



UNIVERSIDADE DE ÉVORA
ESCOLA DE CIÊNCIAS SOCIAIS

Mestrado em Gestão
Especialização em Finanças

Dissertação

**CONSEQUÊNCIAS DA ADOÇÃO DAS NORMAS
INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NAS DEMONSTRAÇÕES
FINANCEIRAS E MERCADO DE CAPITAIS: O CASO PORTUGÊS**

Mário Jorge Vinagre Pinheiro

Orientador:
Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes

Évora - 2010

Mestrado em Gestão
Especialização em Finanças

Dissertação

**CONSEQUÊNCIAS DA ADOÇÃO DAS NORMAS
INTERNACIONAIS DE CONTABILIDADE NAS DEMONSTRAÇÕES
FINANCEIRAS E MERCADO DE CAPITAIS: O CASO PORTUGÊS**

Mário Jorge Vinagre Pinheiro

Orientador:
Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes

À Sara, ao Tomás e à Janine

Agradecimentos

O desenvolvimento dum trabalho desta natureza revela-se uma aventura solitária e muitas vezes sinuosa.

Para conseguir realizar a tarefa a que me propus muitos foram aqueles que me ajudaram, e a quem lhe devo um especial agradecimento.

Em primeiro lugar agradeço ao meu orientador Professor Doutor Ilídio Tomás Lopes, que acreditou desde o primeiro momento neste projecto e pelo incentivo que me deu, a sua orientação e a disponibilidade demonstrada sempre que necessitei.

Agradeço de forma especial à minha família que me apoiou e incentivou ao longo desta aventura, ainda que lhes tenha custado o tempo que tive que dedicar a este projecto.

Por último agradeço a todos aqueles que de uma forma directa e indirecta contribuíram para que este projecto nascesse e fosse concluído.

Lista de abreviaturas utilizadas neste trabalho

BCP – Banco Comercial Português

CEE – Comunidade Económica Europeia

CNC – Comissão de Normalização Contabilística

CMVM – Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários

DRA – Directriz de Revisão e Auditoria

EBIT – *Earnings Before Interests and Taxes*

EBITDA – *Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

IAS – *International Accounting Standards*

IASB – *International Accounting Standards Board*

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IOSCO – *International Organization of Securities Commissions*

NIC – Normas Internacionais de Contabilidade

OPV – Oferta Pública de Venda de Acções

POC – Plano Oficial de Contas

TOC – Técnicos Oficiais de Contas

ROC – Revisor Oficial de Contas

SEC – *Securities and Exchange Commission*

UE – União Europeia

US GAAP – *United States General Accepted Accounting Principles*

Resumo

No mercado financeiro global, existe uma diversidade contabilística o que pode constituir uma barreira à compreensão das demonstrações financeiras divulgadas. Desde a década de sessenta do século passado que este tema tem captado a atenção dos investigadores na área das finanças e da contabilidade, tendo os resultados empíricos evidenciando uma maior qualidade do relato financeiro quando os normativos de referência utilizados são próximos do modelo Anglo-Saxónico.

Na sequência da estratégia adoptada no Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho, desde 01 de Janeiro de 2005 que as empresas dos países da UE com títulos admitidos à cotação em mercados regulamentados são obrigadas a elaborar as suas contas consolidadas de acordo com as normas do IASB. Por um lado, este acontecimento relançou a investigação nesta temática dada a oportunidade de analisar *ceteris paribus* a alteração na qualidade e utilidade do relato financeiro.

Nem sempre os resultados empíricos evidenciam uma melhoria na qualidade decorrente da adopção das normas do IASB, mais próximas do modelo Anglo-saxónico, nomeadamente o caso Alemão.

Estudámos o caso Português e não encontramos evidência de que as contas consolidadas aplicando as normas do IASB tenha conduzido a uma melhoria na qualidade e utilidade do relato financeiro. No entanto verifica-se uma crescente relevância dos Resultados Líquidos ao contrário do que se verifica com os Capitais Próprios.

Para além disso, analisámos o efeito das reservas com as restantes variáveis (Resultado Líquido e Capital Próprio) e encontramos evidência de que os relatórios dos auditores às contas é uma variável relevante na medida em que a existência de reservas produz efeitos na avaliação que os investidores fazem dos títulos dessa entidade.

Resumo

Palavras chave: Qualidade da informação; Reservas dos Auditores; Gestão de Resultados; Mercado de Capitais; Normas Internacionais de Contabilidade.

The consequences of the adoption of the International Accounting Standards in the Financial Reports and Capital Markets: The Portuguese Case.

Abstract

In the global financial market there is an accounting diversity which can be considered a barrier to the comprehension of the reported financial reports. This matter has been capturing the attentions of investigators since the decade of the sixties of the past century and the empirical results reveal that models originated from the Anglo-Saxon model produce accounting reports of higher quality.

In the sequence of the strategy adopted through the Regulation (CE) n.º 1606/2002 of the European Parliament and the Council of 19th of July, the European companies that trade financial instruments in regulated markets must adopt the IASB rules to produce the consolidated financial reports for the period beginning on 01 January of 2005. This event brought a new set of investigation work since we can now perform a *ceteris paribus* analysis to measure the accounting quality and the change in quality produced by adopting the IASB rules.

The empirical results concerning the accounting quality of the change from local standard to the IASB standard are contradictory especially in the German case that is the originator of the Continental model.

We perform a study of the Portuguese case and we do not find an improvement in accounting quality after the adoption of the IASB standards. However we find that with adoption of IASB standards there is an improvement of the relevance of the results and the opposite in the Book Value of Equity.

We also have studied the effect of reserves in the auditor's reports with the variables Results and Book Value of Equity and find that the reserves in the auditor's reports are important. We find that in the presence of reserves in the auditor's reports there is a response from the investors that is reflected in the market price of the share.

Keywords: Information Quality; Auditors Reserves; Results Management; Capital Markets; International Accounting Standards.

Índice Analítico

Agradecimentos	i
Lista de abreviaturas utilizadas neste trabalho	ii
Resumo	iii
Abstract.....	v
1 – Introdução	1
1.1 – Enquadramento geral.....	1
1.2 – Problema de estudo.....	2
1.3 – Objectivos e hipóteses de investigação.	4
1.4 – Metodologia.....	5
1.5 – Resultados e contribuições	6
1.6 – Estrutura da dissertação	7
2 – Revisão de literatura	8
2.1 – A teoria da eficiência dos mercados de capitais	8
2.1.1 – O mercado eficiente.....	8
2.1.2 – Definição alternativa de mercado eficiente	11
2.2 - Estudo de eventos e estudos de associação	12
2.3 – A contabilidade e a eficiência do mercado.....	13
2.3.1 – A assumpção da contabilidade criativa	13
2.3.2 – A importância da comparabilidade da informação financeira.....	15
2.3.3 – O problema da diversidade contabilística.....	17
2.3.4 – Determinantes da diversidade contabilística	18
2.4 – A harmonização contabilística internacional.....	21
2.4.1 – A harmonização no contexto internacional	22
2.4.2 – A harmonização a nível da União Europeia	23
2.4.3 – A convergência de Portugal com as normas internacionais de contabilidade.....	26
2.5 – O IASB	28
2.5.1 – Caracterização do IASB	28
2.6 – A qualidade da informação contabilística	30
2.6.1 – Uma definição de qualidade da informação contabilística.....	31
2.6.1.1 – A relevância da informação contabilística.....	32

2.6.1.2 – Qualidade dos resultados.....	33
2.7 – O caso Português	36
2.7.1 – Consequências da adopção das normas do IASB em Portugal.	36
2.8 – Alguns trabalhos anteriores	37
2.8.1 – A nível internacional	38
2.8.2 – A nível nacional.....	39
3 – Metodologia.....	42
3.1 - Fundamentação teórica.....	42
3.1.1 - Gestão de resultados.....	43
3.1.1.1 - Alisamento dos resultados.....	43
3.1.1.2 - Correlação negativa entre o acréscimo e os cash flows.	44
3.1.1.3 - Gestão de resultados positivos	45
3.1.1.4 - Tempestividade no reconhecimento de grandes perdas	46
3.1.2 – A relevância.....	46
3.2 - Universo	48
3.3 - Critérios de selecção das empresas	51
3.4 - Dimensão e representatividade das amostras	51
3.5 - Modelos a utilizar.....	53
3.5.1 - Relevância.....	53
3.5.2 - Definição das variáveis do modelo	54
3.5.3 - Condições do modelo de regressão.	56
3.6 – Gestão de resultados	58
3.6.1 - Dispersão da variação do resultado líquido escalado pelo activo total ...	58
3.6.2 - Variabilidade do resultado líquido relativamente aos fluxos de caixa operacionais.....	58
3.6.3 - Correlação entre o acréscimo e o cash flow operacional.	59
3.6.4 - Gestão de pequenos resultados positivos	60
3.6.5 – Tempestividade do reconhecimento de grandes perdas	61
3.7 - Processo de recolha dos dados	61
4 – Resultados.....	64
4.1 - Estatísticas descritivas.....	64
4.2 - Matrizes de correlação entre as variáveis.....	68
4.3 – Relevância	69
4.3.1 – Modelos não ajustados	69

