



MESTRADO
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

QUAIS SÃO AS EMPRESAS DA UNIÃO EUROPEIA QUE
PRATICAM UM MAIOR GRAU DE ALISAMENTO DE
RESULTADOS: COTADAS OU NÃO COTADAS?

MÁRCIA PEREIRA FERNANDES

OUTUBRO-2015



MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**QUAIS SÃO AS EMPRESAS DA UNIÃO EUROPEIA QUE
PRATICAM UM MAIOR GRAU DE ALISAMENTO DE
RESULTADOS: COTADAS OU NÃO COTADAS?**

MÁRCIA PEREIRA FERNANDES

ORIENTAÇÃO:

**PROFESSORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS
DA SILVA**

OUTUBRO-2015

RESUMO

O presente estudo pretende analisar o grau de alisamento das empresas europeias cotadas e não cotadas. A amostra incide sobre 4511 empresas pertencentes a 9 países europeus, entre o período de 2008 a 2014. As medidas utilizadas para se detetar o nível de alisamento de resultados foram as de Leuz, Nanda, & Wysocki (2003). Os resultados sugerem que as empresas não cotadas apresentam uma maior prática de alisamento de resultados do que as cotadas. Esta conclusão vai de encontro com a revisão de literatura, pois as empresas cotadas são mais monitorizadas e estão sujeitas a uma maior supervisão por parte dos meios de comunicação. Ao retirar-se o país com maior representatividade na amostra (Grã-Bretanha) e agrupando os países em dois grupos (Nórdicos e Anglo Saxónicos vs. Germânicos e Latinos), os resultados obtidos também indicam que, são as empresas não cotadas que alisam mais os seus resultados, confirmando os resultados principais do estudo.

Palavras-chave: Alisamento de Resultados, *Accruals* Totais, Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais, Resultado Operacional, Empresas Cotadas e Não Cotadas.

ABSTRACT

This study aims to analyze the degree of income smoothing of listed and unlisted European firms. The sample covers about 4511 firms from nine European countries, between 2008 and 2014. The measures used to detect income smoothing level are from Leuz, Nanda, & Wysocki (2003). The results suggest that unlisted firms have a higher income smoothing practice, than listed firms. This achievement goes in line with the literature, because listed company are the most monitored and are subject to greater oversight by the media. By removing the country with the highest prevalence in the sample and grouping countries into two groups (Nordic and Anglo vs. Germanic and Latin) the results also indicate that there are the unlisted companies that smooth more their results.

Keywords: Earnings Smoothing, Accruals, Cash Flow from Operations Activities, Operating Earnings, Listed and Unlisted Firms.

AGRADECIMENTOS

À Professora orientadora Cristina, pela disponibilidade que teve ao longo destes meses,

bem como a sua ajuda.

Aos meus pais e à Laura, por todo o amor e incentivo que me transmitiram durante

toda a minha vida.

Ao João, por toda a motivação, carinho e por ser o meu pilar. E principalmente, por me

ensinar a nunca desistir.

ÍNDICE

RESUMO	i
ABSTRACT	ii
AGRADECIMENTOS	iii
ÍNDICE	iv
LISTA DE ABREVIATURAS	vi
LISTA DE ANEXOS	vii
LISTA DE TABELAS	viii
1. INTRODUÇÃO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	4
2.1. <i>Conceito de Alisamento de resultados</i>	4
2.2. <i>Tipos de alisamento de resultados</i>	6
2.3. <i>Motivações e Incentivos para a prática de alisamento de resultados</i>	7
2.4. <i>A importância do relato financeiro no alisamento de resultados</i>	11
2.5. <i>Influência da profissão de contabilista no alisamento de resultados</i>	13
3. AMOSTRA E METODOLOGIA	14
3.1. <i>Seleção da Amostra</i>	14
3.2. <i>Medidas de Alisamento de Resultados</i>	16
3.3. <i>Modelo Empírico</i>	19
3.3.1. <i>Variável Independente</i>	20
3.3.2. <i>Variáveis de Controlo</i>	20
4. ANÁLISE DOS RESULTADOS	24
4.1. <i>Estatísticas Descritivas</i>	24
4.2. <i>Teste de igualdade de médias</i>	25
4.3. <i>Matriz de correlação de Pearson</i>	26
4.4. <i>Análise dos resultados</i>	27
4.5. <i>Análise de Robustez</i>	29
4.5.1. <i>Exclusão da Grã-Bretanha</i>	29
4.5.2. <i>Dois grupos de países com base nas características dos contabilistas</i>	31
5. CONCLUSÃO	33

BIBLIOGRAFIA.....	35
ANEXOS	42

LISTA DE ABREVIATURAS

CEO- *Chief Executive Officer*

CFO- *Cash Flow From Operating Activities*

IFRS- *International Financial Reporting Standards*

I&D- *Investigation & Development*

NACE- *Nomenclature of Economic Activities*

ROA- *Return On Assets*

LISTA DE ANEXOS

Anexo 1: Total de empresas por país.....	42
Anexo 2: Total de empresas por setor de atividade.....	43
Anexo 3: Estatísticas Descritivas.....	44
Anexo 4: Teste de igualdade de médias para EM1.....	44
Anexo 5: Teste de igualdade de médias para EM2.....	45
Anexo 6: Matriz de Correlação de Pearson	45

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Coeficientes do Modelo 1 e 2	27
Tabela 2: Coeficientes do Modelo 1 e 2 sem a Grã-Bretanha	29
Tabela 3: Coeficientes do Modelo 1 e 2 para dois grupos de países.....	31

1. INTRODUÇÃO

A gestão de resultados envolve o comportamento pelo qual os resultados da empresa são deliberadamente alterados de forma a alcançarem-se determinados resultados financeiros (Aerts, Cheng, & Tarca, 2013). Ou seja, é geralmente utilizada para distorcer as percepções que os diversos utilizadores da informação contabilística têm do desempenho financeiro da empresa (Aerts et al., 2013). O alisamento de resultados é um caso especial de gestão de resultados, cujo objetivo é fazer com que os resultados pareçam menos variáveis ao longo do tempo (Goel & Thakor, 2003).

O alisamento de resultados envolve fazer compensações entre o quanto se quer relatar no período atual e quanto se pretende reportar no futuro, e tais compensações dependem das perspetivas dos gestores sobre eventos futuros (Bouwman, 2014). Ou seja, o alisamento de resultados não é mais do que a transferência de resultados entre períodos económicos. Quando as empresas gerem coerentemente os resultados de forma a apresentarem um padrão de resultados alisados, evitam a queda do lucro e problemas de reputação (Chaney & Lewis, 1998).

Assim sendo, não é difícil identificar os motivos que podem levar os gestores a quererem divulgar resultados inflacionados. Mas é muito mais difícil explicar porque um gestor reporta resultados mais baixos do que os que observa. Quando os resultados reportados são altos, reportar resultados ainda maiores tende a provocar uma reação relativamente pequena e positiva do mercado (Goel & Thakor, 2003). A empresa pode ainda querer esconder alguns dos seus resultados atuais para os comunicar num período futuro, quando estes são mais baixos e o impacto marginal do reporte é maior (Goel & Thakor, 2003).

Resultados de estudos anteriores sugerem que os gestores tomam de facto medidas de alisamento de resultados (Ashari, Koh, Tan, & Wong, 1994; Cahan, Liu, & Sun, 2008; Goel & Thakor, 2003; Habib, 2005). Esta evidência pode trazer importantes contributos para o processo de relato financeiro, nomeadamente pode alertar os utilizadores para a necessidade de tomarem precauções ao interpretar os dados financeiros (Ashari et al., 1994). Os resultados podem também ser úteis para os reguladores, de forma a monitorizarem e controlarem as ações dos gestores, a fim de proteger as partes externas, como os investidores atuais e futuros (Ashari et al., 1994).

Assim, o objetivo deste estudo consiste em examinar e comparar o alisamento de resultados em ambos os tipos de empresas, cotadas e não cotadas.

As motivações por detrás da escolha do tema prendem-se com o facto da maioria dos estudos sobre alisamento de resultados, focarem-se em empresas cotadas de um determinado país (Ashari et al., 1994; Habib, 2005; Prencipe, Bar-Yosef, Mazzola, & Pozza, 2011), ou de um determinado setor (Mendes, Rodrigues, & Esteban, 2012). Também existem estudos de âmbito internacional que utilizam empresas cotadas de diversos países (Cahan et al., 2008; Leuz et al., 2003).

Assim, a maioria dos estudos realizados analisam o alisamento de resultados nas empresas cotadas, sendo escassos os que se dedicam as empresas não cotadas que consiste o grosso do tecido empresarial europeu. Destaco, no entanto, o estudo de Burgstahler, Hail, & Leuz (2006) que fazem uma análise comparativa entre empresas cotadas e não cotadas da União Europeia em termos de gestão de resultados.

