



um aumento da incerteza do ambiente de negócio (Crăciun and Ochea, 2014). Esta situação aliada à flexibilidade das normas e ao oportunismo dos gestores, pode levar a um aumento da gestão de resultados, e conseqüentemente, a uma diminuição da qualidade dos resultados (Gorgan *et al.*, 2012). Assim, os auditores, credores e outros *stakeholders* estão mais atentos aos resultados reportados, durante a crise, o que diminui a margem de manobra dos *insiders*. Como tal, o facto do monitoramento voltar ao seu nível normal, pode assim aumentar a margem de manobra dos *insiders*, no pós-crise, e diminuir ligeiramente a qualidade dos resultados reportados. No entanto, há que ter em atenção que o período utilizado para analisar o pós-crise é relativamente curto, o que pode ter influencia nos resultados obtidos. Uma vez que, as medidas tomadas na UE como forma de resposta à crise, foram introduzidas durante os dois períodos, e o seu impacto pode se fazer sentir mais rapidamente nuns países do que noutros, devido às diferenças existentes entre os países.

**Tabela 7** - Resultados da estimação da equação (2) durante o pós-crise

Variáveis	Sinal esperado	Pós-crise (2013-2015)	
		<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>
$\alpha_0$		-0.002819 (0.012919)	-0.001769 (0.026881)
$\alpha_1 D\Delta RL_{t-1}$		0.050101*** (0.017739)	-0.016892 (0.038957)
$\alpha_2 \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	1.878776*** (0.129067)	2.465985*** (0.218568)
$\alpha_3 D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-1.365567*** (0.221587)	-4.643065*** (0.404020)
$\alpha_4 TAMANHO_{i,t}$		0.001710*** (0.000643)	0.002179* (0.001290)
$\alpha_5 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		-0.004270*** (0.000935)	0.000807 (0.002051)
$\alpha_6 TAMANHO_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$		-0.126299*** (0.006802)	-0.150275*** (0.011651)
$\alpha_7 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$		0.093184*** (0.011787)	0.247388*** (0.021226)
$\alpha_8 ALAVANCAGEM_{i,t}$		-0.032644*** (0.002805)	-0.025353*** (0.004789)
$\alpha_9 ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		0.037876*** (0.003806)	-0.016863** (0.007678)
$\alpha_{10} ALAVANCAGEM_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	0.259796*** (0.018619)	0.114174*** (0.024499)
$\alpha_{11} ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-0.559448*** (0.021731)	-0.315544*** (0.043378)

<i>Dummies por país</i>	Sim	Sim
<b>R<sup>2</sup></b>	0.127443	0.128058
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0.126773	0.126979
<b>F-statistic</b>	190.3169***	118.6917***

A Tabela 7 reporta os resultados da estimação da equação (2), durante o período pós-crise, através do método OLS com *dummies* por país. \*, \*\* e \*\*\* correspondem ao nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os valores entre parênteses correspondem ao erro padrão. As variáveis encontram-se definidas na Tabela 8 no apêndice.

*Code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia.

*Common-law*: Reino Unido e Irlanda.

Relativamente à hipótese H3, a partir dos valores do coeficiente  $\alpha_3$  apresentados na Tabela 6 e 7, é possível constatar-se que, em ambos os períodos, os países *common-law* apresentaram resultados de maior qualidade face aos países *code-law*, associados ao uso de um maior grau de conservadorismo condicional<sup>36</sup> – comprovando-se assim a hipótese H3. Os resultados são então consistentes com a evidência empírica existente na literatura, de que a qualidade dos resultados está positivamente associada à proteção dos investidores, enquanto a gestão de resultados está negativamente associada (Burgstahler *et al.*, 2006; Persakis and Iatridis, 2015). Visto que, uma maior proteção dos investidores, restringe a apropriação de lucros internos, o que reduz os incentivos para manipular os resultados (Persakis and Iatridis, 2015), e consequentemente, aumenta a qualidade dos resultados. Por outro lado, estes resultados vão também ao encontro de estudos anteriores (Ball *et al.*, 2000; Lara *et al.*, 2005), que constataram um maior uso de conservadorismo condicional por parte das empresas dos países *common-law*, devido ao facto da assimetria de informação existente entre a parte interna e externa das empresas, nestes países, ser mais provável de ser resolvida pelo uso de uma divulgação mais conservadora (Herrmann *et al.*, 2008; Vichitsarawong *et al.*, 2010). Uma vez que, nestes países existe um maior nível de divulgação, devido à existência de uma maior dispersão da propriedade, o que leva a que as empresas não sejam tão propensas a recorrerem aos canais privados para se comunicarem com as partes interessadas, como acontece nos países *code-law* (Herrmann *et al.*, 2008; Leuz, 2010). Assim os reportes são a forma de os acionistas monitorarem os