Índice Analítico

4.3.2 - Resultados dos modelos ajustados	73
4.3.3 - Validação dos modelos.	76
4.3.3.1 – O valor esperado do termo aleatório é zero	76
4.3.3.2 - Normalidade dos resíduos	76
4.3.3.3 - Heterocescasticidade	79
4.3.3.4 - Autocorrelação dos resíduos	79
4.3.3.5 - Multicolinearidade	80
4.4 – Alisamento de resultados.....	82
4.4.1 - Variação dos resultados escalados pelo total do activo	82
4.4.2 - Correlação entre o acréscimo e o <i>cash flow</i>	83
4.5 – Gestão de pequenos resultados positivos	85
4.6 – Tempestividade no reconhecimento de grandes perdas	86
5 – Conclusões.....	88
5.1 – Grau de concretização dos objectivos	88
5.2 – Limitações do estudo	90
5.3 – Sugestões para futura investigação.....	91
6 – Bibliografia.....	93
Anexos.....	104

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Fracções amostrais.....	52
Tabela 2 - Erro amostral	53
Tabela 3 - Estatísticas descritivas entre 2001 e 2004	64
Tabela 4 - Estatísticas descritivas entre 2005 e 2008	64
Tabela 5 - Estatísticas descritivas do período pré-adoção	65
Tabela 6 - Estatísticas descritivas do período pós-adoção.....	65
Tabela 7 - Tabela de classificação das correlações.....	68
Tabela 8 - Classificação do grau de relevância.....	69
Tabela 9 - Resultados dos modelos não ajustados no pré-adoção	69
Tabela 10 - Resultados dos modelos não ajustados no período pós-adoção	69
Tabela 11 - Estatísticas dos resíduos dos modelos não ajustados no período pré-adoção	71
Tabela 12 - Estatísticas dos resíduos dos modelos não ajustados no período pós-adoção	72
Tabela 13 - Resultados dos modelos ajustados no período pré-adoção.....	74
Tabela 14 - Resultados dos modelos ajustados no período pós-adoção	74
Tabela 15- Estatísticas de Durbin-Watson.....	79
Tabela 16 - Teste F variabilidade dos resultados.....	82
Tabela 17 - Teste F variabilidade dos resultados líquidos e cash flow.....	83
Tabela 18 - Teste de Kolmogorov-Smirnov	84
Tabela 19 - Coeficiente de correlação de Spearman entre cash flow e o acréscimo .	85
Tabela 20 - Resultados da regressão logística SPOS.....	86
Tabela 21 - Resultados do modelo de regressão logística LNEG.....	87
Tabela 22 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano 2001	112
Tabela 23 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2002	112
Tabela 24 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2003	113
Tabela 25 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2004	113
Tabela 26 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2005	114
Tabela 27 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2006	114
Tabela 28 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2007	114
Tabela 29 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2008	115
Tabela 30 - Matriz de correlações entre as variáveis.....	115
Tabela 31 - Matriz de correlações entre as variáveis em todo o período.....	116
Tabela 32 - Estatísticas de Kolmogorov-Smirnov no período pré-adoção	116
Tabela 33 - Estatísticas de Kolmogorov-Smirnov no período pós-adoção	117
Tabela 34 - Identificação dos outliers	118
Tabela 35 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2001.....	121
Tabela 36 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2002.....	121
Tabela 37 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2003.....	122
Tabela 38 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2004.....	122
Tabela 39 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2005.....	123

Índice de Tabelas

Tabela 40 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2006.....	123
Tabela 41 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2007.....	124
Tabela 42 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2008.....	124

Índice de Gráficos

Gráfico 1 –Evolução da frequência de relatórios modificados.....	66
Gráfico 2 - Evolução dos tipos de relatórios	67
Gráfico 3 – Análise de normalidade para o período 2005-2008.....	78
Gráfico 4 - Resíduos no ano de 2001.....	119
Gráfico 5 - Gráficos dos resíduos no ano de 2002.....	119
Gráfico 6 - Gráficos dos resíduos do ano de 2003.....	119
Gráfico 7 - Gráficos dos resíduos do ano de 2004.....	119
Gráfico 8 - Gráficos dos resíduos do ano de 2005.....	120
Gráfico 9 - Gráficos dos resíduos do ano de 2006.....	120
Gráfico 10 - Gráficos dos resíduos do ano de 2007.....	120
Gráfico 11 - Gráficos dos resíduos do ano de 2008.....	120

Índice de Figuras

Figura 1 - Relação entre os três níveis de eficiência informacional	10
Figura 2- Análise de normalidade no período 2001-2004	77
Figura 3 – Análise de normalidade para o período 2005-2008.....	78

Índice de Anexos

Anexo I - Lista das empresas cotadas no PSI Geral	104
Anexo II - ICB, Mercado, Tipo de acções, Negociação e compartimento das empresas do PSI geral.....	105
Anexo III - Empresas excluídas das amostras	106
Anexo IV - Gráficos das variáveis Cotação, Capacção e RL_acção	107
Anexo V - Lista das empresas com reservas	111
Anexo VI - Matrizes de correlação entre as variáveis	112
Anexo VII - Testes de normalidade	116
Anexo VIII – Lista das empresas com outliers	118
Anexo IX - Gráficos dos resíduos da regressão.....	119
Anexo X - Testes de diagnóstico de multicolinearidade	121

1 – Introdução

1.1 – Enquadramento geral

O Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de Fevereiro transpõe para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2003/51/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho, também designada por Directiva de Modernização Contabilística encontrando-se no seguimento da estratégia do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho. Este foi um marco decisivo para o futuro abandono do normativo nacional, o POC¹, para acolher um novo sistema de contabilidade baseado nas IAS/IFRS do IASB.

Aquele Decreto-Lei estabelece ainda no seu artigo 11.º que as entidades cujos valores mobiliários estejam a ser transaccionados em mercados regulamentados devem elaborar as suas contas consolidadas de acordo com as NIC. Como principal motivação deste caminho a nível Europeu, no que concerne a harmonização contabilística, é a qualidade de informação que os mercados financeiros exigem, nomeadamente o mercado Norte-Americano.

Marcando a última fase da aplicação da Directiva n.º 2003/51/CE, no dia 23 de Abril de 2009 foi aprovado em Conselho de Ministros o novo Sistema de Normalização Contabilística, baseado nas IFRS emanadas do IASB, não na sua forma pura mas de acordo com as normas adoptadas pela UE². Actualmente, o Sistema de Normalização Contabilística já está em vigor desde 01/01/2010, nos termos do Decreto-Lei n.º 158/2009 de 13 de Julho.

Para os utentes das demonstrações financeiras, nomeadamente os participantes dos mercados financeiros, existe desde logo uma consequência directa: a apresentação das demonstrações financeiras e a base de elaboração das mesmas serão diferentes, o que originará a necessidade de estudar o novo normativo para a correcta compreensão do relato financeiro produzido de acordo com o mesmo e assim assegurar a manutenção da utilidade da utilização deste tipo de informação.

¹ Plano Oficial de Contabilidade.

² Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho, e Regulamento (CE) n.º 1126/2008 da Comissão de 3 de Novembro.

Colocam-se as questões de se saber se há melhoria da qualidade da informação prestada pelas empresas, se há melhoria na qualidade dos resultados, se serão relatados valores mais relevantes³ para a determinação do valor e desta forma apresentar-se-ão como valores de maior utilidade para os utilizadores da informação contabilística.

Este tema apresenta-se assim de utilidade e interesse para os utentes das demonstrações financeiras que a partir delas tomam decisões, como por exemplo os investidores, os financiadores, os trabalhadores, o Estado, analistas financeiros, gestores, reguladores, ou seja, os *stakeholder*⁴s em geral.

1.2 – Problema de estudo.

Autores como Brealey e Mayers (1998), e Neves (2002) dizem-nos que qualquer activo tem um valor, incluindo uma empresa. As demonstrações financeiras produzidas pela contabilidade fornecem um manancial de informação de natureza económico-financeira da empresa, o que é um dos seus objectivos sendo, portanto, parte da matéria-prima para o trabalho dos financeiros, como é normalmente referido nos manuais de finanças.

Esses documentos, em particular o balanço, não fornecem, normalmente, o valor da empresa, sendo este determinado pelo mercado. Qualquer manual de finanças também nos refere que a partir das demonstrações financeiras das empresas é que começa o trabalho do financeiro, procedendo-se a uma série de transformações e correcções às demonstrações para efeitos de análise. Logo não fornece à partida de forma directa os elementos necessários para a análise numa perspectiva financeira. Estabelece-se uma relação biunívoca entre as finanças e a contabilidade.

A adopção das IAS/IFRS, e em particular as normas de valorização dos activos ao seu justo valor, sendo um critério baseado no mercado, deverá aproximar o valor contabilístico no balanço, isto é, os capitais próprios da empresa, ao seu valor

³ Este termo é utilizado como sinónimo de utilidade.