Estudar o cenário europeu constitui também uma oportunidade única para analisar o alisamento de resultados entre as empresas cotadas e não cotadas, devido ao facto de existir um conjunto substancial de diferenças institucionais em toda a União Europeia e por haver um sistema de harmonização contabilística que permite manter as regras contabilísticas amplamente constantes (Burgstahler et al., 2006).

A amostra é constituída por 990 empresas cotadas e 3521 não cotadas de nove países da União Europeia e o período temporal correspondente vai desde 2008 até 2014. Foram usadas duas medidas de alisamento de resultados com base em Leuz et al. (2003), para analisar que tipo de empresas que alisa mais os resultados. Foi também feito um estudo complementar, onde se comparam dois grupos de países onde a profissão de contabilista apresenta características distintas.

A principal conclusão obtida neste estudo foi que as empresas não cotadas alisam mais os seus resultados do que as suas congéneres cotadas. Uma possível explicação pode estar relacionada com o facto das empresas cotadas captarem mais atenção por parte dos meios de comunicação, sendo mais susceptíveis de serem objeto de escrutínio público.

Espera-se que este trabalho contribua para a literatura sobre o alisamento de resultados no geral, e em particular para uma melhor compreensão das práticas de relato das empresas não cotadas.

O presente estudo encontra-se dividido em cinco capítulos. No capítulo seguinte, encontra-se a revisão de literatura sobre o alisamento de resultados, nomeadamente o seu conceito, tipos, motivações e incentivos à sua prática. No terceiro capítulo descreve-se como se obteve a amostra final, a metodologia, as duas

medidas de alisamento de resultados, as variáveis utilizadas e a formulação da hipótese em estudo. Em seguida, no quarto capítulo são apresentados os resultados empíricos obtidos, bem como a discussão dos mesmos. Por último, no quinto capítulo, apresentam-se as conclusões, limitações ao estudo e pistas de investigação futura.

2. REVISÃO DE LITERATURA

2.1. *Conceito de Alisamento de resultados*

O alisamento de resultados é uma manifestação particular da gestão de resultados. A gestão de resultados pode assumir outras formas, como por exemplo o *Big Bath*¹. O alisamento de resultados foca-se no uso de artifícios contabilísticos por parte das empresas, de forma a reduzirem a variação dos seus resultados (Ashari, Koh, Tan, & Wong, 1994).

O alisamento de resultados é definido por Koch (1981) como um meio que é utilizado pela administração para diminuir a variabilidade de um fluxo de resultados reportados em relação a um fluxo que seria o objetivo, através da alteração de variáveis artificiais ou reais. O alisamento também tem sido definido como uma forma de sinalização em que os gestores usam o seu poder discricionário na escolha das alternativas contabilísticas dentro das normas contabilísticas, de modo a minimizarem as flutuações dos resultados ao longo do tempo e em torno da tendência que eles acreditam ser a mais adequada para cumprirem as expectativas dos investidores sobre o desempenho futuro da empresa (Givoly & Ronen, 1981). De acordo com Fudenberg

¹ A teoria do *Big Bath* sugere que as empresas que têm um baixo resultado num determinado ano, reconhecem todos os gastos necessários, de forma a reduzir ainda mais o resultado do período corrente (Jordan & Clark, 2011).

& Tirole (1995), o alisamento de resultados é o processo de manipulação do perfil do tempo dos resultados ou do reporte dos mesmos para fazerem com que o relato seja menos variável. Ou seja, o alisamento de resultados é a transferência intemporal dos resultados.

Para que as atividades de alisamento de resultados existam, basta que os gestores acreditem que o mercado se baseia em números contabilísticos (Beattie et al., 1994). Verifica-se então que o alisamento de resultados pode ser feito de três formas (Ronen & Sadan, 1981). Primeiro, a administração pode cronometrar a ocorrência de certos eventos sobre os quais ela tem poder (por exemplo, I&D) para reduzir as variações dos resultados reportados. A segunda alternativa, a administração pode alocar alguns rendimentos e gastos em diferentes períodos contabilísticos (por exemplo, escolha dos métodos de depreciação). Por último, a administração pode ter critérios para classificar os itens que influenciam o resultado em diferentes categorias (por exemplo, itens comuns e itens extraordinários). Isto só é possível por causa do arbítrio e do controlo que os gestores têm sobre a ocorrência e reconhecimento de certos eventos, possibilitando que os métodos de alisamento de resultados existam.

O alisamento de resultados é uma tentativa por parte dos gestores para reduzirem a variabilidade dos resultados divulgados durante vários períodos ou só um período contabilístico (Beattie et al., 1994). É também uma estratégia de longo prazo que beneficia não apenas o período atual, mas também períodos futuros (Chaney & Lewis, 1998). Os gestores podem consistentemente selecionar procedimentos contabilísticos que tendem a reduzir a variabilidade dos resultados ou podem acelerar

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

ou atrasar operações para manipular o reporte dos rendimentos e gastos, alisando assim, o resultado declarado de um período particular (Karmon & Lubwama, 1997).

Assim, a gestão tem disponível uma ampla variedade de instrumentos para alisar os resultados. As flutuações dos resultados podem ser geridas usando os *accruals*, as despesas discricionárias, as mudanças contabilísticas voluntárias e através do *timing* na adoção das mudanças contabilísticas obrigatórias (Herrmann & Inoue, 1996).

2.2. Tipos de alisamento de resultados

Existem dois tipos de fluxos de alisamento de resultados: aqueles que são naturalmente alisados e os que são intencionalmente alisados pela gestão (Eckel, 1981). O alisamento natural resulta do próprio processo contabilístico para produzir um fluxo de resultados alisados (Eckel, 1981). Segundo Fudenberg & Tirole (1995), este tipo de alisamento não pertence à categoria de gestão de resultados, porque não há manipulação por parte dos gestores.

Pelo contrário, um alisamento intencional está relacionado com as ações da gestão e pode ser classificado como real ou artificial (Albrecht & Richardson, 1990). No entanto, não são empiricamente diferenciados porque a intenção dos gestores não é observável (Bao & Bao, 2004).

O alisamento real resulta das mudanças que os gestores fazem dos eventos económicos (Albrecht & Richardson, 1990) e refere-se a uma transação real que é implementada ou deve de ser para se alisar o resultado, de forma a reduzir a volatilidade do fluxo de caixa (Huang, Zhang, Deis, & Moffitt, 2009). Um exemplo deste tipo de alisamento é a alteração do *timing* dos investimentos (Goel & Thakor, 2003).

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

O alisamento artificial resulta das mudanças que os gestores fazem do *timing* dos lançamentos contabilísticos (Albrecht & Richardson, 1990). Ou seja, tem implícito a utilização de técnicas de contabilidade que vão alterar o momento de contabilização dos rendimentos e gastos, sem consequências diretas no fluxo de caixa (Huang et al., 2009). Esse tipo de alisamento utiliza principalmente a flexibilidade das normas fornecidas pelas normas contabilísticas (Goel & Thakor, 2003).

2.3. Motivações e Incentivos para a prática de alisamento de resultados

Num mundo de mercados de capitais perfeitos, não haveria justificção para as empresas alisarem os resultados (Huang et al., 2009). No entanto, na presença de imperfeições do mercado, como os impostos ou a assimetria de informação, os resultados das empresas ao serem alisados têm o potencial de aumentar ou de perder valor (Huang et al., 2009).

Desta forma, os gestores utilizam as técnicas de alisamento reais para reduzir os custos de assimetria de informação e os custos de agência e em relação aos dispositivos artificiais eles têm o incentivo de darem aos resultados uma aparência smooth, extraindo assim os seus benefícios privados à custa dos acionistas (Huang et al., 2009).

São vários os motivos que podem levar os gestores a fazer alisamento de resultados. Um fluxo estável de resultados pode ser percebido como menos arriscado, fazendo com que os preços das ações sejam mais altos e os custos de empréstimos sejam mais baixos (Herrmann & Inoue, 1996). Trueman & Titman (1988) apontam que uma elevada volatilidade percebida dos resultados aumenta a probabilidade percebida de falência da empresa e portanto, o custo de financiamento.

Outro objetivo potencial para o alisamento de resultados é o desejo da gestão em aumentar a capacidade de previsão dos investidores, reduzindo assim o nível de risco percebido da empresa (Barnea, Ronen, & Sadan, 1975). Segundo Trueman & Titman (1988), os gestores podem querer reduzir a volatilidade dos resultados para diminuir a assimetria de informação entre eles e os investidores, criando então valor para o acionista. Goel & Thakor (2003) também defendem que o alisamento de resultados aumenta o preço das ações da empresa, reduzindo a vantagem informacional entre os acionistas informados sobre os desinformados. Por outro lado, Barnea et al. (1975) sugerem que os gestores praticam o alisamento de resultados para melhorar a capacidade dos investidores na previsão dos fluxos de caixa futuros.