<sup>36</sup> Visto que, durante a crise (Tabela 6), enquanto nos países *code-law* se deteta o uso de práticas contabilísticas mais agressivas ( $\alpha_2 = -0.205506$ ;  $\alpha_3 = 1.256937$ ), nos países *common-law* verifica-se o uso de práticas contabilísticas mais conservadoras ( $\alpha_2 = 3.400775$ ;  $\alpha_3 = -5.907160$ ). E no pós-crise (Tabela 7), embora ambos os grupos de países adotem práticas contabilísticas conservadoras, os países *common-law* adotam práticas contabilísticas mais conservadoras do que as dos países *code-law* ( $\alpha_{3(\text{common-law})} = -4.643065$ ;  $\alpha_{3(\text{code-law})} = -1.365567$ ).

gestores, e como tal, existe uma maior propensão para o uso de práticas mais conservadoras, pois estas diminuem os incentivos dos gestores e a sua capacidade de manipular os resultados, o que reduz os problemas de agência, a assimetria de informação entre a parte externa e interna, e as perdas de peso morto originadas pela manipulação (Ahmed and Duellman, 2011; Jensen and Meckling, 1976; Lafond and Roychowdhury, 2008).

Da mesma forma, estas diferenças nos contextos institucionais, e quer também nos sociais e económicos, podem também estar na base da possível justificação para o facto de se ter obtido comportamentos diferentes nos conjuntos de países *code-law* e *common-law*, nos dois períodos em análise.

No que respeita às variáveis de controlo, mais propriamente, à variável alavancagem é possível concluir-se, através dos coeficientes  $\alpha_{10}$  e  $\alpha_{11}$  (Tabela 6 e 7), a existência de uma relação positiva entre o conservadorismo condicional e a alavancagem, tal como esperado, em ambos os grupos de países e durante os dois períodos em análise. Sugerindo que as empresas altamente alavancadas são mais conservadoras, uma vez que os ganhos são mais persistentes ( $\alpha_{10} \geq 0$ ) e as perdas mais transitórias do que os ganhos ( $\alpha_{11} < 0$ ). Isto é consistente com o estudo anterior de Khan and Watts (2009), que constatou que as empresas com um alto nível de alavancagem são mais propensas a recorrer à contabilidade conservadora, isto porque o conservadorismo é uma forma de solucionar os problemas de agência existente entre os credores e os acionistas, pois reduz a capacidade de manipulação dos resultados, e conseqüentemente, limita o desvio oportunista de recursos, e ainda, desencadeia mais rapidamente as cláusulas, no caso de violações dos contratos de dívida, dado que os sinais são mais oportunos (Ahmed *et al.*, 2002; Ball and Shivakumar, 2005; Khan and Watts, 2009; Zhang, 2008). Por sua vez, relativamente à variável de controlo tamanho, constata-se nos dois períodos (Tabela 6 e 7) em análise no grupo de países *common-law* e no período pós-crise (Tabela 7) nos países *code-law* (através dos coeficientes  $\alpha_6$  e  $\alpha_7$ ), uma relação negativa entre o tamanho e o nível de conservadorismo. Ou seja, conclui-se que as empresas de maiores dimensões são menos conservadoras, o que vai ao encontro de estudos anteriores (Andre *et al.*, 2013; B. Francis *et al.*, 2013; Khan and Watts, 2009), que argumentam que as empresas de maior dimensão têm menos assimetrias no reconhecimento dos resultados, visto que são mais maduras e têm ambientes informacionais mais ricos, o que por sua vez conduz a uma menor procura