⁴ Todos aqueles que de forma directa ou indirecta têm interesse na entidade.

determinado no mercado. Por outro lado, o normativo internacional limita os critérios contabilísticos à escolha, aumenta a quantidade de informação a relatar, o que deverá permitir menor margem para os gestores gerirem os resultados através de critérios contabilísticos, ou até se quisermos, o recurso à denominada contabilidade criativa.

O problema em análise reside em saber, em primeiro lugar, qual a utilidade da informação contabilística para os seus destinatários, em especial os investidores, e em segundo lugar, se a aplicação do novo normativo conduz a uma melhoria do relato financeiro.

A literatura que nos serviu de referência confirma que a informação de natureza contabilística é utilizada pelos participantes nos mercados de capitais. Com a crescente internacionalização dos mercados, em especial o mercado de capitais, a utilização de diferentes normativos contabilísticos conduziu à necessidade de estudar a relevância da informação produzida de acordo com cada um desses normativos.

A conclusão a que se chega é que na generalidade dos casos a informação de natureza contabilística produzida de acordo com os modelos mais próximos do IASB se mostra mais relevante do que a informação produzida de acordo com normativos mais distantes, no nosso caso o POC, que é aplicado pela generalidade das empresas.

Atendendo às razões expostas no ponto anterior, o tema captou novamente a atenção dos investigadores, porque se tem agora a oportunidade de estudar *ceteris paribus* as alterações de normativos num país quando até então os estudos se debruçavam sobre comparações entre países podendo existir características próprias de cada país que poderiam estar a influenciar os resultados.

Os primeiros estudos apresentam resultados contraditórios não se podendo concluir nem generalizar que a adopção das normas do IASB conduza a que o relato financeiro seja localmente de maior utilidade.

Pretendemos contribuir com este trabalho para um melhor conhecimento do papel da informação contabilística no mercado de capitais Português e da melhoria dessa informação obtida com o normativo IASB. Procuramos ainda contribuir para a literatura sobre o tema com o conhecimento do papel das auditorias às contas e a influência exercida por uma reserva no relatório de auditoria no valor da empresa.

Pensamos que o estudo se revela interessante para o meio empresarial, académico e sociedade em geral dadas as circunstâncias da aplicação de forma generalizada em Portugal do novo normativo que é próximo do IASB e ao mesmo tempo procurar responder à questão da melhoria da qualidade do relato financeiro no caso Português.

1.3 – Objectivos e hipóteses de investigação.

Este trabalho trata da utilidade da informação contabilística para os utilizadores da mesma, em particular dos investidores. Trata, assim, de matérias dos domínios da Contabilidade e das Finanças. Os objectivos a atingir neste trabalho são:

- a) Definir a qualidade da informação contabilística;
- b) Determinar através da análise das empresas Portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, se houve uma melhoria da qualidade e relevância das demonstrações financeiras, comparando os períodos de análise de relato com base nas IFRS (2005-2008);
- c) Incluir na análise dessas mesmas demonstrações financeiras os relatórios de certificação legal de contas emitidas pelos ROC, por um lado para avaliar se de acordo com o novo normativo a qualidade das demonstrações financeiras melhor respeitam os princípios, e por outro, as reacções dos mercados aos relatórios de certificação legal de contas modificados;

Os objectivos enunciados são traduzidos nas questões em investigação para as quais se pretende dar resposta no presente trabalho. São elas:

- 1) A informação contabilística é relevante para os participantes do mercado de capitais?
- 2) A informação contabilística elaborada de acordo com o normativo do IASB é mais relevante do que a informação produzida de acordo com o POC?
- 3) A certificação legal de contas contribui para a explicação da avaliação do mercado?

Estas questões traduzem-se nas seguintes hipóteses:

H₁: A informação contabilística é relevante para a avaliação do valor de mercado da empresa.

H₂: A informação contabilística produzida de acordo com as normas do IASB tem maior relevância do que a informação produzida de acordo com o POC.

H₃: A existência de reservas nas contas é uma variável relevante para a avaliação de mercado da empresa.

A verificação das hipóteses enunciadas foi efectuada para as empresas não-financeiras com acções cotadas na *Euronext Lisboa*.

1.4 – Metodologia.

Os aspectos metodológicos essenciais são descritos em parte autónoma deste trabalho. A nossa abordagem centra-se no mercado de capitais e partimos do pressuposto de que o mercado de capitais Português é eficiente na forma semi-forte. De acordo com esta assumption que desenvolvemos mais pormenorizadamente no ponto 2.1.1, assumimos como verdadeiro valor da empresa a cotação da sua acção, isto é, a avaliação de mercado.

Deste facto, o Universo da Investigação as empresas não-financeiras com acções cotadas na *Euronext Lisboa*, que estejam obrigadas à elaboração das contas consolidadas, e desta forma obtivemos a avaliação de mercado, as contas consolidadas elaboradas de acordo com o POC e as mesmas elaboradas de acordo com as IAS/IFRS.

Realizámos o estudo com um razoável período temporal: quatro anos antes da adopção das normas do IASB e outros quatro anos após essa adopção. Ao longo desse período procurámos encontrar uma correlação positiva entre a cotação da acção e as variáveis contabilísticas Capital Próprio, Resultado Líquido do Exercício e a variável Certificação Legal de Contas (se tem uma reserva ou o contrário).

Através de adequados testes estatísticos procuramos responder à primeira questão formulada e através da comparação entre os resultados entre os períodos acima descritos procuramos responder à segunda. A inclusão da variável Certificação Legal de Contas permitiu responder à terceira questão formulada.

Estendemos ainda a nossa investigação a um campo não centrado no mercado que a literatura recente tem vindo a utilizar. Com esta abordagem pretendeu-se complementar a análise centrada no mercado e responder às questões formuladas, de acordo com as definições de qualidade da informação contabilística identificadas na literatura.

Neste último caso procurámos estudar as relações entre *Cash Flows*, Resultados Líquidos e o Acréscimo e na verificação de propriedades que os Resultados Líquidos devem apresentar que melhor traduzam a realidade económica subjacente da entidade.

1.5 – Resultados e contribuições

Os resultados obtidos no nosso estudo indicam que a informação contabilística é relevante, embora moderadamente, na avaliação feita pelos investidores. Este resultado é consistente com a assumpção da existência de outras fontes de informação para além da contabilística.

Concluimos que no período em que as contas foram elaboradas de acordo com as IAS/IFRS, a relevância da informação não aumentou, o que contraria a hipótese formulada, mas que é consentâneo com alguns trabalhos empíricos realizados no mesmo contexto que o nosso, nomeadamente com o primeiro estudo que conhecemos aplicado ao caso Português realizado por Morais e Curto, (2008) ainda que este último tenha só dois anos de contas expressas em IAS/IFRS e um deles (2004) derroga a nossa assumpção de eficiência.

Apesar de não encontrarmos evidência de melhoria, existem indícios no crescimento da relevância dos Resultados Líquidos ao mesmo tempo que o oposto ocorre no que diz respeito aos Capitais Próprios. Estes resultados contrariam o previsto na literatura.

Contribuímos para a literatura ao encontrarmos evidência de que a existência de reservas na Certificação Legal de Contas é uma variável importante quando se analisam os dados contabilísticos, dado que a sua existência está positivamente correlacionada com a avaliação de mercado.

1.6 – Estrutura da dissertação

Para além do presente capítulo no qual se pretendeu apresentar resumidamente o presente trabalho, a dissertação estrutura-se em mais cinco capítulos e anexos que se resumem a seguir:

Capítulo 2 – *Revisão de Literatura*: efectuámos uma revisão de literatura o que nos permitiu aumentar o conhecimento sobre o tema em estudo, quer de natureza teórica quer empírica. Nesta revisão clarificamos os conceitos utilizados e apresentamos a evolução desta área de investigação até ao estado em que actualmente se encontra.

Capítulo 3 – *Metodologia*: após a revisão de literatura apresentamos neste ponto pormenorizadamente a metodologia que seguimos para a obtenção e análise dos dados, assim como as opções que tomámos com a finalidade de obter as respostas para as questões formuladas.

Capítulo 4 – *Resultados*: definida a metodologia adoptada, efectuamos o nosso estudo e apresentamos, discutimos e comparamos os resultados obtidos na nossa análise empírica.

Capítulo 5 – *Conclusões*: neste ponto concluímos o nosso trabalho, reunindo as principais conclusões, identificamos o grau de concretização dos objectivos propostos e as limitações de estudo do nosso trabalho. Tendo como base o exposto apresentamos sugestões para futura investigação.

2 – Revisão de literatura

2.1 – A teoria da eficiência dos mercados de capitais

Iniciamos a nossa revisão de literatura apresentando a Teoria da Eficiência dos Mercados de Capitais. A formalização desta teoria marcou o início de estudos no nosso âmbito, permanecendo ainda hoje como uma *assumpção* largamente assumida na literatura sobre o tema.