A literatura académica indica duas motivações subjacentes para os gestores fazerem alisamento de resultados: de carácter informativo e de carácter oportunista. Em primeiro lugar, os gestores podem alisar os resultados para comunicarem de forma eficiente as informações privadas sobre os resultados futuros aos investidores (Tucker & Zarowin, 2006). Em segundo lugar, os gestores podem alisar os resultados para distorcerem intencionalmente o desempenho financeiro para os seus próprios propósitos oportunistas (Sun, 2011). Desta forma, o resultado alisado é mais propenso a ser ilegível e torna-se menos informativo sobre os resultados futuros (Sun, 2011). Também, os gestores que tentam alisar permanentemente as variações dos fluxos de caixa podem tornar a informação dos resultados menos informativa (P. Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Em suma, o alisamento de resultados pode trazer não só benefícios (informação), mas também custos (oportunismo) (Sun, 2011).

Do ponto de vista dos interesses pessoais dos gestores, Fudenberg & Tirole (1995) sugerem que os gestores alisam os resultados com o objetivo de mascararem o verdadeiro desempenho da empresa, de forma a obterem benefícios privados em detrimento dos acionistas. DeFond & Park (1997) defendem que os gestores consideram, quer os resultados do ano corrente quer os resultados esperados para o próximo ano, quando tomam decisões sobre os *accruals* discricionários do ano corrente, para atingirem determinadas metas. Ao fazerem isso reduzem a ameaça de demissão que pode advir de um fraco desempenho em qualquer ano (Elgers, Pfeiffer, & Porter, 2003).

Evidências recentes indicam que o otimismo dos gestores afeta uma ampla gama de decisões individuais e relacionadas com a empresa (Bouwman, 2014). Schrand & Zechman (2012) acham que os *CEOs* distorcem os resultados porque são excessivamente otimistas sobre o desempenho da empresa e podem ter inicialmente distorções não intencionais passando para distorções intencionais, se as expectativas otimistas não forem concretizadas. O alisamento envolve fazer compensações entre o valor a reportar no período atual e no futuro, dependendo das expectativas dos gestores sobre eventos futuros (Bouwman, 2014). Um gestor otimista tem uma maior probabilidade do que um gestor racional para alcançar maiores resultados no futuro e, portanto, está mais disposto a pedir emprestado esses resultados para inflacionar os resultados atuais (Bouwman, 2014). Bouwman (2014) concluiu que as empresas com *CEOs* otimistas alisam mais os resultados do que as empresas com gestores racionais.

Os incentivos para alisar os resultados podem variar de acordo com as condições operacionais. Por exemplo, as empresas em que o lucro aumentou,

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

enfrentam incentivos diferentes das empresas onde o lucro diminuiu ou tiveram prejuízos (Herrmann & Inoue, 1996).

Em relação à vantagem fiscal inerente ao alisamento, as empresas têm o incentivo de alisarem o resultado, de forma a minimizarem o impacto fiscal ao longo do tempo. Ou seja, uma empresa pode querer diminuir o seu resultado, de modo a diminuir a sua responsabilidade fiscal (Atik, 2009).

Devido ao facto dos gestores receberem um bónus, Moses (1987) fornece evidência de que as empresas que o fazem são mais propensas a alisar os resultados. Isto acontece porque um resultado elevado reportado pode aumentar o valor de referência sobre o qual o montante de bónus futuro será baseado. Assim, um gestor que pretenda receber um bónus que esteja relacionado com a percentagem do resultado líquido, pode tomar decisões operacionais, como o adiamento de uma campanha publicitária para o próximo período ou diminuir o orçamento de I&D para aumentar o resultado (Atik, 2009).

Contudo, o alisamento de resultados pode levar à perda de valor, que é em última análise atribuída à informação assimétrica (Huang et al., 2009). Por exemplo, Fudenberg & Tirole (1995) argumentam que a gestão tem um incentivo para distorcer os resultados divulgados, de forma a não se por em causa a continuidade da empresa. De acordo com as teorias da agência, DeFond & Park (1997) constatam que os acionistas que controlam os resultados alisados subestimam a volatilidade dos resultados para obterem benefícios de controlo privados potencialmente às custas dos acionistas minoritários.

Desta forma, está implícito que as empresas estão muito motivadas para alisarem os seus resultados, porque a longo prazo existem muitas vantagens para estas, para os gestores e para o público em geral (Atik, 2009). No entanto, há também alguns pontos de vista opostos, pois muitos afirmam que não está correto distorcer a realidade e “enganar” terceiros.

Através de um estudo feito com vários países europeus, Burgstahler et al., (2006) verificaram que a gestão de resultados é mais pronunciada nas empresas não cotadas. Arnedo, Lizarraga, & Sánchez (2007) fizeram um estudo sobre empresas cotadas e não cotadas em Espanha, mas não encontraram diferenças significativas entre as empresas alisadoras cotadas e não cotadas. Assim, a pressão dos *stakeholders* sobre as empresas não cotadas para estabilizarem os seus resultados é semelhante à encontrada nas empresas cotadas (Arnedo et al., 2007).

Vander Bauwhede, Willekens, & Gaeremynck (2003) verificaram que tanto as empresas cotadas e não cotadas belgas envolvem-se em atividades de alisamento de resultados e que, fazem gestão de resultados de forma oportunista para cumprirem a meta de referência dos resultados do ano anterior.

2.4. A importância do relato financeiro e alisamento de resultados

O relato financeiro é de extrema importância, pois serve para comunicar e partilhar a informação financeira de uma empresa com os seus utilizadores, sendo que os produtos mais importantes são as demonstrações financeiras (Atik, 2009). Assim, a informação contida nos relatórios deve ser útil quer para as decisões de investimento e financiamento, quer para avaliar os fluxos de caixa futuros (Atik, 2009). Contudo, o

principal objetivo dos fornecedores da informação financeira nem sempre é o de preparar e apresentar relatórios financeiros de alta qualidade.

Por vezes, são utilizadas diferentes técnicas para se alterar a aparência das demonstrações financeiras. Dechow & Skinner (2000) mostram a distinção entre as alterações contabilística e a contabilidade fraudulenta. Segundo estes, as práticas contabilísticas fraudulentas violam as normas e regras contabilísticas enquanto as alterações contabilísticas estão dentro dos limites das normas de contabilidade. Quando a confiança dos investidores nos relatórios financeiros diminui, é difícil de a ganhar novamente (Atik, 2009). Ou seja, baixa volatilidade dos resultados, baixos rácios de dívida e alta rentabilidade não significam nada se os utilizadores das informações financeiras não acreditarem neles (Ayres, 1994). Sempre que o resultado é alisado de forma intencional e artificial, torna-se enganador, e por isso os investidores podem não obter informações suficientes e precisas sobre os resultados, de forma a poderem avaliar da melhor maneira os retornos e os riscos das suas carteiras (Ashari et al., 1994). O alisamento de resultados é uma das alterações mais comuns nos relatórios financeiros e portando os utilizadores devem ter cuidado (Hector, 1989).

Desta forma, os gestores devem apresentar a informação de forma fiel, oportuna e útil sobre o verdadeiro desempenho, riscos e oportunidades das suas empresas. Porém, as alterações contabilísticas que proporcionam um alisamento de resultados ao longo dos anos são as preferidas para um gestor e para o público em geral, porque um fluxo de resultados alisados é um indicador de que uma empresa é forte e estável (Atik, 2009). Uma empresa que faz alisamento de resultados é

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

considerada menos arriscada e tem uma melhor relação com os seus investidores, credores, fornecedores e trabalhadores (Atik, 2009).

Os analistas desempenham um papel de intermediários, através da produção de informações que exploram ou completam os relatórios financeiros (Healy & Palepu, 2001). Quando os analistas interpretam as informações facilitam aos investidores a utilização da informação que foi sinalizada pelos gestores (Sun, 2011). Além disso, as informações descobertas pelos analistas podem aumentar a fiscalização sobre os relatórios financeiros (Sun, 2011). Yu (2008) concluiu que um nível alto de *analyst coverage* está associado a um baixo nível de *accruals* discricionários, o que sugere que *analyst coverage* pode desempenhar um papel de acompanhamento para restringir o oportunismo dos gestores. Usando uma amostra de 4.730 observações, Sun (2011) verificou que as informações privadas do alisamento de resultados são comunicadas de forma mais eficiente para os investidores, quando as empresas são seguidas por mais analistas, concluindo que o papel intermediário dos analistas leva a um alisamento de resultados mais eficiente.

2.5. Influência da profissão de contabilista no alisamento de resultados

Segundo Gray (1988) a contabilidade segue padrões diferentes nos diferentes países, por causa das diferenças culturais e dos valores sociais.

Os contabilistas dos Países Anglo Saxónicos² e dos Países Nórdicos³ são profissionais independentes (Bao & Bao, 2004). Estes concentram-se em apresentar uma imagem verdadeira e apropriada acerca da posição financeira da empresa, em vez

² Nos países Anglo Saxónicos incluem-se o Canadá, o Reino Unido, a Irlanda e os Estados Unidos da América (Gray, 1988).