pelo conservadorismo condicional. Contudo, durante o período de crise no grupo de países *code-law*, os coeficientes  $\alpha_6$  e  $\alpha_7$  (Tabela 6) permitem confirmar a existência de uma relação positiva entre o tamanho e o conservadorismo. Dado que, o coeficiente  $\alpha_6$  é negativo e estatisticamente significativo (-0.002046), indicando a inexistência da continuação ou reversão de uma variação positiva no resultado, permitindo deduzir que os ganhos são persistentes; quanto ao coeficiente  $\alpha_7$ , este é negativo e estatisticamente significativo a 1% (-0.071903), logo as perdas tendem a ser revertidas nos períodos posteriores. Como tal, segundo estes coeficientes, as empresas de maiores dimensões são mais conservadoras, o que pode-se dever a um maior risco de litígio associado (Ball and Shivakumar, 2005; Khan and Watts, 2009). Uma vez que, na existência de um maior risco de litígio associado, os gestores são mais propensos a recorrer ao conservadorismo de forma a reduzir este risco (Basu, 1997; Herrmann *et al.*, 2008; Khan and Watts, 2009), que é mais provável de efetivamente se concretizar quando os resultados estão sobrevalorizados (Khan and Watts, 2009; Lobo and Zhou, 2006).

Por fim, como geralmente, na literatura existente, as empresas pertencentes ao setor da administração pública são excluídas das amostras, devido à sua natureza específica. Procedeu-se à reestimação do modelo (2), após retirar estas empresas da amostra<sup>37</sup>. E verifica-se que as conclusões deste estudo mantêm-se inalteradas.

---

<sup>37</sup> Os resultados obtidos encontram-se reportados na Tabela 9 do apêndice.

## 6. Conclusões

O objetivo primordial deste estudo consistiu em analisar a qualidade dos resultados das grandes empresas não cotadas da UE a 22, durante e após a crise económica e financeira. Subsequentemente, pretendeu-se ainda verificar se, em ambos os períodos, a qualidade dos resultados dos países *common-law* é superior à dos países *code-law*. Para tal, recolheu-se uma amostra que abrange 16 348 grandes empresas não cotadas de 22 Estados-membros. Destes 22 países, apenas dois - Reino Unido e Irlanda - compõem o grupo de países *common-law*, o que é representativo da realidade da UE. Assim, e como se utiliza uma amostra composta por empresas não cotadas, utilizou-se o modelo de conservadorismo condicional de Basu (1997) adaptado por Ball and Shivakumar (2005), para determinar a qualidade dos resultados.

Os resultados obtidos indicam que nos países de origem legal *code-law* as hipóteses H1 e H2 são confirmadas, isto é, durante a crise, as empresas utilizaram práticas contabilísticas agressivas, o que pode estar associado a um aumento na gestão de resultados, com o intuito de transmitir uma boa imagem ao mercado; enquanto no pós-crise, deteta-se o uso de práticas contabilísticas conservadoras, e conseqüentemente, resultados de maior qualidade. O que tanto se pode dever ao facto de ser uma forma de solucionar o uso de práticas contabilísticas agressivas durante a crise, como também pode indicar que as medidas que foram tomadas em resposta à crise pela UE levaram a um aumento do conservadorismo (e da qualidade dos resultados).