2.1.1 – O mercado eficiente

É no final da década de 60 que se consolida e formaliza o conceito de “mercado de capitais eficiente”, com o artigo de Fama (1970), no qual o autor apresenta uma revisão teórica e empírica da literatura sobre o tema. Este artigo marca a evolução da teoria financeira não só pela formalização da teoria dos mercados de capitais eficientes, mas também porque lançou os fundamentos para posteriores investigações.

De acordo com o ponto anterior, num mercado eficiente, os preços dos activos deverão reflectir de forma imediata⁵ toda a informação disponível. Consequentemente, toda a informação disponível no momento t (Φ_t) que leve a uma alteração das expectativas dos *cash flows* futuros deverá ser imediatamente incorporada no seu preço, impossibilitando o investidor de obter rendibilidades supranormais⁶.

Num mercado em que não existem custos de transacção e de aquisição de informação, estando a informação disponível para todos os intervenientes e considerando que todos estão de acordo com o impacto da informação, os preços dos títulos devem reflectir toda essa informação disponível. Estas condições são suficientes, mas não necessárias para um mercado eficiente.

⁵ Como refere Pires (2008:161) uma boa definição de eficiência deve prever o que acontece quando chega ao mercado nova informação.

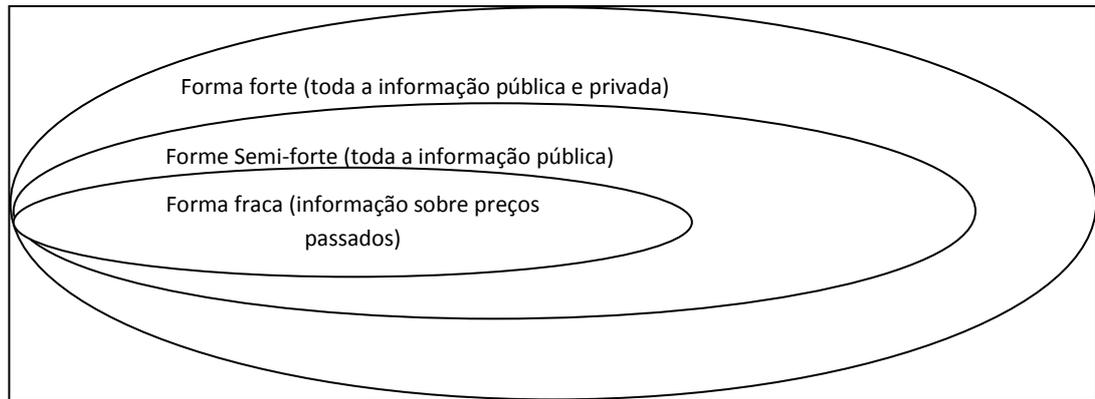
⁶ Por rendibilidade supranormal entende-se um excesso de rendibilidade medido pela diferença entre a rendibilidade efectiva e a estimada a partir dum modelo, como por ex. o *Capital Asset Model Price* (CAPM).

O autor acima referenciado faz a distinção de testes de eficiência em três níveis, de acordo com o tipo de informação reflectida no preço dos títulos. No primeiro nível temos o mercado eficiente na forma fraca (*weak form*) se os preços dos títulos reflectirem toda a informação contida nos seus preços históricos, não sendo possível obter rendibilidades anormais com base no estudo dos preços passados (quanto exactamente podemos prever as rendibilidades futuras com base em rendibilidades passadas?). No segundo nível temos o mercado eficiente na forma semi-forte (*semi-strong form*) se os preços reflectem toda a informação pública relevante para a avaliação do preço (com que rapidez os preços das acções reflectem os anúncios de informação pública?). No terceiro e último nível, temos a forma forte de eficiência (*strong form*) se os preços reflectem para além da informação anteriormente enunciada, informação privilegiada, o que implica que nenhum investidor consiga obter rendibilidades anormais com base em qualquer fontes de informação, seja ela pública ou privada (possui algum investidor informação privilegiada que não está completamente reflectida no preço?).

Em 1991 Fama altera a designação dos testes anteriormente adoptada. Em vez de testes de mercado na forma fraca, passa a designar por testes de previsão de rendibilidades por incluir uma maior área mais geral do que rendibilidades passadas. No caso dos testes de eficiência na forma semi-forte passa a designar por estudo de eventos e por último em vez de testes da forma forte de eficiência passa a designar por testes a informação privada.

Contudo, apesar da renomeação de testes, na literatura ainda se adopta com muita frequência a primeira classificação.

Figura 1 - Relação entre os três níveis de eficiência informacional



Fonte: Adaptado de Ross, *et al* (2008:375)

Podemos então formalizar a definição do valor duma acção, assumindo que não existe um limite temporal para o investimento, como o valor actual dos fluxos financeiros futuros que o investidor espera receber. Em termos de notação podemos escrever:

$$P_t = V_t \equiv \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E_t [D_{t+n}]}{1 + E[r]^n} \quad (1)$$

onde P_t representa o preço da acção no momento t , V_t é definido como o valor intrínseco da acção no momento t , $E_t [D_{t+n}]$ é o valor esperado dos dividendos futuros para o período $t+n$ baseado na informação disponível no momento t e $E[r]$ é o valor da taxa de rendibilidade exigida pelos investidores tendo em conta o risco da acção. A equação (1) mostra que existem dois elementos muito importantes na estimação do valor intrínseco duma acção, sendo um dos elementos a estimação dos fluxos de dividendos esperados em todos os períodos futuros e o outro elemento a estimativa da taxa de desconto apropriada tendo em conta o nível de risco da acção, e tudo isto com a informação de que se dispõe no momento t .

O valor corrente de mercado, num mercado eficiente (verificando-se as condições enunciadas), seria um estimador não enviesado⁷ do valor intrínseco da acção.

⁷ Um estimador \hat{Y} diz-se não enviesado ou centrado para Y , se $E(\hat{Y})=Y$

2.1.2 – Definição alternativa de mercado eficiente

As ditas condições suficientes⁸, mas não necessárias enunciadas por Fama (1970), não se verificam no mundo real, pois como sabemos existem custos de transacção, e também custos de aquisição de informação e poderá nem sempre estar disponível toda a informação a todos os intervenientes.

A teoria da eficiência dos mercados enfrenta assim sérios desafios, como são os recentes desenvolvimentos nas finanças comportamentais e na adopção da teoria do caos⁹ nas finanças.

Como refere Pires (2008:162-163), os ajustamentos à nova informação não são automáticos, dada a especificação da eficiência de mercado e o mundo real. A forma correcta de olhar para a eficiência de mercados (dado existirem custos de transacção e informação), é como um mecanismo de autocorreção. Assim, um mercado será eficiente, ao surgirem ineficiências, as mesmas desaparecerem como consequência da busca de ganhos extraordinários por parte dos investidores até ao ponto em que tal se releve vantajoso.

O autor refere duas razões para a adopção desta perspectiva: o facto de um mercado eficiente não ser continuamente eficiente e o facto de que, surgindo ineficiências, as mesmas serão eliminadas através da exploração das mesmas por parte dos investidores.

A conclusão é a de que na realidade não existem mercados perfeitamente eficientes interessará mais medir o grau de eficiência (qual a rapidez com que o mercado corrige a ineficiência).

Apresentámos a teoria que fundamentou os estudos desenvolvidos neste tema. De seguida analisaremos os principais desenvolvimentos metodológicos que têm permitido o estudo a eficiência dos mercados de capitais.

⁸ Ausência de custos de transacção e aquisição de informação, disponibilidade de toda a informação a todos os intervenientes e considerando que todos estão de acordo com o impacto dessa informação, conforme ponto anterior.

⁹ A teoria do caos terá surgido da colaboração entre economistas, físicos e matemáticos.

2.2 - Estudo de eventos e estudos de associação

O trabalho de Fama *et al.* (1969) introduziu a metodologia do estudo de acontecimentos, ainda hoje muito utilizada em diversos trabalhos nas áreas das finanças e contabilidade.

Neste trabalho, os autores realizaram um teste conjunto da eficiência de mercado de capitais e do modelo de mercado de estimação das rendibilidades esperadas de rendibilidades anormais. Esta inovação metodológica permitiu aos investigadores alinhar amostras de empresas em momentos de acontecimentos e depois examinar o comportamento dos preços dos títulos antes, durante e após o evento, como por exemplo *Stock-Splits* (Fama *et al.*, 1969) e anúncios de resultados (Ball e Brown, 1968; Beaver, 1968).

Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram pioneiros nos estudos da informação contabilística nos mercados de capitais. Ambos os autores conduziram um estudo de acontecimentos e Ball e Brown também efectuaram um estudo de associação.

De acordo com Kothari (2001), num estudo de acontecimentos procuramos aferir se um evento, como por exemplo um anúncio de resultados, contém ou não nova informação para os participantes de mercado reflectidas em alterações no nível de variabilidade dos preços dos títulos ou no volume de transacção dos mesmos em determinado período temporal em torno do acontecimento.

O termo “*nova informação*” é um conceito importante, pois existem várias fontes de informação¹⁰, e por isso, pode o mercado ter antecipado um eventual ajustamento no preço, como por exemplo relativamente ao anúncio de resultados.