³ Nos Países Nórdicos incluem-se a Dinamarca, Finlândia, Países Baixos, Noruega e a Suécia (Gray, 1988).

de implementarem os requisitos legais de forma detalhada (Bao & Bao, 2004). Eles estão mais preocupados com a consistência e comparabilidade subjacente à necessidade de flexibilidade em vez de uniformidade, sendo que as suas práticas são mais transparentes e otimistas (Bao & Bao, 2004). Geralmente no Reino Unido as instituições legais e as normas contabilísticas são projetadas para atenderem às exigências dos mercados de plena concorrência (Ball et al., 2000). Também é caracterizado por ter um menor envolvimento político na contabilidade, menores custos de litígio e menos emissão de dívida pública (Ball et al., 2000). A dívida empresarial do Reino Unido é predominantemente privada, logo há uma menor assimetria de informação entre os gestores e os credores privados (Ball et al., 2000).

De forma antagónica, os contabilistas dos Países Latinos⁴ e da Alemanha⁵ focam-se mais na uniformidade e as suas práticas são menos transparentes e mais conservadoras, bem como os contabilistas do Japão (Bao & Bao, 2004). A Alemanha e a Itália são geralmente referidas como economias privilegiadas, onde as empresas têm relações próximas com os bancos, outros intermediários financeiros e com as instituições jurídicas, sendo que as regras contabilísticas visam facilitar o *debt contracting* e as relações de financiamento (Burgstahler et al., 2006).

3. AMOSTRA E METODOLOGIA

3.1. Seleção da Amostra

A amostra inicial foi retirada da base de dados Amadeus (versão 12) em Julho de 2015 e é composta por empresas cotadas e não cotadas que tenham domicílio num

⁴ Nos Países Latinos da Europa inserem-se a Bélgica, França, Espanha, Itália e Portugal (Gray, 1988)

⁵ A Alemanha é classificada como pertencente ao grupo dos Países Germânicos (Gray, 1988). Neste grupo também se inclui a Suíça e a Áustria.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

dos 28 Estados membros da União Europeia. O período temporal vai desde 2008 até 2014.

De forma a tornar a amostra mais homogénea e evitar possíveis enviesamentos nos resultados, foram excluídas as micro e pequenas empresas, atendendo aos critérios na Recomendação da Comissão 2003/361/CE, de 6 Maio de 2003. Assim, foram excluídas as empresas que tiveram no último ano de publicação dos dados (2014), menos de 250 trabalhadores e menos de 50 000 000 euros de receitas operacionais (turnover).

Foram também excluídos os países que tinham menos de 10 empresas com dados disponíveis⁶ (Burgstahler et al., 2006). Tal como em estudos anteriores também não foram consideradas as empresas financeiras⁷, bem como as da administração pública⁸.

Para atenuar a influência dos valores extremos, não foram considerados os valores das variáveis contabilísticas correspondentes ao 1º e ao 99º percentil, que eram necessários para o cálculo das variáveis dependentes e independentes.

Desta forma, a amostra final é constituída por um total de 4511 empresas para o período de 2008-2014, sendo que existem 990 empresas cotadas (21.95%) e 3521 empresas não cotadas (78.05%), em nove países europeus e em dezassete setores de atividade. É importante salientar que passei de vinte e oito países para nove, devido ao facto de também me ter baseado nos países descritos por Bao & Bao (2004), de forma

⁶ Não se incluí portanto, a Áustria, a Bélgica, Portugal, a Dinamarca e a Irlanda.

⁷ Código K da NACE - *Financial and insurance activities*

⁸ Código 0 da NACE - *Public administration and defence compulsory social security*

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

a considerar posteriormente na análise de robustez a influência da profissão de contabilista no alisamento de resultados.

O anexo 1 apresenta o total de empresas por país, onde se verifica que a Grã-Bretanha é o país com maior peso na amostra, cerca de 45.42%, seguindo-se a França (15.65%) e a Itália (11.08%). É de salientar que a Grã-Bretanha possui o maior número de empresas cotadas (31.31%) e não cotadas (49.39%). No sentido inverso, a Suíça (1.11%), a Holanda (1.92%) e a Espanha (3.75%) são os países menos representativos na amostra.

O anexo 2 representa o total de empresas por setor de atividade. Os setores com maior representatividade são: Indústria (27.11%), Atividades profissionais, científicas e técnicas (18.33%) e o Comércio por grosso e a retalho (17.96%). Comparando as empresas cotadas com as não cotadas, os setores com maior preponderância nas empresas cotadas são: Indústria (24.95%), Atividades profissionais, científicas e técnicas (33.13%) e Informação e comunicação (10.81%). E em relação as empresas não cotadas, os setores com maior dimensão são: Indústria (27.72%), Comércio por grosso e a retalho (20.56%) e Atividades profissionais, científicas e técnicas (14.17%).

3.2. Medidas de Alisamento de Resultados

As medidas de alisamento de resultados escolhidas consideram os *accruals* como o instrumento de alisamento.

A primeira medida escolhida, amplamente utilizada na literatura (Cahan et al., 2008; Daske, Gebhardt, & McLeay, 2006; P. Dechow, Ge, & Schrand, 2010; Leuz et al.,

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

2003), tem como base a correlação entre a variação anual dos *Accruals* Totais (ΔAT) e a variação anual do Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais (ΔCFO):

$$EM1 = \text{Coeficiente de Spearman } (\Delta AT_{it}, \Delta CFO_{it}) \quad (1)$$

Um valor mais baixo desta medida, ou seja, um valor mais negativo, indica uma maior utilização dos *accruals* para compensar as flutuações dos fluxos de caixa, o que significa que os gestores alisam mais o fluxo dos resultados (Mendes et al., 2012). Leuz et al. (2003) dizem que os gestores podem utilizar o seu poder discricionário na contabilidade para esconder choques económicos dos fluxos de caixa das atividades operacionais da empresa. Por exemplo, podem acelerar o reconhecimento dos resultados futuros ou atrasar o reconhecimento de perdas atuais para esconderem o fraco desempenho atual. Igualmente podem não divulgar um bom desempenho atual com a intenção de criar reservas para o futuro. Em ambos os casos, os *accruals* atenuam as oscilações dos fluxos de caixa, logo existe uma correlação negativa entre as mudanças nos *Accruals* Totais e o CFO (Mendes et al., 2012).

A segunda medida, também a Leuz et al. (2003), corresponde ao desvio padrão do Resultado Operacional (RO) dividido pelo desvio padrão dos Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais (CFO):

$$EM2 = \frac{\sigma RO_{it}}{\sigma CFO_{it}} \quad (2)$$

Um valor baixo deste rácio, significa uma maior volatilidade do CFO, que tem subjacente um maior grau de alisamento (Mendes et al., 2012).

O Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais é calculado indiretamente, através da subtração dos *Accruals* Totais ao Resultado Operacional (Leuz et al., 2003).

Assim sendo, os *Accruals* Totais (AT) foram calculados da seguinte forma:

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

$$AT_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta CEC_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta DCP_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad (3)$$

Em que,

ΔAC_{it} = Variação do Ativo Corrente entre o ano t-1 e o ano t da empresa i,

ΔCEC_{it} = Variação Caixa e Equivalentes de Caixa entre o ano t-1 e o ano t da empresa i,

ΔPC_{it} = Variação do Passivo Corrente entre o ano t-1 e o ano t da empresa i,

ΔDCP_{it} = Variação da dívida de curto prazo incluída no passivo corrente entre o ano t-1 e o ano t da empresa i,

ΔTP_{it} = Variação dos impostos sobre rendimentos a pagar entre o ano t-1 e o ano t da empresa i,

Dep_{it} = Despesas de amortização e depreciação da empresa i no ano t.

Se uma empresa não possui informações sobre os impostos (TP) e dívida de curto prazo (DCP), então a variação em ambas as variáveis é assumida como sendo zero (Leuz et al., 2003). O índice i diz respeito à empresa ($i=1, \dots, 4511$) e o índice t ao ano ($t=2008, \dots, 2014$).

Com base nos valores apurados em (3), foram calculados os CFO (Leuz et al., 2003):

$$CFO_{it} = RO_{it} - AT_{it} \quad (4)$$

Onde,

CFO_{it} = Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais da empresa i no ano t,

RO_{it} = Resultado Operacional da empresa i no ano t,

AT_{it} = *Accruals* Totais da equação (3).

3.3. Modelo Empírico

O modelo empírico deste estudo consiste numa regressão linear múltipla, onde existem duas variáveis dependentes, o EM1 e o EM2. A variável independente é a variável *dummy* que define se a empresa é cotada (STATUS) e as variáveis de controlo são: dimensão (DIM), a rentabilidade (ROA), o nível de endividamento (END) e variáveis *dummy* para o setor (Setor) e país (País). Os valores considerados nas regressões foram as médias das variáveis do período amostral.

