



**SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
LISBON**

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE DOS
RESULTADOS**

JOÃO MANUEL BORGES MAIA

OUTUBRO – 2014



**SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT
LISBON**

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

**O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA NA QUALIDADE DOS
RESULTADOS**

JOÃO MANUEL BORGES MAIA

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS DA SILVA

PROFESSORA DOUTORA INÊS MARIA GALVÃO TELES FERREIRA DA FONSECA PINTO

OUTUBRO – 2014

Resumo

Este estudo pretende analisar o impacto da atual crise financeira na qualidade dos resultados relatados em empresas não cotadas europeias. A amostra é constituída por 86.161 observações empresa-ano de Portugal, Espanha, Irlanda Itália, Grécia, Alemanha e França, para o período entre 2003 a 2012. Os resultados sugerem que a crise financeira não tem impacto no nível de conservadorismo utilizado pelas empresas não cotadas no seu relato financeiro. Os resultados indicam também que as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora do que as empresas dos países com ajuda financeira.

Palavras-chave: Qualidade de resultados, crise financeira, conservadorismo e empresas não cotadas

Abstract

This study pretends to analyze the impact of the current financial crisis on earning quality reported by unlisted European companies. The sample contains 86.161 firm-year observations from Portugal, Spain, Ireland, Italy, Greece, Germany and France, between the period of 2003 and 2012. Results suggest that the financial crisis has no impact at the level of conservatism used by unlisted companies on their financial report. Results also indicate that unlisted companies from countries without financial help report more conservative financial information than the companies from countries with financial help.

Keywords: Earnings quality, financial crisis, conservatism and unlisted firms

Agradecimentos

Às orientadoras Professora Doutora Cristina Gaio e à coorientadora Doutora Inês Pinto por toda a disponibilidade, pelos comentários e sugestões dadas que contribuíram para a realização e enriquecimento deste trabalho.

Aos meus pais e namorada, por todo o apoio e motivação que me deram no decorrer desta importante etapa.

Índice

Resumo.....	i
<i>Abstract</i>	ii
Agradecimentos.....	iii
Lista de tabelas	v
Lista de abreviaturas	vi
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura	3
2.1. Qualidade da Informação Financeira e Conservadorismo.....	3
2.2. Crise Financeira e Qualidade dos Resultados	8
2.2.1. Impacto da Crise Asiática na Qualidade dos Resultados	9
2.2.2. Impacto da Crise Financeira Atual na Qualidade dos Resultados.....	10
3. Dados e Metodologia	13
3.1. Hipóteses em Estudo	13
3.2. Seleção da amostra	15
3.3. Metodologia adotada.....	18
4. Resultados	21
4.1. Estatística Descritiva.....	21
4.2. Matriz de correlação.....	23
4.3. Análise dos resultados.....	24
5. Conclusões	27
5.1. Síntese global do estudo.....	27
5.2. Limitações do estudo.....	28
5.3. Sugestões de Pesquisas Futuras.....	29
Referências Bibliográficas	30
Anexos.....	33

Lista de tabelas

Tabela 1: Composição da amostra por indústria e período	17
Tabela 2: Composição da amostra por país e período	18
Tabela 3: Estatísticas Descritivas	22
Tabela 4: Matriz da correlação das variáveis	23
Tabela 5: Regressão para o impacto da crise na qualidade dos resultados das empresas não cotadas	24
Tabela 6: Regressão para as diferenças do nível de conservadorismo entre as empresas não cotadas dos países com e sem ajuda financeira	26

Lista de abreviaturas

UE – União Europeia

NAICS – *North American Industry Classification System*

Δ NI – Variação do *Net Income*

PIB – Produto Interno Bruto

Índice de Anexos

Anexo 1: Crescimento do PIB (% anual)	33
Anexo 2: Estatísticas Descritivas.....	34

1. Introdução

A atual crise da dívida que a União Europeia (UE) atravessa, proporciona uma oportunidade única de estudar a relação existente entre a crise financeira e a qualidade da informação financeira divulgada pelas empresas não cotadas. A divulgação de informação financeira de qualidade é um elemento fundamental, representando a principal fonte de informação utilizada pelos utentes para a tomada de decisões, perante um ambiente económico marcado pela incerteza e volatilidade dos mercados.

Em períodos de crise, os gestores podem ter a tendência para aproveitar a subjetividade e flexibilidade presentes nas normas e princípios contabilísticos para melhorar o desempenho da empresa e reduzir os efeitos da crise tendo como resultado a informação financeira prestada não refletir a realidade em que a empresa se encontra.

Nos últimos anos têm existido vários escândalos financeiros em que os gestores divulgaram informação falsa, a Enron é um exemplo disso, e adotaram práticas contabilísticas e fiscais fraudulentas. Segundo LaFond & Watts (2008), o relato financeiro conservador permite reduzir a capacidade do gestor para a prática destes comportamentos oportunistas. Também Watts (2003a) considera que o conservadorismo é benéfico para os utilizadores da informação financeira, sugerindo várias determinantes para a sua existência: a contratação, os custos de litígio entre acionistas, os impostos e a regulação contabilística.

Assim, este estudo tem como objetivo analisar a relação existente entre a crise financeira atual e a qualidade dos resultados das empresas não cotadas europeias, utilizando o conservadorismo como medida da qualidade dos resultados.

Também é pretendido analisar se durante a crise, as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira apresentam relatos financeiros mais conservadores em relação às empresas não cotadas dos países com ajuda financeira.

Para a realização deste estudo utilizou-se uma amostra de dados retirados da base de dados Amadeus, constituída por 86.161 observações empresa-ano de empresas não cotadas pertencentes a Portugal, Espanha, França, Irlanda, Grécia, Alemanha e Itália, para o período de 2003 a 2012. Para esta análise foi utilizado o modelo de Basu (1997) modificado por Ball & Shivakumar (2005) que permite medir o nível de conservadorismo utilizado pelas empresas não cotadas da amostra.

Os resultados obtidos mostram que não existe diferença no nível de conservadorismo utilizado entre os 2 períodos em análise (pré-crise e crise), sugerindo que a crise financeira não tem impacto no nível de conservadorismo adotado pelas empresas não cotadas no seu relato financeiro. Através dos resultados também é possível concluir que as empresas não cotadas dos países com ajuda financeira não relatam informação financeira mais conservadora em comparação com os países sem ajuda financeira.

As principais motivações deste estudo são o facto da crise financeira ser um tema da atualidade e serem escassos os estudos que abordam o impacto da crise nas empresas não cotadas. A qualidade da informação financeira, também é um tema de elevada relevância e ainda pouco estudado no âmbito das empresas não cotadas.

As principais contribuições deste estudo são, o facto de analisar a relação existente entre a atual crise e o conservadorismo; utilizar uma amostra de empresas não cotadas pertencentes a Portugal, Espanha, França, Irlanda, Grécia, Alemanha e Itália durante um período relevante de tempo (2003 a 2012). Para além disso, é analisado e

comparado o impacto da crise entre os países com ajuda financeira e sem ajuda financeira.

O restante trabalho é constituído por 4 capítulos. O segundo capítulo apresenta a revisão da literatura, onde são apresentados os principais estudos anteriores que suportam este estudo. No terceiro capítulo são definidas as hipóteses em estudo, a amostra utilizada e a metodologia adotada. No capítulo quatro são apresentadas as estatísticas descritivas dos dados utilizados e analisados os resultados obtidos. Por fim, no último capítulo, são apresentadas as principais conclusões deste estudo, limitações e possíveis investigações futuras.

2. Revisão da Literatura

A qualidade da informação financeira, e em particular dos resultados, é um tema da atualidade, ao qual os investidores atribuem um elevado grau de importância, devido à necessidade de tomar decisões, num contexto económico marcado pela incerteza e volatilidade dos mercados, resultante da atual crise financeira que a UE atravessa.

Neste capítulo serão abordados dois tópicos: a qualidade da informação financeira e conservadorismo, e o impacto da crise financeira na qualidade dos resultados.

2.1. Qualidade da Informação Financeira e Conservadorismo

A informação contabilística desempenha um papel cada vez mais importante na vida empresarial, pois é com base na contabilidade que são tomadas grande parte das decisões (Corina & Miculescu, 2012). Silva, Chavez, & Lopez-Lubian (2013) afirmaram que a divulgação de informação financeira de qualidade é um elemento de *corporate governance* indispensável para o funcionamento eficiente dos mercados

financeiros, permitindo fornecer informação que facilita a alocação de recursos pelos investidores e a execução de contratos.