Por sua vez, nos países *common-law*, contrariamente ao esperado nas hipóteses H1 e H2, obtém-se evidência de que, durante os dois períodos em análise, as empresas usaram práticas contabilísticas conservadoras. Mas que o grau de conservadorismo adotado foi maior durante a crise, ou seja, os resultados foram de maior qualidade durante este período. Tal situação, vai de encontro a outro ponto de vista existente na literatura. Mais propriamente, que durante períodos de recessão, existe uma maior procura por contabilidade conservadora, justificada pelo aumento do risco de litígio ou pelo objetivo de reduzir a capacidade de manipulação dos resultados. Quanto ao pós-crise, a degradação da qualidade (e do conservadorismo) pode estar associada ao facto do nível de monitoramento, que aumentou durante a crise, ter voltado ao seu nível considerado normal, neste conjunto de países. Permitindo aos gestores uma maior margem de manobra nos resultados reportados.

Por último, nos dois períodos em análise, confirma-se a hipótese H3 de que os países *common-law* apresentam uma qualidade de resultados superior à dos países *code-law*. O que é possível de ser justificado por um maior grau de proteção do investidor, e pelo facto dos países *common-law* serem mais propensos a adotar práticas conservadoras nos seus resultados, como forma de solucionar a assimetria de informação entre a parte interna e externa da empresa.

Assim, este estudo como fornece informações que ajudam a entender os efeitos do período de crise e do pós-crise no conservadorismo condicional e, conseqüentemente, na qualidade dos resultados das empresas não cotadas da UE, consoante o sistema legal dos países. É útil para normalizadores e reguladores contabilísticos aquando da elaboração das normas contabilísticas; para os investidores quando estes estabelecem a sua carteira de investimento e a sua estratégia em condições de incerteza e volatilidade, como é caso dos períodos de crise; e para académicos, pois contribui para a escassa literatura das empresas não cotadas.

### **6.1 Limitações e Pesquisas Futuras**

Este estudo apresenta algumas limitações. Primeiramente, a qualidade foi apenas medida através de um dos diversos métodos existentes na literatura. Assim, pode ser interessante para pesquisas futuras utilizar outros métodos, que possam ser aplicados a empresas não cotadas.

Outra limitação está relacionada com a série temporal do período pós-crise ser relativamente curta, o que pode ter influência nos resultados que permitiram analisar a hipótese H2. Uma vez que, as medidas como forma de resposta à crise, foram sendo introduzidas durante os dois períodos em análise. Como tal, estas medidas podem ainda não ter tido tempo suficiente para influenciar a totalidade dos países (e das empresas) na amostra. Assim, pesquisas futuras podem aumentar o período temporal pós-crise e verificar se existem algumas diferenças face às conclusões obtidas neste estudo.

Por fim, como se utiliza uma amostra mais abrangente de países europeus não foi possível agrupar dentro do sistema legal *code-law*, os países de acordo com a origem deste sistema, isto é, francesa, alemã ou escandinava. Visto que, segundo o meu conhecimento, não existe ainda nenhum artigo que agrupe a totalidade dos países usados

neste estudo, segundo esta classificação<sup>38</sup>. Logo futuramente, poder-se-á alargar este estudo ao analisar se existem diferenças, ao nível da qualidade dos resultados, dentro do sistema legal *code-law*.

Importa ainda frisar que a literatura existente que tem por base as empresas não cotadas é escassa. Assim existem, certamente, diversas outras possibilidades de estudo por explorar.

---

<sup>38</sup> Apenas alguns destes países estão agrupados, segundo esta classificação (francesa, alemã e escandinava), no estudo de R. La Porta *et al.* (1998).

## Apêndice

**Tabela 8** - Descrição das variáveis utilizadas na equação (2)

Variável	Abreviatura	Definição
<b>Dependente</b>		
Variação do resultado líquido em $t$	$\Delta RL_{i,t}$	Variação do resultado líquido antes de itens extraordinários, da empresa $i$ no ano $t$ , a dividir pelo ativo total da empresa $i$ no início do ano
<b>Independentes</b>		
Variação do resultado líquido em $t-1$	$\Delta RL_{i,t-1}$	Variação do resultado líquido antes de itens extraordinários, da empresa $i$ no ano $t-1$ , a dividir pelo ativo total da empresa $i$ no início do ano
Variação negativa do resultado líquido (perdas)	$D\Delta RL_{i,t-1}$	<i>Dummy</i> = 1 se a $\Delta RL_{i,t-1}$ for negativa, e 0 de outro modo
<b>Controlo</b>		
Tamanho	<i>Tamanho</i>	Logaritmo natural do ativo total no fim do ano (Kim and Zhang, 2016; Li, 2015)
Alavancagem	<i>Alavancagem</i>	Rácio do passivo total sobre o ativo total (Hope <i>et al.</i> , 2013)
País	$\sum PAÍS$	Somatório das variáveis <i>dummies</i> dos países