Assim, o modelo empírico deste estudo apresenta-se da seguinte forma:

$$EM_i = \beta_0 + \beta_1 STATUS_i + \beta_2 DIM_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 END_i + \beta_5 Setor_i + \beta_6 País_i + \varepsilon_i \quad (5)$$

Onde,

STATUS = variável *dummy* que define se a empresa é cotada;

DIM = dimensão média da empresa, que é medida pelo logaritmo natural do ativo total;

ROA = rentabilidade média da empresa, que é medida pelo rácio do resultado operacional a dividir pelo ativo total;

END = endividamento médio da empresa, que é medido pelo rácio do passivo total a dividir pelo ativo total;

Setor = conjunto de variáveis *dummy* para os diversos setores;

País = conjunto de variáveis *dummy* para os vários países.

3.3.1. Variável Independente

- **STATUS**

O facto de a empresa ser cotada ou não afeta a gestão de resultados (Campa & Camacho-Miñano, 2014). A maioria dos resultados da literatura diz que as empresas não cotadas apresentam níveis mais elevados de gestão de resultados, porque são menos monitorizadas (Ball & Shivakumar, 2005).

Em relação as empresas cotadas, estas reconhecem as perdas económicas de forma mais oportuna (Ball & Shivakumar, 2005). Apesar disso, as empresas cotadas nos países da Europa têm uma grande supervisão dos meios de comunicação e os custos de reputação e a sua estrutura de propriedade apresentam alguns atributos únicos que podem condicionar o seu comportamento de alisamento (Arnedo, Lizarraga, & Sánchez, 2007).

Assim sendo, o facto de a empresa ser cotada pode estar positivamente associado a um menor comportamento de alisamento de resultados. A variável STATUS é uma variável *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa for cotada e 0 caso contrário.

Então, a hipótese principal deste estudo é:

H1: As empresas cotadas alisam menos os seus resultados do que as não cotadas.

3.3.2. Variáveis de Controlo

Ao introduzir as variáveis de controlo seleccionadas pretende-se controlar a heterogeneidade dos processos de negócio das empresas, que poderiam afetar a magnitude dos *accruals* e as propriedades dos resultados reportados.

- Dimensão da empresa (DIM)

Em muitos estudos é uma das variáveis que afeta o comportamento do alisamento de resultados. Moses (1987) encontrou evidências que as grandes empresas têm um maior incentivo para alisar resultados do que as pequenas empresas. Ele argumenta que os grandes aumentos nos resultados podem ser percebidos como sinais de práticas monopolistas e que as grandes diminuições nos resultados podem ser percebidas como um sinal de crise. Também diz que as grandes flutuações para cima e para baixo do resultado das grandes empresas vão atrair uma maior atenção dos reguladores e analistas financeiros. Outro argumento para as grandes empresas envolverem-se em mais atividades de alisamento tem a ver com a grande variedade de instrumentos de alisamento que estas têm disponíveis, tais como as despesas de I&D e os itens não-correntes (Habib, 2005).

De forma antagónica, Ashari et al. (1994) dizem que as pequenas empresas têm mais incentivos para fazerem alisamento de resultados, porque estas são menos susceptíveis de serem objeto de escrutínio público. Isto acontece porque, as grandes empresas tendem a receber mais atenção por parte dos analistas e investidores, tendo menos incentivos para fazerem alisamento de resultados (Ashari et al., 1994). Albrecht & Richardson (1990) argumentam que os gestores das grandes empresas não beneficiam por sinalizarem o resultado alisado, porque as suas empresas estão sujeitas a um maior controlo por parte das agências governamentais e do público.

Portanto, a dimensão pode estar positivamente ou negativamente associado ao comportamento do alisamento de resultados. A dimensão da empresa vai ser então

medida pelo logaritmo natural do ativo total (por exemplo, Habib (2005) e Ashari et al. (1994)).

- Rendibilidade (ROA)

A capacidade de um gestor para alisar os resultados é em grande parte limitada pelo resultado potencial da empresa, apesar dos estudos de alisamento de resultados convencionais terem tipicamente o pressuposto de que um gestor tem capacidade ilimitada para alisar os resultados (Habib, 2005). Então, uma empresa que em sucessivos anos têm um fraco desempenho, terá menos instrumentos disponíveis para alisar os resultados. Por isso, as empresas mais rentáveis terão um maior potencial para alisarem os resultados (Habib, 2005). Antagonicamente, Ashari et al. (1994) fornecem evidências de que as empresas com uma baixa rendibilidade tendem a alisar mais os resultados.

Tendo em conta estes resultados, a rendibilidade pode estar positivamente ou negativamente associada ao comportamento do alisamento de resultados. Neste estudo, a rendibilidade é medida pelo rácio do resultado operacional a dividir pelo total dos ativos, tal como em Ashari et al. (1994). É ainda de salientar que o rácio não foi obtido diretamente da base de dados Amadeus, mas sim calculado à parte, para que não diminuísse o tamanho da amostra, devido à falta de informação.

- Nível de endividamento (END)

Quando as empresas obtêm dinheiro através de financiamento por dívida (sejam empréstimos bancários de longo prazo ou empréstimos obrigacionistas), ficam dependentes dos acordos de empréstimo ou das cláusulas contratuais (Habib, 2005). Se o custo de quebrar este acordo for bastante elevado, então em casos extremos, os

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

gestores vão comprometer-se em fazer alisamento para dar a impressão de que a empresa mantém um fluxo constante de resultados (Habib, 2005). Holthausen (1990) também afirma que quanto maior o nível de endividamento, maior é a probabilidade dos gestores escolherem procedimentos contabilísticos para aumentarem o resultado, através do seu alisamento.

Em suma, esta variável pode estar negativamente associada a um menor comportamento do alisamento de resultados. O endividamento é medido como o passivo total a dividir pelo ativo total, tal como em Habib (2005).

- Setor

Ronen & Sadan (1981) concluíram que empresas de diferentes setores alisam os seus resultados em distintos graus. Ou seja, um elevado grau de alisamento foi encontrado nas indústrias de petróleo e gás bem como na farmacêutica. No entanto, Albrecht & Richardson (1990) defendem que o alisamento de resultados está presente de uma forma bastante uniforme em vários setores da economia.

As empresas de diferentes setores enfrentam distintas condições económicas e operacionais, sendo que essas diferenças podem afetar a capacidade de alisamento de resultados das empresas. Foi considerado um conjunto de variáveis *dummy*, que tomam o valor 1 se a empresa pertencer a um determinado setor e o valor zero, caso contrário, de forma a controlar as diferenças entre setores de atividade.

- País

De forma a controlar a influência das diferentes características dos países foi utilizado um conjunto de variáveis *dummy*, que toma o valor de 1 quando a empresa está situada num dado país e zero caso contrário.

Em suma, com base no disposto anteriormente, espera-se que o coeficiente da variável STATUS tenha um sinal positivo e que o do END tenha um sinal negativo. Em relação as variáveis DIM e ROA, os coeficientes tanto pode ter um sinal positivo como negativo. As variáveis para cada empresa são calculadas como a média ao longo dos anos dos dados disponíveis.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1. Estatísticas Descritivas

O anexo 3 apresenta as estatísticas descritivas para as duas variáveis dependentes (EM1 e EM2) e para as três variáveis de controlo (DIM, END e ROA), quer para as empresas cotadas e não cotadas, quer para o total da amostra.

No que diz respeito ao total da amostra, verifica-se que a rendibilidade média corresponde a 7.5% e o endividamento médio a 33.4%. Em relação a primeira medida de alisamento, o EM1, tem o valor de -0.87, que vai de encontro com o estudo de Leuz et al. (2003), que era de -0.849. Como este valor é muito negativo, significa que há uma maior utilização dos *accruals* para compensar as flutuações do fluxo de caixa das atividades operacionais, indicando a presença de atividades de alisamento de resultados. Por outro lado, a segunda medida de alisamento, o EM2, apresenta um valor de 0.403, que é um valor relativamente mais baixo do que o encontrado no estudo de Leuz et al. (2003), que correspondia a 0.541. Esse valor, como está longe de 1, indica que existe uma grande volatilidade do CFO, indicado um maior grau de alisamento de resultados.

Passando agora à análise das empresas cotadas, verifica-se que em relação às não cotadas, têm um ROA médio ligeiramente mais baixo (7.2%) e um endividamento médio bastante mais reduzido (17.4%). Em relação à primeira medida de alisamento, as empresas cotadas obtiveram o valor de -0.79, enquanto as não cotadas, apresentam um valor negativo superior (-0.90). Isto significa que as empresas não cotadas têm um valor mais perto de -1, que se traduz na prática de mais alisamento de resultados, pois utilizam mais os *accruals* para compensarem as flutuações do CFO.