Francis, Schipper, & Vincent (2003) defenderam que os resultados contabilísticos são a principal métrica de *performance*, utilizada pelos investidores, para avaliar as várias possibilidades de investimento disponíveis, no mercado de capitais. Assim, para que a informação financeira seja útil, na tomada de decisões, esta deve ser de qualidade (Ball & Shivakumar, 2005).

Para medir a qualidade da informação financeira Francis, LaFond, Olsson, & Schipper (2004) propuseram dois conjuntos de medidas. O primeiro conjunto integra as medidas baseadas em dados contabilísticos (qualidade dos *accruals*, persistência, previsibilidade e *smoothness*) que apenas utilizam dados provenientes da contabilidade. O segundo conjunto inclui as medidas baseadas em dados do mercado de capitais (relevância, tempestividade e conservadorismo), sendo estas resultantes da combinação de dados extraídos da contabilidade e do mercado.

Para a realização deste trabalho utilizou-se o conservadorismo, como medida da qualidade dos resultados. Basu (1997) interpretou o conservadorismo como a necessidade de um maior nível de verificação para o reconhecimento das boas notícias em relação às más notícias. Assim, os resultados refletem mais atempadamente as perdas do que os ganhos. Segundo Watts (2003a) quanto maior a diferença no nível de verificação dos ganhos em relação às perdas, maior será o nível de conservadorismo utilizado. Para medir esta característica da qualidade dos resultados, Basu (1997) desenvolveu um modelo em que associa os retornos anuais positivos das ações aos ganhos, assim como os retornos anuais negativos das ações às perdas, dado que os retornos das ações refletem a informação de forma imediata.

Existem várias explicações para a existência do conservadorismo. Watts (2003a) é um dos principais defensores do conservadorismo, tendo afirmando ser benéfico para os utilizadores da informação financeira, sugerindo várias razões para a sua existência, nomeadamente: a contratação, os custos de litígio entre acionistas, os impostos e a regulação contabilística, sendo que Watts (2003b) sugeriu a contratação e os custos de litígio como as principais.

Os contratos realizados entre as partes utilizam informação contabilística, tendo como objetivo a redução dos comportamentos oportunistas dos gestores e dos custos de agência. Segundo Watts & Zimmerman (1986) os custos de agência surgem quando os gestores estão mais motivados em melhorar o seu bem-estar em detrimento do valor da empresa. De forma semelhante LaFond & Watts (2008, p. 448) argumentaram que “o relato financeiro conservador é um mecanismo de *governance* que permite reduzir a capacidade do gestor para manipular e exagerar no desempenho financeiro bem como aumentar os *cash flows* e o valor da empresa”.

Watts (2003a) referiu concretamente três tipos de contratos: os contratos de dívida, de compensação de executivos e de *governance*. Nos contratos de dívida, os credores estão interessados em avaliar se a empresa dispõe de ativos líquidos suficientes para cobrir os empréstimos concedidos, pretendendo antecipar todas as possíveis perdas e não os ganhos não verificados. Nos contratos de compensações dos executivos, na ausência de um requisito de verificação, os gestores tem tendência a fazer estimativas dos *cash flows* futuros mais elevadas, motivados pelo recebimento de prémios de compensação. Por fim, nos contratos de *governance*, o requisito de verificação assimétrica das perdas em relação aos ganhos, permite à administração analisar as causas que originaram essas perdas, mais atempadamente. Na ausência deste requisito,

os gestores teriam incentivos para não divulgarem as perdas ocorridas, devido ao receio de serem despedidos antes do contrato terminar.

Segundo o mesmo autor, quanto aos custos de litígio, os gestores e auditores têm incentivos para divulgarem resultados e ativos líquidos mais conservadores, devido aos custos judiciais serem mais elevados quando os resultados e ativos líquidos estão sobreavaliados do que subavaliados. Quanto aos impostos, estes são determinados com base nos resultados, existindo incentivos para a prática do conservadorismo tendo em vista o diferimento de resultados para o futuro.

Outros autores estudaram os benefícios da adoção de práticas contabilísticas conservadoras nos mercados financeiros. Kim, Li, Pan, & Zuo (2013) estudaram o papel da contabilidade conservadora no mercado de capitais num ambiente de SEO (*Seasoned Equity Offering*). Os autores concluíram que as empresas com maior grau de conservadorismo apresentam reações menos negativas aos anúncios da SEO, e que o conservadorismo é uma importante ferramenta permitindo atenuar o impacto negativo da assimetria de informação e diminuir os custos de financiamento. Lara, Osma, & Penalva, (2010) chegaram a uma conclusão semelhante que existe uma relação negativa entre o conservadorismo e o custo do capital.

Vários estudos direcionaram-se para os benefícios do conservadorismo no mercado de dívida. Beatty, Weber, & Yu (2008) concluíram que existe uma relação negativa entre as alterações nos contratos de dívida e a procura de relatos financeiros mais conservadores, quando os custos de agência são mais elevados.

Zhang (2008) estudou os benefícios contratuais do conservadorismo quer para os credores quer para devedores. O autor concluiu que ambas as partes beneficiam, isto é,

os credores conhecem mais atempadamente os riscos de incumprimento, enquanto os devedores poderão beneficiar à partida de menores taxas de juros.

Hui, Matsunaga, & Morse (2009) estudaram se o nível de conservadorismo utilizado na contabilidade tem impacto nas previsões da gestão. Os autores encontraram uma relação negativa significativa entre o conservadorismo e o número de previsões realizadas, devido aos gestores ajustarem as suas previsões ao nível de conservadorismo do sistema de contabilidade, o que sugere que as previsões da gestão podem ser substituídas pelo adoção de um maior nível de conservadorismo, permitindo assim reduzir as assimetrias de informação no mercado e a incerteza dos resultados futuros.

Existem ainda poucos estudos que analisaram a qualidade da informação financeira nas empresas não cotadas. Ball & Shivakumar (2005) estudaram se as empresas cotadas apresentam melhor qualidade dos resultados em comparação com as empresas não cotadas do Reino Unido, usando o conservadorismo como medida da qualidade dos resultados, no período de 1990 a 2000. Os resultados desse estudo revelaram que, apesar das empresas cotadas e não cotadas estarem sujeitas às mesmas regulações de auditoria, de contabilidade e de impostos, as empresas cotadas apresentam melhor qualidade dos resultados devido à maior procura de relato financeiro em comparação com as empresas não cotadas, onde a informação é comunicada mais internamente.

Hope, Thomas, & Vyas (2013), à semelhança do estudo anterior, compararam a qualidade do relato financeiro entre as empresas cotadas e não cotadas nos Estados Unidos, no período de 2001 a 2009. Concluíram que as empresas cotadas têm maior qualidade de *accruals* e são mais conservadoras em relação às empresas não cotadas. Os autores concluíram ainda que existe um decréscimo do nível de conservadorismo

utilizado nas empresas cotadas em relação às empresas não cotadas quando: atingem os objetivos de resultados, têm menor nível de endividamento ou não emitiram dívida no ano anterior.

O estudo elaborado por Miranda (2013) também foi direcionado para as empresas não cotadas, tendo a autora investigado a relação existente entre a qualidade de resultados e a qualidade de auditoria, nas empresas não cotadas europeias, no período de 2005 a 2011, utilizando os *accruals* como medida da qualidade de resultados. Concluiu que as empresas que são auditadas por uma auditora Big 4 apresentam menor qualidade de resultados comparativamente às empresas auditadas por uma auditora não Big 4. Os resultados sugerem também que as empresas não cotadas de maior dimensão e que apresentam pior desempenho económico, dispõem de melhor qualidade nos resultados divulgados.

2.2.Crise Financeira e Qualidade dos Resultados

Crăciun & Ochea (2014) definem a crise económica como uma situação caracterizada por uma acentuada instabilidade, que origina volatilidade e um aumento da incerteza do ambiente de negócio. As principais razões para a sua existência podem ser de natureza financeira, política ou social. Os autores afirmam ainda que é difícil determinar quando é que uma crise financeira se torna económica, ou quando uma crise económica se torna financeira, considerando que a crise financeira é uma manifestação da crise económica, refletindo-se no sistema financeiro através, por exemplo, do decréscimo do volume de transações no mercado de ações. Lang & Maffett (2011) concluíram que, durante a crise, a variabilidade da liquidez aumenta, especialmente em empresas com menor transparência no seu relato financeiro.