A Tabela 8 apresenta as variáveis dependente e independentes do modelo, a sua abreviação e definição.



**Tabela 9** - Resultados da estimação da equação (2), excluindo da amostra o setor da administração pública

<b>Painel A: Crise (2008-2012)</b>			
Variáveis	Sinal esperado	Code-law	Common-law
$\alpha_0$		0.070457*** (0.009957)	-0.118519*** (0.021972)
$\alpha_1 D\Delta RL_{t-1}$		0.014772 (0.013565)	0.047224* (0.028797)
$\alpha_2 \Delta RL_{i,t-1}$	(-)	-0.208377*** (0.077339)	3.403421*** (0.120861)
$\alpha_3 D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(+)	1.261287*** (0.124823)	-5.943886*** (0.172466)
$\alpha_4 TAMANHO_{i,t}$		-0.002694*** (0.000491)	0.008380*** (0.001060)
$\alpha_5 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		-0.001283* (0.000718)	-0.003743** (0.001536)
$\alpha_6 TAMANHO_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$		-0.001881 (0.004148)	-0.208337*** (0.006484)
$\alpha_7 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$		-0.072151*** (0.006664)	0.324293*** (0.009020)
$\alpha_8 ALAVANCAGEM_{i,t}$		-0.018127*** (0.002034)	-0.019111*** (0.004683)
$\alpha_9 ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		0.005150* (0.003035)	0.007636 (0.005105)
$\alpha_{10} ALAVANCAGEM_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	0.047711*** (0.005956)	0.036272*** (0.007595)
$\alpha_{11} ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-0.146400*** (0.012249)	-0.033659*** (0.008150)
<i>Dummies por país</i>		Sim	Sim
$R^2$		0.082958	0.196646
$R^2$ ajustado		0.082533	0.196047
F-statistic		195.1605***	328.6383***

<b>Painel B: Pós-crise (2013-2015)</b>			
Variáveis	Sinal esperado	Code-law	Common-law
$\alpha_0$		-0.002781 (0.012936)	-0.002179 (0.027030)
$\alpha_1 D\Delta RL_{t-1}$		0.050065*** (0.017760)	-0.015083 (0.039144)
$\alpha_2 \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	1.880633*** (0.129165)	2.474072*** (0.219048)
$\alpha_3 D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-1.366595*** (0.221737)	-4.629861*** (0.404756)
$\alpha_4 TAMANHO_{i,t}$		0.001708*** (0.000644)	0.002209* (0.001298)

$\alpha_5 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		-0.004269*** (0.000936)	0.000714 (0.002060)
$\alpha_6 TAMANHO_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$		-0.126405*** (0.006807)	-0.150754*** (0.011678)
$\alpha_7 TAMANHO_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$		0.093247*** (0.011795)	0.247047*** (0.021264)
$\alpha_8 ALAVANCAGEM_{i,t}$		-0.032638*** (0.002808)	-0.025309*** (0.004797)
$\alpha_9 ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1}$		0.037887*** (0.003809)	-0.016708** (0.007692)
$\alpha_{10} ALAVANCAGEM_{i,t} \times \Delta RL_{i,t-1}$	( $\geq 0$ )	0.259845*** (0.018631)	0.113834*** (0.024527)
$\alpha_{11} ALAVANCAGEM_{i,t} \times D\Delta RL_{t-1} \times \Delta RL_{t-1}$	(-)	-0.559471*** (0.021745)	-0.314380*** (0.043432)
<b>Dummies por país</b>		Sim	Sim
<b>R<sup>2</sup></b>		0.127460	0.125936
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>		0.126789	0.124850
<b>F-statistic</b>		190.1116***	116.0209***