Por outro lado, ao analisar-se a segunda medida de alisamento de resultados, verifica-se que as empresas cotadas apresentam um valor superior (0.52), em relação às não cotadas (0.36). Assim, como as empresas não cotadas apresentam um valor mais baixo para esse rácio, significa que há uma maior volatilidade do CFO, tendo subjacente um maior grau de alisamento. Em suma, ambas as medidas orientam para a mesma conclusão: as empresas não cotadas alisam mais os seus resultados.

4.2. Teste de igualdade de médias

Como se verificou no tópico anterior, existem diferenças entre as empresas cotadas e não cotadas ao nível do grau de alisamento de resultados. De forma a afirmar se esta diferença é estatisticamente significativa, procedeu-se ao teste de igualdade de médias (anexos 4 e 5). Para se obter uma conclusão em relação à hipótese nula da igualdade de médias das variáveis dependentes (EM1 e EM2) das empresas cotadas e não cotadas, foi feito um teste paramétrico de igualdade de médias (*t-test* para amostras independentes), para ambas.

Desta forma verificou-se que o *p-value* para EM1 e EM2 tem o valor de zero, logo é inferior a 5%, indicando a rejeição da hipótese nula de igualdade de médias. Em

suma, podemos concluir que a diferença no nível de alisamento de resultados entre empresas cotadas e não cotadas é estatisticamente significativa.

4.3. Matriz de correlação de Pearson

No anexo 6, encontra-se a matriz de correlação de *Pearson* entre as variáveis de controlo e dependentes do modelo em estudo. Desta forma, verifica-se que as variáveis de controlo apresentam entre si uma baixa correlação e são todas estatisticamente significativas (*p-value* inferior a 5% e a 1%).

Porém, a correlação mais elevada nas variáveis de controlo é entre o END e o ROA (-18%), que significa que as empresas com um maior grau de endividamento têm um ROA mais baixo. Como as correlações entre as variáveis de controlo não são excessivas, pressupõe-se que não existem problemas de multicolinearidade.

A correlação entre as variáveis dependentes EM1 e EM2 é de aproximadamente 56%, o que indica que ambas as medidas de alisamento têm uma relação linear positiva.

Em relação à variável dependente EM1, verifica-se que tem uma correlação linear negativa com o ROA e o END, enquanto tem uma correlação linear positiva com a variável DIM. É importante ressaltar que, quanto mais elevado for o valor da medida, menor é a probabilidade das empresas praticarem alisamento de resultados. Isto significa que as empresas com um maior grau de endividamento, uma maior rentabilidade e de menor dimensão, utilizam mais os *accruals* para compensarem as flutuações do CFO, e portanto praticam mais atividades de alisamento.

Por outro lado, as conclusões em relação à variável dependente EM2 diferem das da variável EM1. Ou seja, tem uma correlação linear negativa com o DIM e o END e

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

uma correlação linear positiva com o ROA, o que sugere que nas empresas menos rentáveis, de maior dimensão e mais endividadas, existe uma maior volatilidade do CFO, que tem subjacente um maior grau de alisamento de resultados. Isto porque valores elevados para EM2 indicam pouca tendência para alisar os resultados por parte das empresas.

4.4. Análise dos resultados

A tabela 1 apresenta os principais resultados obtidos das duas regressões em estudo.

Tabela 1-Coeficientes do Modelo 1 e 2

Variáveis Independentes	Variáveis Dependentes	
	EM1	EM2
STATUS	0.1288*** (12.75)	0.1896*** (11.59)
DIM	-0.0236*** (-4.00)	-0.0746*** (-7.44)
ROA	-0.1265*** (-3.79)	-0.0158 (-0.27)
END	-0.0204** (-2.42)	-0.0847*** (-5.62)
<i>Dummy País</i>	Incluída	Incluída
<i>Dummy Setor</i>	Incluída	Incluída
Observações	4185	3079
R²	0.0686	0.1119
F	0.0000	0.0000

Variáveis: STATUS: Variável *dummy* com valor 1 se empresa é cotada em bolsa e valor 0 caso contrário; DIM: Log (Ativo Total); END: (Passivo Total/ Ativo Total); ROA: (Resultado Operacional/Ativo Total).

p<0.05- estatisticamente significativo a 5%, *p<0.01- estatisticamente significativo a 1%.

O valor entre parêntesis é o da estatística de teste.

Valores elevados de EM1 e EM2 indicam pouca tendência para alisar os resultados por parte das empresas. Ou seja, quanto mais elevado for o valor da medida, menor é a probabilidade das empresas praticarem alisamento de resultados.

Começando pela primeira regressão, onde a variável dependente é o EM1, verifica-se que o coeficiente para a variável STATUS apresenta um valor positivo e é

estatisticamente significativo. O que sugere que as empresas cotadas praticam menos atividades de alisamento do que as não cotadas, porque quanto maior o valor do EM1, menor é o grau de alisamento dos resultados.

Em relação às variáveis de controlo da primeira regressão, a DIM, o ROA e o END, são todas estatisticamente significativas e estão todas negativamente associadas à primeira medida de alisamento. O coeficiente da variável TAM tem um valor negativo, o que significa que as empresas de maior dimensão, em média, alisam mais os seus resultados. Por outro lado ao analisar-se o coeficiente da variável ROA, verifica-se que, em média, as empresas mais rentáveis alisam mais os seus resultados. Por fim, o coeficiente da variável END indica que as empresas, em média, com um maior nível de endividamento alisam mais os seus resultados.

Ao analisar a segunda regressão, onde a variável dependente é o EM2, o coeficiente para a variável STATUS apresenta um valor positivo e é estatisticamente significativo. Desta forma, reforça-se a ideia obtida dos resultados da regressão anterior, de que as empresas cotadas praticam menos atividades de alisamento do que as não cotadas, porque um valor mais elevado para esse rácio, tem implícito um menor grau alisamento de resultados.

Analisando agora os coeficientes das variáveis de controlo da segunda regressão, nota-se que o TAM e o END são estatisticamente significativos e têm ambas uma associação negativa em relação à segunda medida de alisamento de resultados. O que significa que as empresas de maior dimensão e com um maior nível de endividamento alisam mais os seus resultados. Por outro lado, contrariamente aos

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

resultados obtidos na regressão anterior, a variável ROA não é estatisticamente significativa, sendo que nada se pode concluir sobre ela.

Ao analisar-se os R^2 , verifica-se que o da primeira regressão tem o valor de 6.86%, enquanto o da segunda é de 11.19%. Isto significa que ambos os valores são reduzidos, mas a segunda regressão tem um maior poder explicativo.

Por fim, em ambas as regressões, verifica-se que o *p-value* do Teste F é de 0.0000, o que indica que os modelos que foram utilizados estão corretos e que as variáveis em conjunto são estatisticamente significativas a 5%.

4.5. Análise de Robustez

De forma a perceber se os resultados obtidos são robustos, procedeu-se a duas análises complementares: a exclusão das empresas do país com mais representatividade na amostra e a divisão dos países em dois grupos com características distintas.

4.5.1. Exclusão da Grã-Bretanha

Foram excluídas da amostra todas as empresas oriundas da Grã-Bretanha, dado representarem cerca de 45% do total. A tabela 2 apresenta os principais resultados desta análise.

Tabela 2: Coeficientes do Modelo 1 e 2 sem a Grã-Bretanha

	Variáveis Dependentes	
	EM1	EM2
Variáveis Independentes		
STATUS	0.1328*** (11.00)	0.1752*** (8.82)
DIM	-0.0336*** (-4.65)	-0.0786*** (-6.53)

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

ROA	-0.0399 (-0.83)	0.1172 (1.36)
END	-0.0121 (-1.01)	-0.1150*** (-5.64)
<i>Dummy País</i>	Incluída	Incluída
<i>Dummy Setor</i>	Incluída	Incluída
Observações	2332	1843
R²	0.0837	0.1249
F	0.0000	0.0000

Variáveis: **STATUS:** Variável *dummy* com valor 1 se empresa é cotada em bolsa e valor 0 caso contrário; **DIM:** Log (Ativo Total); **END:** (Passivo Total/ Ativo Total); **ROA:** (Resultado Operacional/Ativo Total).

***p<0.01- estatisticamente significativo a 1%.

O valor entre parêntesis é o da estatística de teste.

Valores elevados de EM1 e EM2 indicam pouca tendência para alisar os resultados por parte das empresas. Ou seja, quanto mais elevado for o valor da medida, menor é a probabilidade das empresas praticarem alisamento de resultados

O coeficiente da variável independente STATUS mantém-se positivamente relacionado com as variáveis dependentes EM1 e EM2 e é estatisticamente significativo a 1%. Porém, o valor do mesmo aumenta no segundo modelo, cerca de 4.7 pontos, dando mais ênfase a que uma empresa cotada alisa menos os seus resultados em comparação com as não cotadas. Desta forma, as conclusões do estudo permanecem inalteradas.