Ainda de acordo com Kothari (2001), num estudo de associação, procuramos testar uma correlação positiva entre uma medida contabilística de desempenho (como por exemplo resultados, *cash flow* operacional, *etc.*) e as rendibilidades/preços, ambos medidos num período temporal contemporâneo relativamente longo (por exemplo entre um a cinco anos).

¹⁰ A informação contabilística não é monopolista, existindo outro tipo de informação utilizada, como por ex. taxas de juro, anúncios de dividendos, de entre outros relevantes para o mercado.

Como os participantes do mercado têm acesso a uma tipologia diversificada de informação sobre as empresas de forma mais tempestiva, neste tipo de estudo não se assume que a informação contabilística seja a única fonte de informação para os participantes do mercado. Consequentemente, não é aferida nenhuma relação causal entre a informação contabilística e o movimento de preços dos títulos. O objectivo é o de testar se e com que rapidez as medidas contabilísticas capturam alterações no conjunto de informação que é reflectida no preço dos títulos num período de tempo.

2.3 – A contabilidade e a eficiência do mercado

Após as primeiras evidências de eficiência e de que a informação contabilística é relevante para o mercado de capitais colocou-se a questão de saber se a alteração de políticas contabilísticas permitem aumentar o valor de mercado da empresa. De seguida introduzimos esta questão que se prende com a eficiência do mercado por um lado e com a comparabilidade da informação contabilística por outro. Encontramos evidência de eficiência assim como concluímos que a comparabilidade da informação assume um carácter diferente quando se trata de comparabilidade entre normativos diferentes.

2.3.1 – A assumpção da contabilidade criativa

Referimos a propósito da teoria da eficiência do mercado financeiro que a informação é um factor importante na valorização dos activos financeiros produzindo a contabilidade uma parte importante da informação utilizada (mas não exclusiva) pelos participantes do mercado.

Como referem Ross *et al* (2008:391-397) a teoria da eficiência do mercado de capitais tem relevância para as finanças empresariais, enumerando quatro implicações da eficiência para os gestores, da qual nos interessa no âmbito deste trabalho, a primeira: a selecção de políticas contabilísticas.

Sabemos que a contabilidade nos oferece um leque de escolhas de políticas contabilísticas¹¹ como por exemplo, a escolha de critérios valorimétricos na

¹¹ Ou escolhas contabilísticas discricionárias.

valorização de inventários (custo médio ponderado, FIFO, *etc.*), escolha das políticas de depreciação dos investimentos em activos fixos tangíveis (quotas constantes, quotas degressivas, *etc.*), entre outras.

Naturalmente que os gestores preferem que as suas empresas se apresentem com elevadas cotações em detrimento de baixas cotações no mercado. A questão que se coloca é se podem os gestores optar por políticas contabilísticas através das quais maximizem os resultados da empresa, em detrimento de outras que se mostrem mais adequadas, como forma de aumentar o seu valor.

Ross *et al.* (2008:391-392) argumentam que as escolhas discricionárias contabilísticas não devem afectar o preço das acções se forem respeitadas duas condições: a primeira é a de que os relatórios anuais forneçam informação suficiente de forma que os analistas possam estimar as diferenças entre tais alternativas; a segunda é a de que o mercado deve utilizar apropriadamente toda a informação contabilística na determinação do preço de mercado, isto é, a assumpção de que o mercado é eficiente na forma semi-forte, tal como explicitado no ponto 2.1.1.

Também Brealey e Myers (1999:342-344) argumentam no mesmo sentido.

Saber se recorrendo a escolhas discricionárias¹² em matérias contabilísticas, se consegue ou não criar ilusões financeiras, referem Ross *et al.* (2008:391-392) que a resposta é uma questão emprírica¹³.

Fruto da evolução da teoria financeira e metodológica para o estudo da eficiência, surgiram os primeiros trabalhos que se debruçam sobre o mercado e a informação contabilística.

A primeira questão que captou a atenção dos investigadores foi a de saber se são, ou não, criadas ilusões através de alterações de políticas contabilísticas. Consequentemente se os investidores se deixarem iludir, a cotação do título deverá sofrer uma correcção no preço, incorporando a ilusão criada.

¹² Opções entre critérios de valorimetria, depreciação dos activos, não afectam os *cash flows*, mas sim os resultados. Evidentemente que ao afectar o resultado afectará o eventual *cash flow* para os investidores no que concerne aos dividendos.

¹³ Como se viu teoricamente não (a realidade económica subjacente à empresa permanece a mesma), mas se o mercado se ajusta a essas alterações contabilísticas ou não é preciso testar empiricamente.

As primeiras evidências empíricas apontam no sentido do mercado não reagir a mudanças nos critérios ou políticas contabilísticas (evidência de eficiência). Ball (1972) e Sunder (1975,1973), de entre outros autores confirmam que o mercado não se deixa iludir, excepto se de tais alterações resultar o aumento dos *cash flows* provocados pela protecção fiscal.

2.3.2 – A importância da comparabilidade da informação financeira

Para além dos critérios contabilísticos alternativos e sua manipulação com a intenção de melhorar os resultados reportados, também Brealey e Myers (1999:777) chamam à atenção das práticas contabilísticas estrangeiras que variam muito de país para país, dando o exemplo da *Daimler-Benz* que entrou em 1993 no mercado de capitais Norte-Americano, cotando-se na bolsa de Nova York. Teve, por isso, que efectuar a reconciliação das contas produzidas de acordo com o normativo Alemão com o normativo “*mais revelador*” Norte-Americano. Dessa reconciliação, dum modesto lucro reportado, de acordo com as normas Alemãs, passou a reportar um prejuízo de 592 mil milhões de dólares. Ross *et al.* (2008:63-64), sublinham para o mesmo problema.

Diferentes normativos nacionais colocam em causa a comparabilidade entre empresas do mesmo sector. Para além disso, num contexto de internacionalização, originam outros problemas como o caso da prestação de contas consolidadas pelas empresas mãe cujas filiais preparam as contas de acordo com uma diversidade de normativos locais, como o caso da Norte-Americana General Electric.

Em Portugal temos também o conhecido caso BCP. De acordo com comunicado do BCP (www.millenniumbcp.pt), em Portugal, de acordo com as normas Portuguesas o banco reportou no ano de 2001 um resultado líquido consolidado positivo de 571,6 milhões de euros e uma situação líquida consolidada no valor de 2.187,2 milhões de euros.

As mesmas contas do BCP, reconciliada para as normas contabilísticas aplicadas nos EUA, apresentaram um resultado líquido consolidado negativo de 1.403,8 milhões de euros e uma situação líquida consolidada de 5.905 milhões de euros.

Estas diferenças são bastante significativas e merecem a nossa atenção, principalmente num contexto internacional, uma vez que, *ceteris paribus*, normativos diferentes podem originar estas diferenças significativas.

Surge o argumento do regulador do mercado de capitais Norte-Americano *SEC* (*Securities and Exchange Commission*) de que a imposição desta reconciliação tem como finalidade que os investidores locais melhor entendam e possam comparar esta informação, o que é consistente com as conclusões do estudo de Emir *et al.* (1994).

No campo empírico, Emir *et al.* (1994) realizaram um estudo no sentido de saber se no caso do mercado de capitais Norte-Americano, a reconciliação das demonstrações financeiras produzidas de acordo com um normativo estrangeiro para as normas Norte-Americanas têm valor relevante, quer a nível global, quer a nível das suas componentes, providenciando assim a resposta à questão de se abrirem horizontes sobre a relevância de mensurações contabilísticas alternativas.

As conclusões deste trabalho traduzem-se, globalmente, no facto da reconciliação entre normativos (em particular, a revalorização dos investimentos em Activos Fixos Tangíveis e ao *Goodwill* Capitalizado¹⁴), podem evidenciar resultados muito diferentes.

Lang *et al.* (2003), também confirmam que, apesar das reconciliações, permanecem diferenças por explicar. Por outro lado, Leuz (2005) aponta possíveis explicações para tal conclusão a que os autores anteriores chegam, de que factores determinantes¹⁵ da contabilidade dos países originários permanecem nas reconciliações.

Barth, *et al.* (2009, 2006) encontram evidência de que a adopção das normas do IASB apresenta uma melhor qualidade de que as reconciliações, contudo

¹⁴ A norma IFRS 3 revista define o «*goodwill* como um activo que representa os benefícios económicos futuros resultantes de outros activos adquiridos numa concentração de actividades empresariais que não sejam individualmente identificados nem separadamente reconhecidos».

¹⁵ No ponto 2.3.4 abordaremos mais detalhadamente este tema.

comparando as demonstrações preparadas de acordo com as IAS/IFRS, com as contas preparadas de acordo com o USGAAP, apesar de ter melhorado a comparabilidade, há diferenças que persistem.

2.3.3 – O problema da diversidade contabilística

No ponto anterior vimos que a diversidade contabilística não ajuda à eficiência dos mercados de capitais, nem tão pouco ao processo de internacionalização das empresas, na medida em que fica em causa a comparabilidade das demonstrações financeiras.