A Tabela 9 reporta os resultados da reestimação da equação (2) excluindo da amostra as empresas do setor administração pública (indústria 481). Os resultados foram estimados por OLS com *dummies* por país. O Painel A apresenta os resultados obtidos pela aplicação do modelo ao período da crise, e o Painel B ao período pós-crise, para ambos os grupos de países (*code-law* e *common-law*). \*, \*\* e \*\*\* correspondem ao nível de significância de 10%, 5% e 1%, respetivamente. Os valores entre parênteses correspondem ao erro padrão. As variáveis encontram-se definidas na Tabela 8 no apêndice.

*Code-law*: Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Hungria, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Holanda, Polónia, Portugal, República Checa e Suécia.

*Common-law*: Reino Unido e Irlanda.

**Tabela 10** - Teste de Jarque-Bera

	$\Delta RL_{i,t}$		$\Delta RL_{i,t-1}$		$D\Delta RL_{i,t-1}$		$TAMANHO_{i,t}$		$ALAVANCAGEM_{i,t}$	
	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>	<i>Code-law</i>	<i>Common-law</i>
<b>Painel A: Crise (2008-2012)</b>										
<b>Jarque-Bera</b>	3.41E+08***	78367073***	1.82E+08***	63952439***	10815.83***	2704.625***	20387.78***	3466.072***	4.56E+09***	1.96E+10***
<b>Observações</b>	65053	16249	64887	16226	64887	16226	65175	16267	65146	16230
<b>Painel B: Pós-crise (2013-2015)</b>										
<b>Jarque-Bera</b>	7.92E+08***	2431288.***	7.29E+08***	2768919.***	6532.669***	1637.206***	21811.59***	3762.469***	5.00E+08***	7619355.***
<b>Observações</b>	39219	9771	39195	9771	39195	9771	39229	9767	39191	9721

A Tabela 10 apresenta os resultados do teste de Jarque-Bera, aplicado às variáveis utilizadas na equação (2). \*\*\* indica um nível de significância de 1%

## Referências Bibliográficas

- Ahmed, A. S., B. K. Billings, R. M. Morton and M. Stanford-Harris. (2002), The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs, *THE ACCOUNTING REVIEW*, Vol. 77, N° 4, pp. 867-890.
- Ahmed, A. S. and S. Duellman. (2011), Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions, *Accounting & Finance*, Vol. 51, N° 3, pp. 609-633.
- Andre, P., A. Filip and L. Paugam. (2013), Impact of Mandatory IFRS Adoption on Conditional Conservatism in Europe, Working paper 1311, ESSEC Business School.
- Ball, R., S. P. Kothari and A. Robin. (2000), The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, N° 1, pp. 1-51.
- Ball, R., A. Robin and J. S. Wu. (2003), Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 36, pp. 235-270.
- Ball, R. and L. Shivakumar. (2005), Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 39, N° 1, pp. 83-128.
- Basu, S. (1997), The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, N° 1, pp. 3-37.
- Biddle, G. C., M. L. Z. Ma and F. M. Song. (2011), Accounting Conservatism and Bankruptcy Risk, *Faculty of Business and Economics The University of Hong Kong*.
- Burgstahler, D. C., L. Hail and C. Leuz. (2006), The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms, *THE ACCOUNTING REVIEW*, Vol. 81, N° 5, pp. 983–1016.
- Crăciun, L. and M. V. Ochea. (2014), The dimensions of the global financial crisis, *Theoretical & Applied Economics*, Vol. 21, N° 1, pp. 121-130.
- Dechow, P., W. Ge and C. Schrand. (2010), Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, N° 2–3, pp. 344-401.