2.2.1. Impacto da Crise Asiática na Qualidade dos Resultados

Foram vários os estudos que analisaram o impacto da crise Asiática na qualidade da informação contabilística, nomeadamente no conservadorismo. (Kaminsky & Schmukler, 1999; Kodres & Pritsker, 2002) sugerem que em períodos de crise, os investidores são mais sensíveis ao recebimento de más notícias. Assim, as empresas encontram-se mais pressionadas a divulgar boas notícias, de forma a reduzir a incerteza e o efeito de contágio resultante da crise.

Vichitsarawong, Eng, & Meek (2010) estudaram o impacto da crise Asiática de 1997 no conservadorismo e na tempestividade dos resultados em Hong Kong, Malásia, Singapura e Tailândia, relativamente ao período de 1995-2004. Os resultados sugerem que o conservadorismo e a tempestividade dos resultados durante a crise são baixos. No entanto, após o período da crise verificou-se uma melhoria destas características da qualidade dos resultados, devido à melhoria do mecanismo de *corporate governance* e melhorias na regulação e supervisão.

Outro estudo direcionado para o impacto da crise no conservadorismo foi das autoras Warganegara & Vionita (2010), que estudaram os efeitos do conservadorismo antes e após a crise financeira Asiática na Indonésia, obtendo conclusões semelhantes. Antes da crise, os resultados contabilísticos não evidenciavam ser conservadores, contudo, no período pós-crise, verificaram-se algumas melhorias, embora estas não tenham sido significativas. As autoras argumentam que existe falta de incentivos aos gestores, no que concerne à preparação de demonstrações financeiras que apresentem melhores níveis de qualidade, no período subsequente à crise.

Herrmann, Pornupatham, & Vichitsarawong (2008) estudaram as diferenças no nível de conservadorismo adotado por empresas auditadas pelas Big 4 e não Big 4

durante e após o período de crise financeira na Tailândia. Os autores concluíram que, durante a crise financeira, as empresas auditadas pelas Big 4 são mais conservadoras do que as auditadas pelas não Big 4. A principal justificação deve-se, ao facto das empresas auditadas pelas Big 4 serem de maior dimensão, tendo como resultado níveis de endividamento e risco de litígio superiores. Deste modo, são-lhes exigidos maiores níveis de conservadorismo, procurando evitar riscos legais e preservar a qualidade da auditoria. Após a crise, os autores não verificaram diferenças significativas, no nível de conservadorismo adotado, entre as empresas auditadas por uma Big 4 e não Big 4, devido à adoção das IAS, aos melhoramentos na aplicação da contabilidade e da auditoria e à implementação de políticas de *corporate governance* adicionais.

Em suma, os resultados dos estudos apresentados anteriormente sugerem que, durante a crise Asiática, a qualidade dos resultados, nomeadamente o conservadorismo, diminuíram devido à maior pressão das empresas para divulgarem boas notícias. Após a crise, embora existam algumas melhorias, devido nomeadamente à introdução de mecanismos de *corporate governance*, as melhorias não foram significativas devido à falta de incentivos à preparação de informação de melhor qualidade.

2.2.2. Impacto da Crise Financeira Atual na Qualidade dos Resultados

A atual crise financeira teve início nos Estados Unidos, no ano de 2008, e as principais razões para a sua origem foram o incontrolado *boom* imobiliário e o consumismo, impulsionados pela abundância de capital e baixas taxas de juro (Pettis, 2013). Esta crise propagou-se rapidamente por todo o mundo devido à globalização e à integração dos mercados financeiros, tendo como resultado a intensificação da concorrência internacional. Deste modo é possível concluir que, o desenvolvimento

económico de um país influencia, e é influenciado, pelo desenvolvimento económico dos restantes países (Crăciun & Ochea, 2014).

A dívida soberana de muitos países tem vindo a crescer desde a grande recessão de 2007, afetando os países com diferentes níveis de intensidade. Na Europa, o acentuado crescimento da dívida aumentou o risco e, conseqüentemente as taxas de juros exigidas pelos investidores na compra de dívida soberana. Este crescimento dos custos da dívida acentuou a dívida dos países, originando uma crise da dívida, tendo maior impacto na Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha. Esta crise demonstra a vulnerabilidade da dívida soberana a situações de *stress* dos mercados financeiros. Na Espanha e Irlanda, a crise foi originada pelo sector privado, passando depois para o sector público, através dos resgates realizados ao sector bancário, onde os Estados compraram dívida privada em substituição por dívida pública. Os restantes países referidos anteriormente, antes da crise já apresentavam uma dívida elevada continuando a crescer com a Grande Recessão (Semmler, 2013; Stein, 2011).

Vieira (2013) estudou o impacto da crise financeira no financiamento das empresas cotadas portuguesas no período entre 2004 a 2011. O autor concluiu que a crise financeira tem impacto nos níveis de alavancagem, verificando-se uma quebra no financiamento de curto prazo, com especial incidência nas empresas de pequena dimensão. Este resultado deve-se às restrições impostas no acesso ao financiamento bancário. Contudo, o autor constatou que as empresas estão a substituir a dívida financeira por dívida comercial.

Iatridis & Dimitras (2013) investigaram o impacto da crise na gestão de resultados e na relevância da informação contabilística, divulgados pelas empresas não financeiras cotadas que são auditadas por uma Big 4 em cinco países europeus: Portugal, Itália,

Grécia, Irlanda e Espanha, que recentemente foram obrigados a aplicar medidas de austeridade, para o período entre 2005 a 2011 . Os autores concluíram que as empresas apesar de serem auditadas por uma Big 4 têm tendência a recorrer à gestão de resultados como um meio de proteger a sua posição financeira, desempenho e perspectivas futuras, bem como diminuir os efeitos da crise. Sendo que, Portugal, Itália e Grécia são os países onde existe maior gestão de resultados.

Os autores concluíram ainda que as empresas auditadas por uma Big 4 não apresentam necessariamente relatos financeiros de maior relevância, quando confrontados com a crise. Dos países em estudo, Portugal e Grécia, são os países que durante a crise apresentaram relatos financeiros de menor relevância, pretendendo influenciar as perspeções dos investidores e evitar serem demasiado expostos. Enquanto as empresas da Irlanda, Itália e Espanha apresentaram informação financeira de maior relevância durante o período de crise.

Também Kousenidis, Ladas, & Negakis (2013) investigaram se a atual crise da dívida na UE tem impacto na qualidade dos resultados divulgados nas empresas cotadas nesses cinco países (Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal) no período entre 2008 a 2011. Os autores analisaram a relevância, tempestividade, conservadorismo, alisamento, gestão de resultados, persistência e previsibilidade dos resultados, tendo verificado uma melhoria destes indicadores no período de crise. Esta melhoria deve-se sobretudo ao crescimento da dependência de financiamentos externos e problemas de liquidez das empresas que constitui um forte incentivo para as empresas aumentarem a qualidade da informação financeira fornecida, permitindo assim atrair potenciais investidores. O autor concluiu ainda que estes resultados estão condicionados, pois se estivermos na

presença de empresas com incentivos para a prática de gestão de resultados, a qualidade dos resultados diminui.

O impacto da actual crise financeira também foi analisada nas empresas americanas. Nomeadamente Francis, Hasan, & Wu (2013) investigaram se a contabilidade conservadora tem impacto no valor para os acionistas e qual a sua dimensão em contexto de crise financeira nos Estados Unidos, durante o período entre 2007 a 2009. Os autores concluíram que existe uma relação positiva entre o conservadorismo e o desempenho das ações da empresa, durante o período da crise financeira. Os autores também encontraram evidência de que as empresas que apresentavam um maior nível de conservadorismo antes da crise sofreram menos perdas no mercado de capital. Os resultados também sugerem que o conservadorismo é um mecanismo de *governance* que permite proteger os acionistas quando as empresas apresentam um fraco sistema de *corporate governance*, ou quando existe uma elevada assimetria de informação.

3. Dados e Metodologia

O presente capítulo está organizado em três secções: na primeira secção serão apresentadas as hipóteses em estudo, de seguida os critérios utilizados para a recolha e seleção da amostra utilizada e por fim a metodologia adotada onde serão apresentados os modelos utilizados.

3.1. Hipóteses em Estudo

A qualidade da informação financeira é um elemento essencial para que os investidores e todos os utentes das demonstrações financeiras tomem as melhores

decisões. Perante a acentuada instabilidade resultante da atual crise da dívida Europeia, os investidores estão ainda mais concentrados em perceber se a informação financeira é de qualidade. Assim, uma das principais preocupações dos investidores é a redução de comportamentos oportunistas dos gestores e dos custos de agência que, segundo Watts & Zimmerman (1986) surgem quando os gestores estão mais motivados em melhorar o seu bem-estar em detrimento do valor da empresa. (Watts, 2003a) afirma que o conservadorismo é benéfico para os utilizadores da informação financeira, permitindo reduzir esses comportamentos.