A diversidade conduzirá conseqüentemente a um aumento dos custos de processamento e obtenção de informação na medida em que na empresa mãe existirá um processo prévio de tratamento das contas das suas filiais para se poder consolidar e, em casos de contas que até podem não ser consolidadas, ao serem elaboradas de acordo com outras bases originam a não correcta compreensão dos investidores locais das contas preparadas com base noutros normativos contabilísticos. Neste caso, existem pelo menos os custos de reconciliação das contas¹⁶.

No fundo podemos concluir que a diversidade contabilística num mercado global, como é o caso do mercado Norte Americano, e mesmo o Europeu (hoje a nível de bolsa temos a *NYSE Euronext*, que gere as principais bolsas americanas e europeias) a hipótese de eficiência pode estar em causa por dois motivos: o primeiro pelos custos da informação e o segundo porque informação preparada sob diferentes perspectivas, não obstante a elaboração da reconciliação, pode não ser, ainda assim, susceptível de conduzir a que todos estejam de acordo com o impacto da informação.

Saudagaran e Meek (1997), Choi e Levich (1991), citados por Rodrigues e Guerreiro (2004:13), concluem que os efeitos da diversidade contabilística são reais e afectam quer os participantes do mercado quer as próprias transacções internacionais, diminuindo a utilidade das demonstrações financeiras para utilizadores de nacionalidade diversa da das empresas em questão.

¹⁶ Tomamos ainda como exemplo o mercado Norte-Americano.

Tais efeitos pode conduzir a que os investidores invistam em empresas menos eficientes e com menor retorno para o investidor apenas porque compreendem as suas demonstrações financeiras e entendem que o risco é menor.

2.3.4 – Determinantes da diversidade contabilística

Dada a importância do paradigma da diversidade contabilística, entendemos pertinente dar algum destaque ao assunto.

No ponto anterior vimos que a diversidade é um problema real no mercado global. De seguida expomos as razões que levaram a essa diversidade.

Grande parte da literatura identifica dois grandes *clusters* de países de acordo com dois grandes modelos primários de sistemas contabilísticos: o modelo Continental e o modelo Anglo-Saxónico (Cabrita, 2008; Platikanova e Nobes 2006; Ball, 2005; Rodrigues e Guerreiro, 2004; Meek e Thomas, 2004; Bartov *et al.*, 2002; Leuz e Verrecchia, 2000; Ball, *et al.*, 2000; Dermiguc-Kunt e Levine, 1999; Ali e Huang, 1999; La Porta, *et al.*, 1997; Joos e Lang, 1994).

Segundo Joos e Lang (1994) os países originadores destes dois modelos são também os casos mais extremos da UE, sendo o modelo Continental originário da Alemanha e o modelo Anglo-Saxónico originário do Reino Unido.

Ball (1995), para além do grupo Continental e Anglo-Saxónico, enumera um terceiro grupo a que corresponde a América Latina, não obstante as influências dominantes serem as do bloco Continental por terem sido ex-colónias Portuguesas e Espanholas. Na sua grande maioria, os seguidores deste modelo têm problemas próprios que os faz distanciar deste modelo Continental, como é o caso da persistente alta inflação que se verifica neste bloco de países. Feita esta distinção, limitamos agora a análise às diferenças dos dois primeiros grandes blocos, que foram designados de primários.

De acordo com a literatura que nos serviu de referência (acima enunciada), enumeramos os factores específicos de cada país que explicam a diversidade contabilística internacional:

- Tipo de sistema legal.

Direito Romano: Temos os países denominados de direito codificado (ou direito Romano), em que as organizações profissionais têm pouca influência no estabelecimento das normas contabilísticas, sendo as mesmas estabelecidas pelos Estados sob a forma de lei (v.g. o POC), portanto de aplicação obrigatória. Este tipo de sistema legal é avesso ao risco e conseqüentemente, com uma maior prudência inserta no seu normativo contabilístico. Este tipo de sistema legal é característico dos países continentais.

Lei Comum: nos países com esta estrutura legal (modelo Anglo-Saxónico) a estrutura legal baseia-se no denominado direito comum (*Common Law*) onde as leis não são pré-estabelecidas (não são codificadas) sendo assentes nas práticas aceites por todos como comuns (jurisprudência). Neste tipo de países, as normas contabilísticas são estabelecidas por organismos profissionais de natureza privada, que embora não tenham força de lei, são aceites desde que tenham por fim determinar de forma apropriada e verdadeira a situação financeira da entidade.

- Tipo de sistemas financeiros

Baseados na banca: nesta orientação de sistema financeiro, a principal fonte de financiamento das empresas é o sistema bancário, portanto predomina o crédito. Neste tipo de sistema (característico do modelo continental), dado ser o crédito a principal fonte de financiamento, privilegia-se a protecção dos credores. Neste tipo de sistema financeiro a propriedade das empresas é do tipo familiar. Estes factores afectam o nível de informação financeira produzida, não satisfazendo assim as necessidades de informação dos investidores, dado que os bancos (principais financiadores) normalmente acedem facilmente à informação financeira, e estarão mais preocupados com a liquidez das empresas e seus activos que possam funcionar como colateral.

Baseados no mercado: nesta orientação de sistema financeiro existem mercados financeiros extremamente evoluídos e activos, sendo nas bolsas de valores onde as empresas se financiam, quer através de capital próprio (acções) quer de dívida (por ex. obrigações). Nestes mercados fortes e dinâmicos, as demonstrações financeiras estarão mais orientadas para colmatar as necessidades de informação dos investidores, quer em qualidade, quer em quantidade.

- Sistema Fiscal

Sistema fiscal: Os sistemas fiscais também são factores explicativos importantes, pois nos países continentais a tributação é feita com base na contabilidade, exercendo por isso forte influência nas práticas contabilísticas. No caso dos países Anglo-saxónicos, o sistema fiscal é autónomo da contabilidade, não exercendo por isso forte influência na contabilidade. Naturalmente que nos casos de direito codificado, sendo o Estado que estabelece as normas contabilísticas, e sendo um dos principais interessados na informação financeira com vista à tributação e outros objectivos de natureza governativa, esta associação entre a contabilidade e a fiscalidade é mais forte.

- Factores culturais

De acordo com Hofstede (1984, 1983, 1980) citado por Gray (1988) as variáveis culturais desempenham também um papel importante, nomeadamente as seguintes dimensões: o distanciamento em relação ao poder; o individualismo; a masculinidade; o grau de aversão que os membros duma colectividade têm relativamente à incerteza; os níveis de desenvolvimento educacional, entre outros.

Gray (1988) propõe no seu trabalho um quadro para análise do impacto da cultura organizacional no desenvolvimento dos sistemas contabilísticos a nível internacional¹⁷. Este autor identifica as seguintes dimensões no que respeita à sub cultura contabilística. São o profissionalismo, a uniformidade, o conservadorismo e o secretismo.

¹⁷ Conjunto de valores, crenças e hábitos partilhados pelos membros duma organização que interagem com a sua estrutura formal produzindo normas de comportamento.

- Laços políticos e económicos.

Como vimos anteriormente acerca dos grandes blocos em que se divide a diversidade contabilística internacional, mencionámos o bloco identificado por Ball (1995), em que se falava da América Latina, enquanto produto da colonização dos países e que, assim as práticas contabilísticas foram impostas ou até normalmente incorporadas na cultura contabilística desses países.

Em resumo, existem vários factores endógenos e exógenos dos países que justificam a diversidade contabilística internacional.

Assim, podemos afirmar que se compreendem as razões que levam à diversidade, mas não se pode deixar de reconhecer que a diversidade não é compatível com o actual mundo globalizado, constituindo um entrave ao eficaz funcionamento dos mercados em geral e do mercado de capitais em particular.

2.4 – A harmonização contabilística internacional.

De seguida faremos algumas considerações sobre a harmonização contabilística a nível internacional e, no âmbito do nosso trabalho, desenvolveremos com maior profundidade os casos particulares da UE e de Portugal.

O esforço de harmonização a nível internacional é relativamente recente e tem por objectivo fundamental a eliminação dos problemas anteriormente enunciados, visando um sistema que seja aceite a nível mundial para que as empresas locais preparem as suas demonstrações financeiras e assim melhor acedam aos mercados de capitais internacionais e simultaneamente contribuam para a sua eficiência de informação.

2.4.1 – A harmonização no contexto internacional

Muitas vezes, o termo harmonização contabilístico é utilizado com sentidos diversos confundindo-se por vezes harmonização com standardização. Importa assim iniciarmos este ponto distinguindo estes dois conceitos.

De acordo com Cañibano e Mora (2000), e Rodrigues e Guerreiro (2004) a standardização implica a uniformização dos referenciais contabilísticos em todos os países que participem neste esforço. É por isso um paradigma no sentido da uniformidade global.