Em relação às variáveis de controlo do primeiro modelo, verifica-se que apenas a DIM é estatisticamente significativa, o sinal do coeficiente manteve-se negativo e o valor diminuí ligeiramente. Já em relação ao segundo modelo, as variáveis estatisticamente significativas são a DIM e o END, os sinais dos coeficientes conservam-se negativos e aumentam ambos tenuemente. Contudo, podemos concluir que a variável ROA não é estatisticamente significativa em nenhum dos modelos, sendo que não se podem retirar conclusões sobre a comparação do nível de rentabilidade e o alisamento de resultados.

4.5.2. Dois grupos de países com base nas características dos contabilistas

Os países foram agrupados consoante as características dos contabilistas, em dois grupos: Germânicos e Latinos vs. Nórdicos e Anglo Saxónicos. O porquê de os ter agrupado dessa forma está descrito na revisão da literatura. A tabela 3 apresenta de forma sucinta os principais resultados das duas regressões em estudo para esta análise.

Tabela 3: Coeficientes do modelo 1 e 2 para os dois grupos de países

Variáveis Independentes	Variável Dependente EM1		Variável Dependente EM2	
	Países Nórdicos e Anglo Saxónicos	Países Germânicos e Latinos	Países Nórdicos e Anglo Saxónicos	Países Germânicos e Latinos
STATUS	0.1163*** (8.66)	0.1408*** (9.82)	0.1714*** (7.49)	0.2051*** (8.90)
DIM	-0.0270*** (-3.42)	-0.0207** (-2.51)	-0.0617*** (-4.53)	-0.0857*** (-5.97)
ROA	-0.0373 (-0.62)	-0.1472*** (-3.54)	0.1486 (1.39)	-0.0820 (-1.11)
END	-0.0215 (-1.59)	-0.0179 (-1.63)	-0.1330*** (-5.64)	-0.0546*** (-2.72)
<i>Dummy País</i>	Incluída	Incluída	Incluída	Incluída
<i>Dummy Setor</i>	Incluída	Incluída	Incluída	Incluída
Observações	1655	2530	1341	1738
R²	0.0774	0.0662	0.1409	0.0892
F	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Variáveis: STATUS: Variável *dummy* com valor 1 se empresa é cotada em bolsa e valor 0 caso contrário; DIM: Log (Ativo Total); END: (Passivo Total/ Ativo Total); ROA: (Resultado Operacional/Ativo Total).

p<0.05- estatisticamente significativo a 5%, *p<0.01- estatisticamente significativo a 1%.

O valor entre parêntesis é o da estatística de teste.

Valores elevados de EM1 indicam pouca tendência para alisar os resultados por parte das empresas. Ou seja, quanto mais elevado for o valor da medida, menor é a probabilidade das empresas praticarem alisamento de resultados.

Em relação a variável independente STATUS, o seu coeficiente apresenta um valor positivo e estatisticamente significativo, indicando que para ambos os grupos, as empresas cotadas alisam menos os seus resultados. Logo independentemente das características da profissão de contabilística, as empresas cotadas alisam menos os seus resultados. No entanto, no grupo dos países Germânicos e Latinos o valor do coeficiente é mais elevado, sugerindo que a diferença ao nível do alisamento de resultados entre empresas cotadas e não cotadas é superior neste grupo de países.

Verifica-se que para ambos os grupos, o coeficiente da variável DIM tem o mesmo valor, sendo que este está negativamente associado com a primeira medida e é estatisticamente significativo. O END não é estatisticamente significativo em nenhum dos grupos, sendo que esta conclusão vai contra o que obtivemos na regressão da primeira medida do modelo base. Por fim, só no grupo dos países Germânicos e Latinos, é que o ROA é estatisticamente significativo e está negativamente associado com o EM1, o que indica que as empresas com maiores rendibilidades alisam mais os seus resultados.

Em relação a segunda medida, os coeficientes da variável STATUS de ambos os grupos têm um valor positivo e são estatisticamente significativos a 1%, reafirmando que as empresas cotadas têm uma menor prática de alisamento de resultados. Porém, uma vez mais, as empresas do grupo dos países Germânicos e Latinos obtêm um maior valor para este coeficiente, reforçando a ideia da regressão anterior.

Em ambos os grupos, os coeficientes das variáveis DIM e END estão negativamente associadas com a medida EM2 e são estatisticamente significativos a 1%. O valor do coeficiente do ROA não é estatisticamente significativo, tal como

averiguamos nas conclusões do modelo base. As empresas do grupo dos países Nórdicos e Anglo Saxónicos possuem um valor mais elevado para a DIM e o grupo dos países Latinos e Germânicos para o END. Ou seja, os resultados sugerem que nos países Nórdicos e Anglo Saxónicos, as empresas de maior dimensão alisam menos os seus resultados do que o outro grupo. Enquanto nos países Latinos e Germânicos, as empresas com um grau de endividamento mais alto, alisam menos os seus resultados do que o grupo análogo.

Por fim, em todos os modelos o teste-F tem um *p-value* de 0.0000, que é inferior a 5%, o que significa que os modelos utilizados estão corretos.

5. CONCLUSÃO

Este trabalho é uma extensão dos estudos de alisamento de resultados anteriores, focando-se na questão da comparação entre empresas cotadas com as não cotadas.

A principal conclusão que se pode retirar é que, as empresas cotadas praticam em menor grau atividades de alisamento de resultados, do que as não cotadas. Ao analisarem-se as variáveis de controlo, concluiu-se que o tamanho e o grau de endividamento são estatisticamente significativas e que, têm ambas uma associação negativa em relação às duas métricas de alisamento de resultados, o que sugere que as empresas de maior dimensão e com um maior nível de endividamento alisam mais os seus resultados.

Estes resultados são robustos, pois ao retirar-se o país com maior representatividade da amostra (Grã-Bretanha) e agrupando os países em dois grupos

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

(Nórdicos e Anglo Saxónicos vs. Germânicos e Latinos), as conclusões sobre o grau de alisamento das empresas cotadas e não cotadas permanecem as mesmas.

A principal limitação do estudo tem a ver com exclusão de alguns países da análise, devido à falta de informação e ao período amostral incluir anos de crise económica e financeira que poderão afetar os resultados obtidos sobre as variáveis necessárias ao estudo das empresas dos mesmos.

Como pistas de investigação futura, seria interessante analisar e comparar o alisamento de resultados das empresas cotadas com as não cotadas, mas usando a metodologia de Eckel (1981), de forma a perceber se as conclusões permanecem inalteradas. Esta metodologia tem a vantagem de agrupar em dois grupos, empresas que alisam e não alisam os resultados.

Também podia fazer-se uma comparação do nível de alisamento de resultados entre dois períodos, nomeadamente, antes e depois da adoção das IFRS, de forma a verificar a sua evolução, e entre pequenas e grandes empresas da União Europeia.

BIBLIOGRAFIA

- Aerts, W., Cheng, P., & Tarca, A. (2013). Management's Earnings Justification and Earnings Management under Different Institutional Regimes. *Corporate Governance (Oxford)*, 21(1), 93–115.
- Albrecht, W. D., & Richardson, F. M. (1990). Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(5), 713–730.
- Arnedo, L., Lizarraga, F., & Sánchez, S. (2007). Does public/private status affect the level of earnings management in code-law contexts outside the United States? A study based on the Spanish case. *International Journal of Accounting*, 42(3), 305–328.
- Ashari, N., Koh, H. C., Tan, S. L., & Wong, W. H. (1994). Factors Affecting Income Smoothing Among Listed Companies in Singapore. *Accounting and Business Research*, 24(96), 291–301.
- Atik, A. (2009). Detecting income-smoothing behaviors of Turkish listed companies through empirical tests using discretionary accounting changes. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(5), 591–613.
- Ayres, F. L. (1994). Perceptions of earnings quality: What managers need to know. *MANAGEMENT ACCOUNTING-NEW YORK-*, 75, 27.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Ball, R., Kothari, S. P., Robin, A., Biddle, G., Carsberg, S. B., Collins, D., ... Zimmerman, J. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Financial Economics*, 29, 1–51.

Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83–128.

Bao, B. H., & Bao, D. H. (2004). Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(9-10), 1525–1557.

Barnea, A., Ronen, J., & Sadan, S. (1975). The implementation of accounting objectives: An application to extraordinary items. *Accounting Review*, 58–68.

Beattie, V., Brown, S., Ewers, D., John, B., Manson, S., Thomas, D., & Turner, M. (1994). Extraordinary items and income smoothing: a positive accounting approach. *Journal of Business Finance & Accounting*, 21(6), 791–811.

Bouwman, C. H. S. (2014). Managerial optimism and earnings smoothing. *Journal of Banking and Finance*, 41(1), 283–303.

Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983–1016.