Com base na revisão da literatura apresentada no capítulo anterior é possível verificar que durante a crise Asiática o conservadorismo utilizado pelas empresas no relato financeiro é reduzido. Na atual crise Europeia, os resultados são mistos. Iatridis & Dimitras (2013) concluíram que durante a crise, as empresas têm tendência a recorrer à gestão de resultados pretendendo proteger a sua posição financeira, desempenho e perspectivas futuras, bem como diminuir os efeitos da crise. Por outro lado, (Kousenidis et al.(2013) chegaram a uma conclusão diferente, de que durante a crise as empresas têm tendência a ser mais conservadoras no seu relato financeiro. Esta melhoria da qualidade dos resultados tem como finalidade atrair novos investimentos, permitindo colmatar a crescente dependência de financiamentos externos e problemas de liquidez.

Neste estudo pretende-se investigar se a crise financeira tem impacto na qualidade dos resultados, nomeadamente no nível de conservadorismo utilizado no relato financeiro pelas empresas não cotadas europeias.

Pretende-se também analisar se durante a crise, as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora em comparação às dos países com ajuda financeira.

Assim, as hipóteses a serem estudadas são formuladas como se segue:

Hipótese 1: Durante a crise, as empresas não cotadas relatam informação financeira menos conservadora em relação ao período de pré-crise.

Hipótese 2: Durante a crise, as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora em comparação com os países com ajuda financeira.

3.2. Seleção da amostra

Os dados necessários para a realização deste estudo, foram recolhidos no dia 11 de Julho de 2014 da versão 8.09 da base de dados Amadeus gerida pelo *Bureau van Dijk*, tendo sido sujeita à última atualização no dia 13 de Novembro de 2013.

A amostra deste estudo é constituída pelas empresas não cotadas de Portugal, Alemanha, França, Espanha, Grécia, Itália e Irlanda entre o período considerado 2003 a 2012. Os países em estudo serão agrupados em 2 conjuntos de países. O primeiro conjunto integra as empresas não cotadas dos países da UE que se encontram a cumprir programas de ajuda financeira constituído por: Portugal, Espanha, Grécia, Itália e Irlanda, tal como (Iatridis & Dimitras, 2013; Kousenidis et al., 2013). O segundo conjunto de países é constituído pela França e a Alemanha, que corresponde aos países que geram maior riqueza na UE e que não se encontram a cumprir programas de assistência financeira. O Reino Unido não será incluído devido a não pertencer à zona euro, o que não permite fazer comparações com os restantes países.

O critério de seleção inicial dos dados a serem extraídos da base de dados Amadeus incidu sobre todas as empresas não cotadas dos países já mencionados em todos os sectores de indústria, à exceção dos sectores financeiros e seguros (NAICS 2007

– código 52), imobiliário, arrendamento e *leasing* (NAICS 2007 – código 53), bem como do setor de administração pública (NAICS 2007 – código 92), devido às empresas pertencentes a estes setores apresentarem elevadas dificuldades em períodos de crise financeira e características específicas das suas demonstrações financeiras.

De seguida, foi realizada uma seleção de todas as empresas com um ativo total anual superior a €50.000 milhares no seu último ano de publicação dos dados, tal como sugerido pela Comissão 2003/361/CE, de 6 de Maio de 2003, onde um dos critérios para que uma empresa da UE seja considerada uma Pequena e Média Empresa, esta deve apresentar um volume de negócios que seja igual ou superior a €50.000 milhares.

Segundo Iatridis & Dimitras (2013), um decréscimo do PIB de um país pode representar um indicador de crise. Através da observação do gráfico 1, que apresenta o crescimento do PIB (em % anual) podemos verificar que durante o ano de 2009 todos os países em análise, apresentaram um decréscimo acentuado do PIB, podendo assim considerar-se este ano, como o ano de início da crise. O período considerado para a realização deste estudo será posteriormente dividido em dois subperíodos: o período que antecede a crise (2003-2008) denominado pelo período de pré-crise e o período no qual decorre a crise, tendo início em 2009 até 2012.

Posteriormente, verificou-se que algumas empresas da amostra recolhida, não apresentam todos os dados necessários para o cálculo de certas variáveis necessárias para a elaboração deste estudo, sendo deste modo excluídas. Também foi excluído o setor dos serviços de educação (NAICS 2007 – código 61) devido a apresentar um número reduzido de observações.

Por fim, foram excluídos os *outliers* de todas as variáveis utilizadas neste estudo, de forma a reduzir o seu efeito na amostra, ficando com as observações compreendidas

entre o 1º e o 99º percentil. Assim, a amostra final é constituída por 86.161 observações empresa-ano, distribuídas por 16 setores de atividade presentes em 7 países pertencentes à UE.

Na tabela 1 é apresentada a distribuição da amostra por indústria e período, sendo possível observar que o setor da produção (NAICS 2007 – códigos 31 a 33) e o setor de comércio por grosso (NAICS 2007 – código 42) são os setores de maior destaque, representando 34,23% e 14,75% do total da amostra, respetivamente. Fazendo a decomposição da amostra por período, 60% da amostra corresponde ao período de pré-crise e o remanescente ao período de crise.

Tabela 1: Composição da amostra por indústria e período

Código NAICs 2007	Total		Pré - Crise		Crise	
	Nº Observações	Percentage m (%)	Nº Observações	Percentage m (%)	Nº Observações	Percentage m (%)
11	1048	1,22%	624	0,72%	424	0,49%
21	538	0,62%	322	0,37%	216	0,25%
22	3856	4,48%	2284	2,65%	1572	1,82%
23	9199	10,68%	5499	6,38%	3700	4,29%
31 a 33	29497	34,23%	17717	20,56%	11780	13,67%
42	12713	14,75%	7611	8,83%	5102	5,92%
44 a 45	2616	3,04%	1554	1,80%	1062	1,23%
48 a 49	4065	4,72%	2403	2,79%	1662	1,93%
51	2327	2,70%	1358	1,58%	969	1,12%
54	5223	6,06%	3083	3,58%	2140	2,48%
55	7591	8,81%	4616	5,36%	2975	3,45%
56	3123	3,62%	1872	2,17%	1251	1,45%
62	1330	1,54%	790	0,92%	540	0,63%
71	721	0,84%	415	0,48%	306	0,36%
72	1799	2,09%	1068	1,24%	731	0,85%
81	515	0,60%	304	0,35%	211	0,24%
Total	86161	100%	51520	60%	34641	40%

Legenda: 11 – Agricultura, silvicultura, pesca e caça; 21 – Exploração mineira, pedreiras, extração de petróleo e gás; 22 – *Utilities*; 23 – Construção; 31 a 33 – Produção; 42 – Comércio por grosso; 44 a 45 – Comércio retalhista; 48 a 49 – Transporte e armazenamento; 51 – Informação; 54 – Serviços profissionais, científicos e tecnológicos; 55 – Gestão de empresas; 56 – Serviços administrativos, suporte e gestão de resíduos; 62 – Cuidados de saúde e assistência social; 71 – Arte, entretenimento e recreação; 72 – Hotelaria e restauração; 81 – Outros Serviços

Fazendo a decomposição da amostra por país e período (tabela 2), a Itália e a França são os países com maior representatividade, correspondendo a 36,61% e 29,45% do total da amostra, respetivamente.

Tabela 2: Composição da amostra por país e período

País	Total		Pré - Crise		Crise	
	Nº Observações	Percentagem (%)	Nº Observações	Percentagem (%)	Nº Observações	Percentagem (%)
Portugal	3649	4,24%	2195	2,55%	1454	1,69%
Espanha	15070	17,49%	8996	10,44%	6074	7,05%
Irlanda	735	0,85%	455	0,53%	280	0,32%
Itália	31545	36,61%	18832	21,86%	12713	14,75%
Grécia	3101	3,60%	1824	2,12%	1277	1,48%
Alemanha	6687	7,76%	4027	4,67%	2660	3,09%
França	25374	29,45%	15191	17,63%	10183	11,82%
Total	86161	100%	51520	60%	34641	40%

3.3. Metodologia adotada

Para medir o nível de conservadorismo adotado pelas empresas não cotadas utilizadas na amostra deste estudo, foi utilizado o modelo do reconhecimento das perdas atempadas, desenvolvido pelo Basu (1997) modificado por Ball & Shivakumar (2005). Segundo Ball & Shivakumar (2005) o reconhecimento das perdas atempadas aumenta a utilidade das demonstrações financeiras em particular na *corporate governance* e nos contratos de dívida.