A harmonização implica a reconciliação entre vários pontos de vista e permite diferentes requisitos em países individualmente considerados desde que não haja conflitos lógicos. É assim um processo do qual se avança da diversidade para a comparabilidade global. Quando comparados os dois processos, a harmonização é mais realista e ao mesmo tempo uma abordagem conciliatória e mais alcançável do que a standardização.

Na prática, o que se procura é a comparabilidade global, que só pode existir quando para determinado evento ou transacção, os mesmos tenham a mesma base de tratamento contabilístico. Consequentemente, as demonstrações financeiras serão comparáveis se divulgarem de forma idêntica esses eventos. Por outro lado, as grandezas nelas inscritas devem ter subjacentes os mesmos critérios de valorização e mensuração.

Ball (2005) e Rodrigues e Guerreiro (2004) situam o primeiro impulso no esforço de harmonização contabilística em 1904 no Congresso mundial de contabilistas em Saint Louis, nos Estados Unidos da América. A grande diferença entre este Congresso e a actualidade reside no facto de em 1904 o tema central ser a harmonização, mas a nível nacional, ao passo que actualmente se trata de harmonização a nível internacional.

Como referimos nos pontos 2.3.2 e 2.3.3 é compreensível, à luz dos factores enunciados, a existência da diversidade contabilística a nível internacional. Porém, reconhecidamente essa diversidade não é compatível com o fenómeno da globalização da economia, no sentido da quebra de fronteiras físicas entre os países,

estabelecendo-se trocas internacionais de tal forma que as economias se tornam interdependentes.

O fenómeno da globalização acentuou-se durante os últimos anos, muito contribuindo para este efeito o rápido desenvolvimento a que temos vindo a assistir no domínio das tecnologias da comunicação e de informação, ficando muitas vezes os mercados (particularmente os financeiros) associados a uma mera operação electrónica. De acordo com Rodrigues e Guerreiro (2004:12), a globalização da economia mundial é a razão da recente pressão no sentido da harmonização contabilística internacional. Esta pressão alterou a actuação dos utilizadores, emissores, reguladores (quer de mercados, quer da informação financeira) o que intensificou a necessidade dum linguagem contabilística a ser utilizada e compreendida a nível mundial.

2.4.2 – A harmonização a nível da União Europeia

Os próprios objectivos da UE (criação dum mercado comum que culminaria numa União Económica e Monetária), que remontam 1957 com a instituição pelo tratado de Roma são *de per sí* suficientes para justificar a necessidade dum harmonização contabilística a nível da UE. Como referem Cañibano e Mora (2000), o fluxo livre e comparável de informação financeira resultante da harmonização contabilística é condição necessária para atingir o mercado comum na UE. Na nossa opinião este é um argumento de peso para a necessidade de harmonização contabilística a nível da UE.

Joos e Lang (1994) estudam o efeito da diversidade contabilística, elegendo a UE dada a sua natureza. Os países escolhidos foram a Alemanha, o Reino-Unido e a França. Na escolha destes países pesou o facto que, de acordo com a literatura, a Alemanha e o Reino-Unido serem os originadores dos dois modelos primários de orientação contabilística (no caso Alemão, o modelo continental e no caso Inglês o modelo Anglo-Saxónico). No caso da França, pelo facto do seu modelo se situar numa zona intermédia entre os modelos seguidos pelos dois países referidos anteriormente.

As conclusões deste estudo são importantes dado que evidenciam diferenças significativas nos rácios financeiros e na avaliação que o mercado de capitais faz dos dados contabilísticos. Estas diferenças, de acordo com os autores, não são explicadas por factores macroeconómicos nem pelas composições das amostras.

Outra evidência encontrada aponta no sentido de se concluir pela ineficácia da legislação nacional destes países, em consequência das directivas comunitárias emitidas com a finalidade de se criar um referencial contabilístico integrado. Este teria como objectivo servir de base à admissão aos mercados financeiros, o que ao mesmo tempo facilitaria o investimento externo das empresas europeias.

Estas conclusões são consistentes com a comunicação COM 95 (508)¹⁸ da comissão intitulada: ***“Harmonização contabilística: Uma nova estratégia relativamente à harmonização internacional”***.

Em matéria de harmonização contabilística a UE optou inicialmente pela via legislativa emitindo Directivas.

O Conselho das Comunidades Europeias emitiu em 25/07/1978 a Directiva 78/669/CEE (4ª Directiva) relativa às contas anuais de certa forma de sociedades. Pretendeu-se com esta Directiva a coordenação das disposições nacionais dos vários Estados-Membros respeitantes à estrutura e conteúdo das contas anuais, do relatório de gestão, critérios de valorimetria assim como o exame e divulgação desses documentos.

Posteriormente a CEE emitiu em 13/07/1983 a Directiva 83/349/CEE (7ª Directiva), a qual trata da divulgação da informação financeira consolidada. Dezoito anos mais tarde, em 27/09/2001, foi publicada a Directiva 2001/65/CE que altera a 4ª Directiva, a 7ª Directiva e a Directiva 86/635/CEE que estabelece os critérios de valorimetria aplicáveis às contas anuais e consolidadas, adoptando-se o critério do Justo Valor¹⁹.

¹⁸ Comunicação da Comissão Europeia ao Conselho Europeu estando disponível para consulta em http://ec.europa.eu/internal_market/accounting/docs/com-95-508/com-95-508_pt.pdf

¹⁹ De acordo com a IAS 39, o justo valor é a «quantia pela qual um activo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transacção em que não exista relacionamento entre elas».

Abandonou-se assim a ideia de criar um organismo próprio, decidindo-se pela adopção de normas contabilísticas emanadas por organismos especializados e de reconhecida qualidade. Para o efeito decidiu-se que as normas do IASB por estarem mais próximas dos objectivos e necessidades, da informação contabilística garantiram que ficasse assegurado a coerência das normas com a política económica da UE.

Como refere a comunicação da comissão a que aludimos anteriormente, reconhece a comissão o seguinte:

- As 4.^a e 7.^a Directivas permitiram o reconhecimento mútuo dos países membros para efeitos de admissão à cotação dos valores mobiliários em toda a UE;
- As mesmas directivas não respondiam a todas as necessidades dos elaboradores das contas e que fixam normas em matérias contabilísticas;
- As contas elaboradas em acordo com estas directivas e respectivas legislações nacionais não são aceites noutros mercados, nomeadamente nos Estados- Unidos, pela SEC;
- A procura de capitais por parte de empresas europeias noutros mercados, com ênfase nos EUA, é forçada a preparar outro conjunto de contas para aqueles efeitos;
- Tal facto contribui para a redução da falta de competitividade, dado ser um processo complexo e oneroso e que contribui para uma maior discricionaridade;
- O facto de a UE não ter quaisquer intervenções no desenvolvimento das normas contabilísticas dos EUA;
- Conduz a uma falta de influência da UE em matéria contabilística.

Resultou daqui a opção pela aproximação ao IASB, passando a UE a trabalhar em colaboração com o IASB, com a finalidade de adoptar as suas normas, sendo as mesmas filtradas de forma a garantir a sua conformidade com o direito comunitário.

Na sequência da decisão política da Cimeira de Lisboa em Março de 2000, a UE emitiu o Regulamento (CE) n.º 1606/2002, de 19/07/2002, que obriga os grupos de

empresas cotados a apresentar as suas contas de acordo com as IAS/IFRS, a partir de 01/01/2005, deixando aos Estados Membros a decisão de permitir a adopção das IAS/IFRS noutros casos.

Este processo culminou com a publicação do Regulamento (CE) n.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho de 19 de Julho de 2002 relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade.

Este regulamento foca-se no contributo para o mercado de capitais, derivado da adopção das normas internacionais de contabilidade aprovadas pela UE, dando como prazo limite o ano de 2005 para a sua adopção, para que os Estados Membros e as suas empresas disponham de tempo para que possam preparar de forma adequada o processo de transição.

Armstrong *et al.* (2009) realizaram um estudo de eventos²⁰, no qual procuraram examinar a reacção dos mercados de capitais europeus relativamente a 16 eventos relacionados com a adopção das normas do IASB na Europa, tendo encontrado evidência de que os mercados acreditam que a adopção das normas do IASB melhorará a informação financeira produzida e divulgada pelas empresas.

Portugal é um país membro da UE e da zona euro. Não obstante, tem também o seu próprio caminho de convergência que apresentamos de seguida.

2.4.3 – A convergência de Portugal com as normas internacionais de contabilidade

Neste ponto traçaremos o caminho percorrido por Portugal até à actualidade em matéria de normalização contabilística, limitando-nos às empresas sujeitas ao POC²¹, dado o âmbito do nosso trabalho como já anteriormente havíamos referido.

De acordo com Rodrigues, L. e Guerreiro (2004:91-103), Morais e Lourenço (2005:27-37), Ferreira (2008:138-141), Rodrigues (2010:15-29); CNC, Projecto de

²⁰ Sobre estudo de eventos ver o ponto 2.2.