Cahan, S. F., Liu, G., & Sun, J. (2008). and Earnings Informativeness, 7(1), 1–24.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Campa, D., & Camacho-Miñano, M.-M. (2014). Earnings management among bankrupt non-listed firms: evidence from Spain. *Spanish Journal of Finance and Accounting / Revista Española de Financiación Y Contabilidad*, 43(1), 3–20.

Chaney, P. K., & Lewis, C. M. (1998). Income smoothing and underperformance in initial public offerings, 1–29.

Daske, H., Gebhardt, G., & McLeay, S. (2006). The distribution of earnings relative to targets in the European Union. *Accounting and Business Research*, 36(3), 137–167.

Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344–401.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2), 235–250.

DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115–139.

Eckel, N. (1981). The income smoothing hypothesis revisited. *Abacus*, 17(1), 28–40.

Elgers, P. T., Pfeiffer, R. J., & Porter, S. L. (2003). Anticipatory income smoothing: A re-examination. *Journal of Accounting and Economics*, 35(3), 405–422.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Fudenberg, D., & Tirole, J. (1995). A theory of income and dividend smoothing based on incumbency rents. *Journal of Political Economy*, 75–93.

Givoly, D., & Ronen, J. (1981). “Smoothing” manifestations in fourth quarter results of operations: some empirical evidence. *Abacus*, 17(2), 174–193.

Goel, A. M., & Thakor, A. V. (2003). Why Do Firms Smooth Earnings?*. *The Journal of Business*, 76(1), 151–192.

Gray, S. J. (1988). Towards a theory of cultural influence on the development of accounting systems internationally. *Abacus*, 24(1), 1–15.

Habib, A. (2005). Firm-Specific Determinants of Income Smoothing in Bangladesh: An Empirical Evaluation. *Advances in International Accounting*, 18(05), 53–71.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405–440.

Hector, G. (1989). Cute tricks on the bottom line. *Fortune*, 119(9), 193.

Herrmann, D., & Inoue, T. (1996). Income smoothing and incentives by operating condition: An empirical test using depreciation changes in Japan. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 5(2), 161–177.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Holthausen, R. W. (1990). Accounting method choice: Opportunistic behavior, efficient contracting, and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics*, 12(1), 207–218.

Huang, P., Zhang, Y., Deis, D. R., & Moffitt, J. S. (2009). Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? *Journal of Banking and Finance*, 33(2), 224–233.

Jordan, C. E., & Clark, S. J. (2011). Big bath earnings management: the case of goodwill impairment under SFAS No. 142. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 20(2).

Karmon, D. J., & Lubwama, W. K. (1997). An Events-Study Approach to Detecting Income- Smoothing Activities : Some Evidence from Multinational Corporations, 6(1), 75–95.

Koch, B. S. (1981). Income smoothing: An experiment. *Accounting Review*, 574–586.

Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: An international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.

Mendes, C. A., Rodrigues, L. L., & Esteban, L. P. (2012). Evidence of earnings management using accruals as a measure of accounting discretion. *Tékhné*, 10(1), 3–14.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Moses, O. D. (1987). Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *Accounting Review*, 358–377.

Prencipe, A., Bar-Yosef, S., Mazzola, P., & Pozza, L. (2011). Income smoothing in family-controlled companies: Evidence from Italy. *Corporate Governance*, 19(6), 529–546.

Ronen, J., & Sadan, S. (1981). Smoothing Income Numbers: Objectives, Means And Implications (Addison-Wesley Paperback Series In Accounting) Author: Josh.

Schrand, C. M., & Zechman, S. L. C. (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53(1), 311–329.

Sun, J. (2011). The Effect of Analyst Coverage on the Informativeness of Income Smoothing. *International Journal of Accounting*, 46(3), 333–349.

Trueman, B., & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 127–139.

Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does income smoothing improve earnings informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251–270.

Vander Bauwhede, H., Willekens, M., & Gaeremynck, A. (2003). Audit firm size, public ownership, and firms' discretionary accruals management. *The International Journal of Accounting*, 38(1), 1–22.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Yu, F. F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245–271.

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

ANEXOS

Anexo 1: Total de empresas por país

	País	Total da Amostra	%	Empresas cotadas	%	Empresas não cotadas	%
1	Suíça	50	1,11%	37	3,74%	13	0,37%
2	Alemanha	302	6,69%	195	19,70%	107	3,04%
3	Espanha	169	3,75%	50	5,05%	119	3,38%
4	Finlândia	270	5,99%	49	4,95%	221	6,28%
5	França	706	15,65%	200	20,20%	506	14,37%
6	Grã-Bretanha	2049	45,42%	310	31,31%	1739	49,39%
7	Itália	500	11,08%	25	2,53%	475	13,49%
8	Países Baixos	73	1,62%	22	2,22%	51	1,45%
9	Suécia	392	8,69%	102	10,30%	290	8,24%
	TOTAL	4511		990	21,95%	3521	78,05%

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Anexo 2: Total de empresas por setor de atividade

Sector		Total da amostra	%	Empresas cotadas	%	Empresas não cotadas	%
A.	Agricultura, silvicultura e pesca	43	0,95%	4	0,40%	39	1,11%
B.	Minas e pedreiras	39	0,86%	18	1,82%	21	0,60%
C.	Indústria	1223	27,11%	247	24,95%	976	27,72%
D.	Eletricidade, gás, vapor e ar frio	55	1,22%	11	1,11%	44	1,25%
E.	Abastecimento de água, saneamento, gestão de resíduos e despoluição	41	0,91%	6	0,61%	35	0,99%
F.	Construção	276	6,12%	47	4,75%	229	6,50%
G.	Comércio por grosso e a retalho, reparação de veículos automóveis e motociclos	810	17,96%	86	8,69%	724	20,56%
H.	Transportes e armazenagem	190	4,21%	28	2,83%	162	4,60%
I.	Alojamento e restauração	115	2,55%	19	1,92%	96	2,73%
J.	Informação e comunicação	312	6,92%	107	10,81%	205	5,82%
L.	Atividades imobiliárias	68	1,51%	14	1,41%	54	1,53%
M.	Atividades profissionais, científicas e técnicas	827	18,33%	328	33,13%	499	14,17%
N.	Atividades de serviços administrativos e de apoio	332	7,36%	47	4,75%	285	8,09%
Q.	Saúde humana e atividades de ação social	66	1,46%	8	0,81%	58	1,65%
R.	Artes, entretenimento e recreação	68	1,51%	15	1,52%	53	1,51%
S.	Outras atividades de serviços	45	1,00%	5	0,51%	40	1,14%
T.	Atividades das famílias empregadoras, produtos indiferenciados e serviços- atividades de produção para uso próprio	1	0,02%	0	0,00%	1	0,03%
Total		4511		990		3521	

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Anexo 3: Estatísticas Descritivas

Painel A – Total das Empresas					
Variável	Obs	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	4511	.0745582	.1148287	-1.138534	1.617983
DIM	4511	5.21126	.6773515	1.838265	7.61361
END	4511	.3336411	.4542228	-.7527376	2.523958
EM1	4185	-.8770987	.2346773	-1	1
EM2	3079	.402679	.3478694	.0056003	4.345116

Painel B – Empresas Cotadas					
Variável	Obs	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	990	.0722661	.1014591	-1.138534	1.617983
DIM	990	5.748888	.7284177	3.892012	7.61361
END	990	.1740979	.3398141	-.746694	2.066262
EM1	959	-.7928477	.2760855	-1	1
EM2	830	.5185815	.4453288	.0132087	4.345116

Painel C – Empresas não Cotadas					
Variável	Obs	Média	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
ROA	3521	.0752027	.1183214	-.6442325	1.524197
DIM	3521	5.060096	.578459	1.838265	7.374996
END	3521	.3784999	.4719422	-.7527376	2.523958
EM1	3226	-.9021442	.2146385	-1	1
EM2	2249	.3599049	.2928632	.0056003	2.551879

Anexo 4: Teste de igualdade de médias para EM1

Empresas	Obs	EM1
Empresas Cotadas	959	-.7928477
Empresas não Cotadas	3226	-.9021442
t		12.9111
Graus de liberdade		4183
<i>p-value</i>		0.0000

Márcia Fernandes, Quais são as empresas da União Europeia que praticam um maior grau de alisamento de resultados: Cotadas ou Não Cotadas?

Anexo 5: Teste de igualdade de médias para EM2

Empresas	Obs	EM2
Empresas Cotadas	830	.5185815
Empresas não Cotadas	2249	.3599049
t		11.4668
Graus de liberdade		3077
<i>p-value</i>		0.0000

Anexo 6: Matriz de Correlação de Pearson

	ROA	DIM	END	EM1	EM2
ROA	1.0000				
DIM	-0.0894***	1.0000			
END	-0.1814***	-0.0436***	1.0000		
EM1	-0.0372**	0.0307**	-0.0729***	1.0000	
EM2	0.0450**	-0.0395**	-0.1689***	0.5609***	1.0000

p<0.05-estatisticamente significativo a 5%, *p<0.01-estatisticamente significativo a 1%.