O modelo é apresentado como se segue:

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

Em que:

$\Delta NI_{i,t}$ = variação do resultado líquido da empresa *i* do ano fiscal *t-1* a *t*, deflacionado pelo valor contabilístico do total dos ativos no início do ano;

$D\Delta NI_{i,t-1}$ = variável *dummy* igual a 1 se a variação $\Delta NI_{i,t-1}$ da empresa i no ano $t-1$ é negativa e 0 caso contrário;

$\varepsilon_{i,t}$ = resíduos da estimativa da empresa i no ano t ;

O coeficiente α_2 mede a sensibilidade dos resultados no ano t , ao reconhecimento não atempado dos ganhos no ano $t-1$. Através do diferimento no reconhecimento dos ganhos, sendo estes reconhecidos na contabilidade apenas quando os *cash flows* são realizados, os ganhos são mais “persistentes”, isto é, tendem a não reverter nos períodos subsequentes. Assim, prevê-se que $\alpha_2=0$.

O coeficiente α_3 , mede a sensibilidade adicional no reconhecimento dos resultados negativos no ano $t-1$ em relação aos resultados positivos no mesmo ano, medidos pelo coeficiente α_2 . Devido ao menor nível de verificação no reconhecimento dos resultados negativos no ano $t-1$, estes tendem a ser “transitórios”, isto é, tendem a ser revertidos em períodos subsequentes. Deste modo, sendo este coeficiente a principal medida do nível de conservadorismo adotado no relato financeiro de uma empresa, prevê-se que $\alpha_3 < 0$. Prevê-se também que $\alpha_2 + \alpha_3 < 0$, sendo que esta mede a sensibilidade dos resultados no ano t a resultados negativos reconhecidos no ano $t-1$.

A variável independente deste estudo é a variação do resultado líquido no ano t , apresentando as seguintes vantagens: através das variações é possível identificar as componentes transitórias e o coeficiente α_3 é menos afetado por erros.

Para dar resposta à hipótese 1, de que durante a crise as empresas não cotadas são menos conservadoras no seu relato financeiro em comparação com o período de pré-crise, ao modelo 1 foi acrescentado uma variável de tempo *dummy*, denominada por DCRISE. Esta variável permite medir as diferenças no nível de conservadorismo

adotado pelas empresas não cotadas entre o período de pré-crise e de crise, dando assim origem ao modelo 2, apresentado como se segue:

$$\Delta NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_4 DCRISE_{i,t} + \alpha_5 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_6 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_7 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Onde:

$DCRISE_{i,t}$ = variável *dummy* igual a 1 se a observação da empresa *i* no ano *t* pertence ao período de crise, e 0 caso contrário.

O coeficiente α_7 mede o impacto adicional do reconhecimento das perdas em relação aos ganhos no período de crise financeira, prevendo-se que $\alpha_7 > 0$, ou seja, em período de crise as empresas não cotadas têm tendência a diminuir o nível de conservadorismo.

Para dar resposta à hipótese 2, de que durante a crise, as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora em relação aos países com ajuda financeira, ao modelo 2 foi acrescentada uma variável *dummy* designada por DGOOD.

$$\Delta NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_4 DCRISE_{i,t} + \alpha_5 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_6 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_7 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_8 DGOOD_{i,t} + \alpha_9 DGOOD_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{10} * DGOOD_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{11} * DGOOD_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{12} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} + \alpha_{13} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{14} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{15} * DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Onde:

$DGOOD_{i,t}$ = variável *dummy* igual a 1 se a observação da empresa *i* no ano *t* pertence a um país sem ajuda financeira.

O coeficiente α_{15} permite medir o impacto adicional do reconhecimento das perdas em relação aos ganhos, durante o período de crise financeira nos países sem ajuda financeira. Prevê-se que $\alpha_{15} < 0$, ou seja, durante a crise as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora em comparação com os países com ajuda financeira. A principal justificação deve-se às empresas não cotadas dos países com ajuda financeira apresentarem relatos financeiros menos conservadores, tendo como objetivo proteger a sua posição financeira, desempenho e perspectivas futuras e reduzir os efeitos resultantes da crise.

4. Resultados

Neste capítulo serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no modelo e das variáveis que caracterizam a amostra do estudo. De seguida será apresentada a matriz de correlações e por fim, serão apresentados os resultados que permitem dar resposta às hipóteses deste estudo.

4.1. Estatística Descritiva

A tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas da amostra por conjunto de países e por país para os 2 subperíodos em análise, período de pré-crise (2003 a 2008) e período de crise (2009 a 2012).

Tabela 3: Estatísticas Descritivas

	N		Média		Mediana		Desvio Padrão		Mínimo		Máximo	
	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise
Países com ajuda financeira												
Lev i,t	32302	21798	0,6712	0,6368	0,7161	0,6714	0,2228	0,2340	0,0257	0,0250	1,1489	1,1495
Size i,t	32302	21798	4,8767	5,0179	4,8181	4,9165	0,4613	0,3949	3,6441	3,6455	6,5539	6,5544
Growth i,t	26820	21798	0,1415	0,0352	0,0724	0,0077	0,4178	0,3708	-0,8989	-0,9035	4,6684	4,6662
$\Delta NI_{i,t}$	26820	21798	0,0054	-0,0007	0,0015	-0,0002	0,0534	0,0517	-0,3170	-0,3180	0,4140	0,4180
$\Delta NI_{i,t-1}$	21509	21798	0,0070	-0,0006	0,0023	-0,0002	0,0485	0,0483	-0,2289	-0,2300	0,2872	0,2876
Países sem ajuda financeira												
Lev i,t	19218	12843	0,6423	0,6292	0,6678	0,6507	0,2364	0,2366	0,0252	0,0250	1,1481	1,1500
Size i,t	19218	12843	4,9821	5,0840	4,9080	4,9978	0,5008	0,4339	3,6451	3,6594	6,5536	6,5522
Growth i,t	15800	12843	0,1166	0,0584	0,0609	0,0270	0,3815	0,3276	-0,9031	-0,8947	4,7007	4,6697
$\Delta NI_{i,t}$	15800	12843	0,0083	0,0005	0,0027	0,0000	0,0649	0,0645	-0,3140	-0,3170	0,4190	0,4150
$\Delta NI_{i,t-1}$	12625	12843	0,0098	0,0022	0,0035	0,0000	0,0585	0,0594	-0,2312	-0,2312	0,2882	0,2886

Variáveis – $Lev_{i,t}$: Rácio da dívida da empresa i , medido pela relação entre o total dos passivos e o total dos ativos no ano t (Passivo total/Ativo Total); $Size_{i,t}$: mede a dimensão da empresa i no ano t através do logaritmo do total de ativos; $Growth_{i,t}$: mede o crescimento do volume de negócios da empresa i no ano t ; $\Delta Net Income_{i,t}$: Variação dos resultados líquidos da empresa i deflacionada pelo total de ativos do ano $t-1$ ($Net\ income_t - Net\ income_{t-1}$)/ ativo total $t-1$

Durante o período de pré-crise, os países com ajuda financeira, apresentam uma média da variação do Resultado Líquido deflacionada pelo ativo total do ano $t-1$ ($\Delta Net Income$) de 0,54%, a mediana é de 0,15% e o desvio padrão de 5,3% enquanto no período de crise financeira este conjunto de países apresenta uma média da variação do Resultado Líquido para o ano t de -0,07%, a mediana é de -0,02% e o desvio padrão é de 5,17%.

Em termos médios, durante o período de pré-crise as empresas não cotadas dos países com ajuda financeira apresentam um nível de endividamento (Lev) na ordem dos 67% e um crescimento do volume de negócios ($Growth$) de 14,15%. Durante o período de crise o nível de endividamento sofreu um decréscimo, apresentando em média 63,68% e um decréscimo bastante acentuado no volume de negócios para 3,5%.

Relativamente ao 2º conjunto, referente aos países sem ajuda financeira apresentou no período de pré-crise para a variável da variação do Resultado Líquido

deflacionado pelo ativo total do ano t-1 uma média de 0,83%, uma mediana de 0,27% e um desvio padrão de 6,45% enquanto no período de crise apresentou uma média de 0,05%, uma mediana de 0% e um desvio padrão de 6,45%.

Quanto às variáveis que caracterizam a amostra, para os países sem ajuda financeira, a variável *Growth* foi a única que sofreu alterações significativas entre os períodos considerados, apresentando um crescimento na ordem dos 11,7% e 5,8% para o período de pré-crise e crise, respetivamente.