- Europeia, C. (1995), Harmonização Contabilística: Uma Nova Estratégia Relativamente À Harmonização Internacional, Comunicação da Comissão 95 (508)PT.
- Europeia, C. (2003), Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas, *Jornal Oficial da União Europeia*, pp. 36-41.
- Europeia, C. (2011), A Europa e a Crise Financeira Mundial - Balanço da resposta política da UE, Fundação Robert Schuman.
- Europeia, C. (2012), Plano de ação: Direito das sociedades europeu e governo das sociedades - um quadro jurídico moderno com vista a uma maior participação dos acionistas e a sustentabilidade das empresas, Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao Conselho, ao Comité Económico e Social Europeu e ao Comité das Regiões (2012) 740 final.
- Europeia, C. (2014), Recomendação da Comissão de 9 de abril de 2014 sobre a qualidade da informação relativa à governação das sociedades («cumprir ou explicar»), *Jornal Oficial da União Europeia*, pp. 43–47
- Europeu, P. and C. d. União Europeia. (2013), Diretiva 2013/34/UE *Jornal Oficial da União Europeia*, pp. 19-76.
- Fama, E. F. and K. R. French. (1997), Industry costs of equity, *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, N° 2, pp. 153-193.
- Filip, A. and B. Raffournier. (2014), Financial Crisis And Earnings Management: The European Evidence, *The International Journal of Accounting*, Vol. 49, N° 4, pp. 455-478.
- Francis, B., I. Hasan and Q. Wu. (2013), The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis, *Accounting Horizons*, Vol. 27, N° 2, pp. 319-346.
- Francis, J. R. and X. Martin. (2010), Acquisition profitability and timely loss recognition, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 49, N° 1–2, pp. 161-178.
- Gary C. Biddle, M. L. Z. M., Frank M. Song. (2011), The Risk Management Role of Accounting Conservatism for Operating Cash Flows, *Faculty of Business and Economics The University of Hong Kong*.
- Gebhardt, G., A. Mora and A. Wagenhofer. (2014), Revisiting the Fundamental Concepts of IFRS, *Abacus*, Vol. 50, N° 1, pp. 107-116.

- Giner, B. and W. Rees. (2001), On the Asymmetric Recognition of Good and Bad News in France, Germany and the United Kingdom, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 28, N° 9-10, pp. 1285-1331.
- Givoly, D. and C. Hayn. (2000), The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative?, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, N° 3, pp. 287-320.
- Gorgan, C., V. Gorgan, V. F. Dumitru and I. C. Pitulice. (2012), The Evolution of the Accounting Practices during the Recent Economic Crisis: Empirical Survey Regarding the Earnings Management, *Amfiteatru Economic*, Vol. 14, N° 32, pp. 550-562.
- Herrmann, D. R., S. Pornupatham and T. Vichitsarawong. (2008), The Impact of the Asian Financial Crisis on Auditors' Conservatism, *Journal of International Accounting Research*, Vol. 7, N° 2, pp. 43-63.
- Hope, O.-K., W. B. Thomas and D. Vyas. (2013), Financial Reporting Quality of U.S. Private and Public Firms, *Accounting Review*, Vol. 88, N° 5, pp. 1715-1742.
- Iatridis, G. and A. I. Dimitras. (2013), Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries, *Advances in Accounting*, Vol. 29, N° 1, pp. 154-160.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, N° 4, pp. 305-360.
- Khan, M. and R. L. Watts. (2009), Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 48, pp. 132-150.
- Kim, J. B. and L. Zhang. (2016), Accounting Conservatism and Stock Price Crash Risk: Firm-level Evidence, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 33, N° 1, pp. 412-441.
- Kousenidis, D. V., A. C. Ladas and C. I. Negakis. (2013), The effects of the European debt crisis on earnings quality, *International Review of Financial Analysis*, Vol. 30, pp. 351-362.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny. (2000), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, N° 1-2, pp. 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny. (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, N° 6, pp. 1113-1155.