4.2. Matriz de correlação

A tabela 6 apresenta as correlações das variáveis do modelo que caracterizam a amostra utilizada neste estudo.

Tabela 4: Matriz da correlação das variáveis

	$Lev_{i,t}$	$Size_{i,t}$	$Growth_{i,t}$	$\Delta NI_{i,t}$	$\Delta NI_{i,t-1}$
$Lev_{i,t}$	1				
$Size_{i,t}$	0,002	1			
$Growth_{i,t}$	0,066***	-0,035***	1		
$\Delta NI_{i,t}$	-0,038***	-0,027***	0,183***	1	
$\Delta NI_{i,t-1}$	-0,032***	-0,016***	-0,004	-0,212***	1

*** Significância estatística a 1% (2 extremidades)

De um modo geral, a correlação entre as variáveis é fraca. A correlação mais elevada é de 0,066, entre as variáveis $Lev_{i,t}$ e $Growth_{i,t}$, o que sugere que as empresas não cotadas que se encontram mais endividadas apresentam um crescimento das vendas superior. A correlação mais reduzida é de -0,212, entre $\Delta NI_{i,t}$ e $\Delta NI_{i,t-1}$, devido ao menor nível de verificação das perdas em relação aos ganhos, tendo como consequência as perdas serem mais transitórias, tendo impacto nos anos subsequentes.

Todas as variáveis apresentam correlações estatisticamente significativas a um nível de significância de 1%, à exceção da correlação entre as variáveis $Growth_{i,t}$ e $\Delta NI_{i,t-1}$ bem como das variáveis $Lev_{i,t}$ e $Size_{i,t}$.

4.3. Análise dos resultados

As tabelas 4 e 5 apresentam os resultados referentes às regressões 2 e 3, respetivamente.

Tabela 5: Regressão para o impacto da crise na qualidade dos resultados das empresas não cotadas

$$\Delta NI_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_3 D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_4 DCRISE_{i,t} + \alpha_5 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} + \alpha_6 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_7 DCRISE_{i,t} * D\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Variável	Sinal Esperado	Coefficiente	p-value
Constante (α_0)	?	0,005	0,000
$D\Delta NI_{t-1}$ (α_1)	?	-0,004	0,000
ΔNI_{t-1} (α_2)	0	-0,143	0,000
$D\Delta NI_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$ (α_3)	-	-0,227	0,000
$DCRISE$ (α_4)	?	-0,006	0,000
$DCRISE * D\Delta NI_{t-1}$ (α_5)	?	-0,001	0,422
$DCRISE * \Delta NI_{t-1}$ (α_6)	?	-0,058	0,000
$DCRISE * D\Delta NI_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$ (α_7)	+	0,031	0,137
F-test		0,000	
R² ajustado		0,056	

Os resultados mostram que a variável “ $DCRISE * D\Delta NI_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$ ” apresenta um coeficiente positivo (0,031), não estatisticamente significativo ($p\text{-value} = 0,137$) sugerindo que não existe diferença no nível de conservadorismo utilizado entre os 2 períodos em estudo. Deste modo, podemos concluir que a crise financeira não tem impacto no nível de conservadorismo utilizado pelas empresas não cotadas, rejeitando-se assim a hipótese 1 definida neste estudo. No entanto, através da variável “ $D\Delta NI_{t-1}$ ”

ΔNI_{t-1} ” que apresenta um coeficiente negativo (-0,227) estatisticamente significativo ((*p-value* = 0,000) podemos concluir que, as empresas não cotadas que constituem a amostra deste estudo são conservadoras, isto é, existe um maior nível de verificação no reconhecimento das perdas em relação aos ganhos. Deste modo, os ganhos tendem a ser mais persistentes em relação às perdas que tendem a reverter nos anos subsequentes.

Estes resultados, apesar de não estarem de acordo com o esperado poderão ser explicados, tal como (Kousenidis et al., 2013) pela presença de empresas com incentivos para a prática de gestão de resultados. A crise é vista como uma oportunidade para a prática de gestão de resultados, tendo como resultado o reconhecimento das perdas menos atempadamente nos resultados. Outra possível justificação também poderá ser, o facto da série temporal não ser suficientemente longa, para que seja possível retirar conclusões das diferenças entre os dois períodos definidos.

Tabela 6: Regressão para as diferenças do nível de conservadorismo entre as empresas não cotadas dos países com e sem ajuda financeira

$$\begin{aligned} \Delta NI_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_2 \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_3 \Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_4 DCRISE_{i,t} + \\ & \alpha_5 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_6 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_7 DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \\ & \alpha_8 DGOOD_{i,t} + \alpha_9 DGOOD_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{10} * DGOOD_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{11} * DGOOD_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} * \\ & \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{12} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} + \alpha_{13} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \\ & \alpha_{14} DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} + \alpha_{15} * DGOOD_{i,t} * DCRISE_{i,t} * \Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Variável	Sinal Esperado	Coefficiente	p-value
Constante (α_0)	?	0,005	0,000
$\Delta NI_{i,t-1}$ (α_1)	?	-0,004	0,000
$\Delta NI_{i,t-1}$ (α_2)	0	-0,143	0,000
$\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1}$ (α_3)	-	-0,227	0,000
DCRISE (α_4)	?	-0,006	0,000
DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_5)	?	-0,001	0,264
DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_6)	?	-0,064	0,000
DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1}$ (α_7)	-	0,071	0,004
DGOOD (α_8)	?	0,001	0,149
DGOOD * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_9)	?	-0,001	0,384
DGOOD * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_{10})	?	0,007	0,681
DGOOD * $\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1}$ (α_{11})	-	-0,17	0,000
DGOOD * DCRISE (α_{12})	?	-0,001	0,299
DGOOD * DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_{13})	?	0,002	0,244
DGOOD * DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1}$ (α_{14})	?	0,013	0,493
DGOOD * DCRISE * $\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1}$ (α_{15})	-	-0,084	0,004
F-test		0,000	
R² ajustado		0,056	

A variável “DGOOD*DCRISE* $\Delta NI_{i,t-1} * \Delta NI_{i,t-1}$ ” apresenta um coeficiente negativo (-0,084) e estatisticamente significativo ($p\text{-value} = 0,004$) o que sugere que durante a crise as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira relatam informação financeira mais conservadora em comparação com os países com ajuda financeira, não se rejeitando a hipótese 2. A principal explicação para este resultado deve-se ao facto de que durante a crise, devido ao crescimento das dificuldades, os gestores das empresas não cotadas dos países com ajuda financeira terem tendência a ser menos conservadores no seu relato financeiro, aproveitando a subjetividade das

normas e princípios contabilísticos com o objetivo de apresentar um melhor desempenho da empresa.

Em suma podemos concluir que, durante a crise, a divulgação de informação financeira pelas empresas não cotadas dos países com ajuda financeira é de menor qualidade e utilidade pois, segundo Ball & Shivakumar (2005) para que a informação financeira seja útil, esta deve ser de qualidade.

No entanto, estes resultados estão condicionados. Através do coeficiente “ $DGOOD * \Delta NI_{t-1} * \Delta NI_{t-1}$ ”, que apresenta um coeficiente negativo (-0,17) e estatisticamente significativo ($p\text{-value} = 0,000$), podemos concluir que os países sem ajuda financeira são mais conservadores, independentemente do período em que estão a ser analisados, o que poderá dever-se a um maior nível de exigência dos investidores dos países sem ajuda financeira para a qualidade dos resultados.

Por fim, o valor do R^2 ajustado das regressões em estudo, indicam que as variáveis independentes inseridas no modelo, explicam em média 5,6% da variação do ΔNI_t . O teste - F mostra que para as duas regressões, as variáveis independentes do modelo são significativas para explicar a variável ΔNI_t .

5. Conclusões

5.1. Síntese global do estudo

O objetivo deste estudo foi analisar se a atual crise financeira que a Europa atravessa tem impacto na qualidade dos resultados divulgados pelas empresas não cotadas europeias. Pretende-se também, estudar o impacto da crise na qualidade dos resultados relatados pelas empresas não cotadas dos países com ajuda financeira e sem ajuda financeira. O conservadorismo foi a característica dos resultados utilizada para medir a qualidade dos resultados e é interpretada por Basu (1997) como a necessidade

de um maior nível de verificação para o reconhecimento das boas notícias em relação às más notícias. Foi utilizado o modelo de Basu (1997) modificado por Ball & Shivakumar (2005) que permite medir o nível de conservadorismo utilizado no relato financeiro pelas empresas não cotadas. Para o cálculo deste modelo foi utilizada uma amostra de dados extraída da base de dados Amadeus, para 86.161 observações empresa-ano de empresas não cotadas de Portugal, Espanha, Irlanda, Itália, Grécia, Alemanha e França para um período de análise entre 2003 a 2012, dividido em dois subperíodos: o período de pré-crise entre 2003 a 2009 e o período de crise entre 2009 a 2012.

Os resultados sugerem que as empresas não cotadas que constituem a amostra deste estudo mantiveram o nível de conservadorismo utilizado no relato financeiro apesar do crescimento das dificuldades originadas pela atual crise financeira que a Europa atravessa.

Os resultados sugerem ainda que durante a crise as empresas não cotadas dos países sem ajuda financeira são mais conservadores do que as dos países com ajuda financeira. Estes resultados devem ser interpretados com precaução, devido à possibilidade dos países sem ajuda financeira apresentarem informação contabilística mais conservadora devido ao maior nível de exigência de informação financeira de qualidade pelos investidores deste conjunto de países.

5.2.Limitações do estudo

Este estudo tem como principal limitação a série temporal do período de crise não ser suficientemente longa, de modo a que seja possível verificar a existência de diferenças no nível de conservadorismo utilizado pelas empresas não cotadas europeias no seu relato financeiro, entre o período de pré-crise e de crise. Esta limitação deve-se

ao facto da crise financeira objeto deste estudo ser bastante recente, e à base de dados Amadeus apenas disponibilizar dados até ao ano de 2012.

5.3. Sugestões de Pesquisas Futuras

Uma vez que este tema é bastante atual, e não existem muitos estudos orientados para as empresas não cotadas, seria de interesse aprofundar um pouco mais este tema.

Como sugestões de pesquisas futuras poderão ser incluídas nos modelos utilizados, outras variáveis independentes como as variáveis de controlo, tal como o nível de endividamento e a dimensão da empresa.

Este estudo também poderá ser alargado a outras características dos resultados, permitindo fazer comparações das características mais afetadas pela crise, como por exemplo a qualidade da componente dos *accruals* dos resultados.

Por fim, a análise poderá ser alargada numa fase posterior, a um período temporal mais amplo que inclua o período de pós-crise, sendo deste modo possível verificar se após o período de crise as empresas não cotadas são mais ou menos conservadoras em relação aos restantes períodos.

Referências Bibliográficas

- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83–128.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting & Economics*, 24, 3–37.
- Beatty, A., Weber, J., & Yu, J. J. (2008). Conservatism and Debt. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 154–174.
- Corina, M., & Miculescu, M. N. (2012). Quality of accounting information to optimize the decisional process. *Annals of the University of Oradea, Economic Science Series*, 694–700.
- Crăciun, L., & Ochea, M. (2014). The dimensions of the global financial crisis. *Theoretical and Applied Economics*, XXI, 121–130.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The Benefits of Conservative Accounting to Shareholders: Evidence from the Financial Crisis. *Accounting Horizons*, 27(2), 319–346.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967–1010.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2003). The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to Earnings) Performance Measures for Returns *. *Contemporary Accounting Research*, 20(1), 121–164.
- Herrmann, D. R., Pornupatham, S., & Vichitsarawong, T. (2008). The Impact of the Asian Financial Crisis on Auditors' Conservatism. *Journal of International Accounting Research*, 7(2), 43–63.
- Hope, O.-K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2013). Financial Reporting Quality of U.S. Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 88(5), 1715–1742.
- Hui, K. W., Matsunaga, S., & Morse, D. (2009). The impact of conservatism on management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 47(3), 192–207.
- Iatridis, G., & Dimitras, A. I. (2013). Financial crisis and accounting quality: Evidence from five European countries. *Advances in Accounting*, 29(1), 154–160.
- Kaminsky, G. L., & Schmukler, S. L. (1999). What triggers market jitters ? A chronicle of the Asian crisis. *Journal of International Money and Finance*, 18, 537–560.

- Kim, Y., Li, S., Pan, C., & Zuo, L. (2013). The Role of Accounting Conservatism in the Equity Market: Evidence from Seasoned Equity Offerings. *The Accounting Review*, 88(4), 1327–1356.
- Kodres, L. E., & Pritsker, M. (2002). A Rational Expectations Model of Financial Contagion. *The Journal of Finance*, LVII(2), 769–799.
- Kousenidis, D. V., Ladas, A. C., & Negakis, C. I. (2013). The effects of the European debt crisis on earnings quality. *International Review of Financial Analysis*, 30, 351–362.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The Information Role of Conservatism. *The Accounting Review*, 83(2), 447–478.
- Lang, M., & Maffett, M. (2011). Transparency and liquidity uncertainty in crisis periods. *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), 101–125.
- Lara, J., Osma, B., & Penalva, F. (2010). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 16(2), 247–271.
- Miranda, V. (2013). “Qualidade dos Resultados e Qualidade de Auditoria nas Empresas Não Cotadas Europeias.” *Tese de Mestrado Em Contabilidade, Fiscalidade E Finanças Empresariais, Instituto Superior de Economia E Gestão*.
- Pettis, Michael (2013), *The Great Rebalancing: Trade, Conflict, and the Perilous Road Ahead for the World Economy*. Princeton, NJ: Princeton University Press, 1-25.
- Recomendação da Comissão 2003/361/CE, Jornal Oficial da União Europeia de 6 de maio de 2003
- Semmler, W. (2013). The Macroeconomics of Austerity in the European Union. *Social Research*, 80(3), 883–915.
- Silva, A., Chavez, G., & Lopez-Lubian, F. (2013). Transparency, Value Creation, and Financial Crises. *Applied Corporate Finance*, 25(1), 81–88.
- Stein, J. L. (2011). The Diversity of Debt Crises in Europe. *Cato Journal*, 31(2).
- Vichitsarawong, T., Eng, L. L., & Meek, G. K. (2010). The Impact of the Asian Financial Crisis on Conservatism and Timeliness of Earnings : *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21:1, 32–61.
- Vieira, C. (2013). Impacto da Crise no Financiamento das Empresas Portuguesas. *Tese de Mestrado Em Finanças, Faculdade de Economia Da Universidade Do Porto*.
- Warganegara, D. L., & Vionita, V. (2010). The effects of the Asian financial crisis on accounting conservatism in Indonésia. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 6, 69–88.

- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4), 287–301.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). “Positive Accounting Theory.” *Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ*.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefits of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*, 45(1), 27–54.

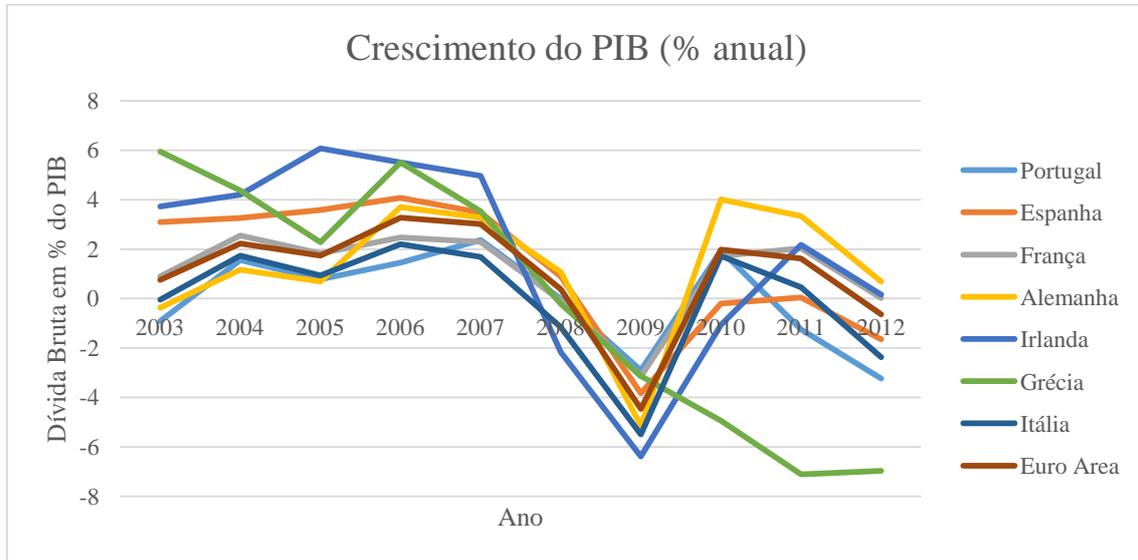
Sites:

<https://amadeus.bvdinfo.com>

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?page=2>

Anexos

Anexo 1: Crescimento do PIB (% anual)