- Lafond, R. and S. Roychowdhury. (2008), Managerial Ownership and Accounting Conservatism, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, N° 1, pp. 101-135.
- LaFond, R. and R. L. Watts. (2008), The Information Role of Conservatism, *THE ACCOUNTING REVIEW*, Vol. 83, N° 2, pp. 447-478.
- Lara, J. M. G., B. G. Osma and A. Mora. (2005), The Effect of Earnings Management on the Asymmetric Timeliness of Earnings, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32, N° 3-4, pp. 691-726.
- Leuz, C. (2010), Different Approaches to Corporate Reporting Regulation: How Jurisdictions Differ and Why, Working Paper No. 156/2010; (Research Paper No. 53), European Corporate Governance Institute; (Chicago Booth Initiative on Global Markets).
- Li, X. (2015), Accounting Conservatism and the Cost of Capital: An International Analysis, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 42, N° 5-6, pp. 555–582.
- Lobo, G. J. and J. Zhou. (2006), Did Conservatism in Financial Reporting Increase after the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence, *Accounting Horizons*, Vol. 20, N° 1, pp. 57-73.
- Louis, H., A. X. Sun and O. Urcan. (2012), Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 29, N° 4, pp. 1249–1271.
- Nichols, D. C., J. M. Wahlen and M. M. Wieland. (2009), Publicly traded versus privately held: implications for conditional conservatism in bank accounting, *Review of Accounting Studies*, Vol. 14, N° 1, pp. 88-122.
- Pășcan, I.-D. (2015), Measuring the Effects of IFRS Adoption on Accounting Quality: A Review, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 32, pp. 580-587.
- Persakis, A. and G. E. Iatridis. (2015), Earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 30, pp. 1-35.
- Persakis, A. and G. E. Iatridis. (2016), Audit quality, investor protection and earnings management during the financial crisis of 2008: An international perspective, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 41, pp. 73-101.
- Tapia, B. A., C. B. Sanchez, J. P. Aleman and M. T. T. Fernandez. (2011), Earnings conservatism and litigation exposure in the banking industry, *Revista Espanola De Financiacion Y Contabilidad-Spanish Journal of Finance and Accounting*, Vol. 40, N° 152, pp. 557-585.

Van Tendeloo, B. and A. Vanstraelen. (2008), Earnings Management and Audit Quality in Europe: Evidence from the Private Client Segment Market, *European Accounting Review*, Vol. 17, N° 3, pp. 447-469.

Vichitsarawong, T., L. L. Eng and G. K. Meek. (2010), The Impact of the Asian Financial Crisis on Conservatism and Timeliness of Earnings: Evidence from Hong Kong, Malaysia, Singapore, and Thailand, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 21, N° 1, pp. 32-61.

Vithessonthi, C. and J. Tongurai. (2015), The effect of firm size on the leverage–performance relationship during the financial crisis of 2007–2009, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 29, pp. 1-29.

Warganegara, D. L. and V. Vionita. (2010), The effects of the Asian financial crisis on accounting conservatism in Indonesia, *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, Vol. 6, N° 1, pp. 69-87.

Watts, R. L. (2003), Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications, *Accounting Horizons*, Vol. 17, N° 3, pp. 207-221.

Zhang, J. (2008), The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 45, N° 1, pp. 27-54.

**Estados-membros da UE:** “Breve apresentação dos países da UE”, [https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries\\_pt](https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_pt), acedido em 5 de março de 2017

**Resposta da UE à crise:** “Assuntos económicos e monetários”, [http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs\\_pt](http://europa.eu/european-union/topics/economic-monetary-affairs_pt), acedido em 7 de fevereiro de 2017

**Harmonização contabilística na UE:** “Non-IFRS financial statements”, [http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-ifsr-financial-statements/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/non-ifsr-financial-statements/index_en.htm), acedido em 20 de fevereiro de 2017; “Financial reporting”, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/company-reporting-and-auditing/company-reporting/financial-reporting_en), acedido em 26 de junho de 2017

**Sistemas legais:** “Alphabetical Index of the Political Entities and Corresponding Legal Systems”, <http://www.juriglobe.ca/eng/sys-juri/index-alpha.php>, acedido em 17 de março de 2017