Elaboração própria

Fonte: The World Bank

Anexo 2: Estatísticas Descritivas

	N		Média		Mediana		Desvio Padrão		Mínimo		Máximo	
	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise	Pré	Crise
Países com ajuda financeira												
Lev _{it}	32302	21798	0,6712	0,6368	0,7161	0,6714	0,2228	0,2340	0,0257	0,0250	1,1489	1,1495
Size _{it}	32302	21798	4,8767	5,0179	4,8181	4,9165	0,4613	0,3949	3,6441	3,6455	6,5539	6,5544
ΔGrowth _{it}	26820	21798	0,1415	0,0352	0,0724	0,0077	0,4178	0,3708	-0,8989	-0,9035	4,6684	4,6662
ΔNI _{it}	26820	21798	0,0054	-0,0007	0,0015	-0,0002	0,0534	0,0517	-0,3170	-0,3180	0,4140	0,4180
ΔNI _{it,t-1}	21509	21798	0,0070	-0,0006	0,0023	-0,0002	0,0485	0,0483	-0,2289	-0,2300	0,2872	0,2876
Portugal												
Lev _{it}	2195	1454	0,6669	0,6613	0,6989	0,6865	0,2090	0,2071	0,0448	0,0316	1,1014	1,1418
Size _{it}	2195	1454	4,8999	5,0622	4,8287	4,9760	0,4734	0,3839	3,6522	4,1116	6,5341	6,3889
ΔGrowth _{it}	1821	1454	0,1516	0,0213	0,0749	-0,0150	0,4281	0,3441	-0,8528	-0,8791	4,4214	4,0149
ΔNI _{it}	1821	1454	0,0046	-0,0005	0,0022	-0,0002	0,0566	0,0492	-0,2850	-0,2670	0,4070	0,3010
ΔNI _{it,t-1}	1453	1454	0,0080	-0,0011	0,0039	-0,0003	0,0496	0,0492	-0,2296	-0,2212	0,2661	0,2759
Espanha												
Lev _{it}	8896	6074	0,6156	0,5927	0,6448	0,6153	0,2395	0,2504	0,0258	0,0250		1,1495
Size _{it}	8996	6074	4,9538	5,0790	4,8966	4,9653	0,4771	0,4257	3,6476	3,7411	6,5539	6,5387
ΔGrowth _{it}	7434	6074	0,1582	0,0406	0,0752	0,0004	0,5061	0,4622	-0,8989	-0,9035	4,6684	4,6662
ΔNI _{it}	7434	6074	0,0047	-0,0014	0,0018	-0,0009	0,0587	0,5612	-0,3010	-0,3130	0,3990	0,3970
ΔNI _{it,t-1}	5961	6074	0,0075	-0,0015	0,0032	-0,0009	0,0537	0,0531	-0,2230	-0,2300	0,2848	0,2765
Irlanda												
Lev _{it}	455	280	0,5650	0,5086	0,5754	0,5122	0,2552	0,2715	0,0281	0,0633	1,1424	1,1055
Size _{it}	455	280	5,0190	5,1243	4,8925	5,0067	0,4868	0,4243	3,7097	4,1635	6,5153	6,4210
ΔGrowth _{it}	374	280	0,1266	0,0243	0,0739	0,0048	0,2923	0,2678	-0,8593	-0,7330	2,0466	2,7665
ΔNI _{it}	374	280	0,0198	-0,0003	0,0067	-0,0001	0,0883	0,5648	-0,2750	-0,3180	0,3960	0,4180
ΔNI _{it,t-1}	295	280	0,0183	-0,0015	0,0089	-0,0023	0,0728	0,0683	-0,2296	-0,1935	0,2837	0,2833
Itália												
Lev _{it}	18832	12713	0,7048	0,6574	0,7514	0,6962	0,2070	0,2234	0,0257	0,0260	1,1489	1,1487
Size _{it}	18832	12713	4,8357	4,9881	4,7794	0,8925	0,4484	0,3794	3,6441	3,6455	6,5508	6,5544
ΔGrowth _{it}	15672	12713	0,1326	0,0414	0,0695	0,0158	0,3773	0,3313	-0,8984	-0,8983	4,5471	4,5429
ΔNI _{it}	15672	12713	0,0055	0,0002	0,0013	0,0000	0,0495	0,0480	-0,3170	-0,3180	0,4140	0,4180
ΔNI _{it,t-1}	12580	12713	0,0064	0,0006	0,0018	0,0000	0,0450	0,0449	-0,2298	-0,2297	0,2872	0,2876
Grécia												
Lev _{it}	1824	1277	0,6296	0,6419	0,6676	0,6740	0,2318	0,2385	0,0257	0,0258	1,1118	1,1488
Size _{it}	1824	1277	4,8568	4,9835	4,8230	4,8939	0,4355	0,3569	3,6499	3,6901	6,5533	6,5086
ΔGrowth _{it}	1519	1277	0,1430	-0,0344	0,0900	-0,0468	0,3413	0,2872	-0,7013	-0,8811	3,7577	2,7466
ΔNI _{it}	1519	1277	0,0050	-0,0072	0,0014	-0,0053	0,0496	0,0579	-0,2950	-0,3060	0,3860	0,3730
ΔNI _{it,t-1}	1220	1277	0,0722	-0,0077	0,0033	-0,0057	0,0474	0,0496	-0,2188	-0,2164	0,2790	0,2868
Países sem ajuda financeira												
Lev _{it}	19218	12843	0,6423	0,6292	0,6678	0,6507	0,2364	0,2366	0,0252	0,0250	1,1481	1,1500
Size _{it}	19218	12843	4,9821	5,0840	4,9080	4,9978	0,5008	0,4339	3,6451	3,6594	6,5536	6,5522
ΔGrowth _{it}	15800	12843	0,1166	0,0584	0,0609	0,0270	0,3815	0,3276	-0,9031	-0,8947	4,7007	4,6697
ΔNI _{it}	15800	12843	0,0083	0,0005	0,0027	0,0000	0,0649	0,0645	-0,3140	-0,3170	0,4190	0,4150
ΔNI _{it,t-1}	12625	12843	0,0098	0,0022	0,0035	0,0000	0,0585	0,0594	-0,2312	-0,2312	0,2882	0,2886
Alemanha												
Lev _{it}	4027	2660	0,6125	0,5902	0,6301	0,6138	0,2046	0,2087	0,0564	0,0327	1,1476	1,1074
Size _{it}	4027	2660	5,1597	5,2181	5,0671	5,1087	0,5180	0,4779	3,7036	4,2502	6,5536	6,5473
ΔGrowth _{it}	3344	2660	0,0808	0,0362	0,0587	0,0259	0,2327	0,2052	-0,8679	-0,8510	4,4899	2,4581
ΔNI _{it}	3344	2660	0,0074	0,0027	0,0010	0,0000	0,0504	0,0541	-0,2530	-0,2780	0,3950	0,3930
ΔNI _{it,t-1}	2670	2660	0,0080	0,0034	0,0014	0,0000	0,0470	0,0513	-0,2148	-0,2304	0,2790	0,2822
França												
Lev _{it}	15191	10183	0,6502	0,6393	0,6799	0,6654	0,2436	0,2424	0,0252	0,0250	1,1481	1,1500
Size _{it}	15191	10183	4,9351	5,0490	4,8756	4,9520	0,4854	0,4146	3,6451	3,6594	6,5533	6,5522
ΔGrowth _{it}	12456	10183	0,1262	0,0642	0,0617	0,0278	0,4118	0,3524	-0,9031	-0,8947	4,7065	4,6697
ΔNI _{it}	12456	10183	0,0085	-0,0001	0,0033	-0,0004	0,0682	0,0669	-0,3140	-0,3170	0,4190	0,4150
ΔNI _{it,t-1}	9955	10183	0,0102	0,0019	0,0043	0,0001	0,0612	0,0613	-0,2312	-0,2312	0,2882	0,2886

Variáveis – $Leverage_{i,t}$: Rácio da dívida da empresa i , medido pela relação entre o total dos passivos e o total dos ativos no ano t (Passivo total/Ativo Total); **$Size_{i,t}$:** mede a dimensão da empresa i no ano t através do logaritmo do total de ativos; **$Growth_{i,t}$:** mede o crescimento do volume de negócios da empresa i no ano t ; **$\Delta Net Income_{i,t}$:** Variação dos resultados líquidos da empresa i deflacionada pelo total de ativos do ano $t-1$ ($Net\ income_t - Net\ income_{t-1}$)/ativo total _{$t-1$}