²¹ Actualmente sujeitas ao SNC que entrou em vigor em 01/01/2010. No nosso trabalho ainda não abordamos este novo normativo.

linhas de orientação para um novo modelo de normalização contabilística (2003) e Decreto-Lei n.º 158/2009, de 13 de Julho, podemos identificar quatro fases:

- *A primeira* iniciou-se em 1976 e termina em 1988, com a criação da CNC, e pela primeira publicação do Plano Oficial de Contabilidade, de inspiração Francesa, com o Decreto-Lei 44/77 de 07 de Fevereiro, podendo-se daqui concluir ser um modelo continental, enquadrando-se num dos ditos países de direito codificado, que reúne o conjunto de características apontadas pela literatura a este grupo de países;
- *A segunda* iniciou-se em 1989 e termina em 1991, marcada pelas consequências da adesão de Portugal à Comunidade Económica Europeia (actualmente União Europeia) em 1986, que se traduziu em profundas alterações na contabilidade (POC), direito societário (CSC), fiscalidade (IVA, IRS, IRC), dada a obrigatoriedade da transposição para a ordem jurídica interna da 4.º e 7.ª Directivas. A nível contabilístico, foi aprovado o segundo POC, através do Decreto-Lei n.º 410/89 de 21 de Novembro.
- *A terceira* iniciou-se em 1992 e termina em 2004, e que se caracteriza pela publicação das Directrizes Contabilísticas, tendo sido emitidas 29 Directrizes pela CNC, muitas das quais denotavam já uma aproximação às normas do IASB. São exemplo disso exemplo evidente a Directriz Contabilística n.º 18 (1996) que define o objectivo das demonstrações financeiras e os PCGA, tendo subordinado os mesmos à seguinte hierarquia: i) POC; ii) Directrizes contabilísticas e iii) normas do IASB.
- *A quarta* fase iniciou-se em 2004 e mantém-se até à actualidade. Destacam-se os seguintes aspectos fundamentais:
 - a) A obrigatoriedade das empresas com valores mobiliários admitidos à cotação em mercados regulamentados apresentar as suas contas consolidadas, de acordo com as normas do IASB aprovadas pela UE;
 - b) A possibilidade dada através do Decreto-Lei n.º 35/2005 da aplicação das normas do IASB aprovadas pela UE na preparação das contas às demais empresas que elaborem contas consolidadas e sujeitas a Certificação Legal de Contas; e ainda às contas individuais abrangidas pelo POC e sujeitas a Certificação Legal de Contas que sejam incluídas no perímetro de consolidação de entidades que preparem contas consolidadas.

- c) Por último e provavelmente a mais importante, a revogação do POC e a entrada em vigor do novo modelo de normalização contabilística (SNC) para os exercícios iniciados em 2010. Trata-se de uma adaptação das normas do IASB aprovadas pela UE, para a realidade nacional, incluindo uma norma para as pequenas entidades. Uma novidade do novo normativo é a previsão de sanções em caso da sua não correcta aplicação.

Podemos concluir que, no caso, Português partimos dum modelo contabilístico de influência continental, próximo do sistema Francês, e gradualmente nos temos vindo a aproximar das normas do IASB, não na sua forma pura, mas comungando da sua substância fundamental.

2.5 – O IASB

O IASB assumiu um papel central no processo de convergência a nível mundial, e em particular no caso europeu e nacional. Faremos de seguida uma breve apresentação do IASB.

2.5.1 – Caracterização do IASB

De acordo com a sua estrutura estatutária, aprovada em Maio de 2000 (www.iasb.org), os objectivos do IASB são:

- Desenvolver, em função do interesse público, um conjunto de normas globais de contabilidade de elevada qualidade, compreensíveis e passíveis de serem impostas, que proporcionem demonstrações financeiras ou outros relatórios de carácter financeiro, com informações comparáveis, transparente e de elevada qualidade, de forma a auxiliar os participantes dos mercados de capitais mundiais e outros utilizadores, a tomarem decisões económicas;
- Promover o uso e a aplicação rigorosa dessas normas; e
- Atingir uma convergência das normas nacionais de contabilidade e normas internacionais de contabilidade com soluções de elevada qualidade.

De acordo com Rodrigues e Guerreiro (2004), o papel do IASB na harmonização contabilística internacional foi determinante no processo de aproximação da UE com este organismo.

O IASB foi criado em 1973 (então com a designação de IASC), por organizações profissionais de nove países (Austrália, Canadá, França, Japão, México, Holanda, Reino Unido, Estados Unidos e República Federal da Alemanha), em sequência da necessidade de harmonização de normas contabilísticas destes países.

Numa primeira fase este organismo adoptou uma postura essencialmente descritiva das práticas contabilísticas existentes nos países, que conduziu à produção de normas com excessivas alternativas e flexibilidade.

Numa segunda fase o IASB iniciou um projecto de melhoria da qualidade das suas normas e de desenvolvimento duma estrutura conceptual que fornecesse coerência e consistência às suas normas, em função da elaboração e apresentação das demonstrações financeiras.

Para além disso iniciou trabalhos no sentido de maior aceitação das suas normas com diversos organismos nacionais, e mais importante com a IOSCO²², o que constituiu um impulso para o início do projecto da comparabilidade do relato financeiro em geral.

No final desta fase não conseguiu, porém, a aceitação da IOSCO, embora se tenha mantido o compromisso de colaboração.

Na terceira fase consegue então chegar a acordo com a IOSCO para completar até 1999, um núcleo de normas de elevada qualidade, tendo este organismo assumido o compromisso de recomendar essas normas para a elaboração das demonstrações financeiras nas bolsas de valores internacionais. Nesta fase já muitos países utilizam as normas do IASB. Um passo importante foi conseguir que a UE adoptasse as suas normas. A grande conquista que falta ao IASB para a sua aceitação são certamente os Estados- Unidos.

²² *International Organization of Securities Commissions*

Tal objectivo será certamente alcançado, pois não será de ignorar o facto do IASB e o FASB estarem, desde Outubro de 2002, na sequência dum acordo de entendimento entre as duas instituições, estando a trabalhar sistematicamente com vista à convergência das IAS/IFRS com o U.S.GAAP. Como consequência desta aproximação o regulador Americano SEC definiu o ano de 2009 como data limite para aceitação de demonstrações financeiras de entidades estrangeiras que adoptem as IAS/IFRS. Esta meta não foi atingida, tendo sido reafirmada a vontade desta convergência, que se espera que venha a acontecer em 2012.

Um dos temas mais controversos do normativo do IASB é o justo valor²³. O facto da recente crise financeira se ter produzido num ambiente de grande adesão às normas do IASB, que se centram muito na perspectiva dos mercados financeiros, a aproximação do IASB aos Estados-Unidos induz a que o normativo do IASB esteja mais próximo do modelo Anglo-Saxónico. Tal facto tem suscitado fortes críticas e suspeições sobre eventuais conspirações. Neste momento o IASB está a rever este critério de valorimetria na consequência da recente crise financeira.

2.6 – A qualidade da informação contabilística

Ao longo da nossa exposição apresentámos o papel da informação contabilística para o mercado de capitais, contextualizando a evolução dos sistemas contabilísticos com especial ênfase nos casos da UE e de Portugal.

Foi nosso objectivo explicitar os motivos pelos quais é necessária uma harmonização contabilística a nível mundial, ao mesmo tempo que também encontrámos factores determinantes da diversidade. A recente adopção das normas do IASB na UE proporcionou uma nova vaga de estudos, pois as circunstâncias permitem analisar a alteração para este normativo *Ceteris Paribus*, isto é, os factores que determinam a orientação contabilística permanecem os mesmos em cada país o que permitirá uma melhor análise ao invés da comparação entre dois países de orientação distinta. Neste

²³ De acordo com a IAS 39, o justo valor é a «quantia pela qual um activo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes conhecedoras e dispostas a isso numa transacção em que não exista relacionamento entre elas».

caso, os resultados podem vir afectados em resultado dos determinantes da diversidade.

Contudo, fruto de fraudes contabilísticas (v.g. Enron, Xerox; Parmalat, etc), a própria globalização tem vindo a gerar outro tipo de exigência relativamente à informação contabilística que se traduz na maior qualidade, transparência e aumento da divulgação de informação.

Neste âmbito analisaremos de seguida o problema da qualidade da informação contabilística e suas consequências para os *stakeholders*²⁴ em geral.

2.6.1 – Uma definição de qualidade da informação contabilística

Como vimos anteriormente, um dos objectivos do IASB é a produção de normas de elevada qualidade. Contudo, o IASB não nos proporciona uma definição do que é a qualidade da informação contabilística. Na verdade, na literatura ainda não existe uma definição clara nem consensual da qualidade sobre o conceito de qualidade da informação financeira.

A literatura tem, contudo, seguido o paradigma da utilidade como sinónimo de qualidade da informação contabilística (Yee 2006 Gassen e Sellhorn, 2006; Penman 2003, Cohen 2003; Schipper e Vincent 2003; Penman e Zhang 2002; Eccher e Healey 2001).

Este critério está em conformidade com a definição do IASB. Referindo Tua Pereda (2000), citado por Rodrigues e Guerreiro (2004:68-69), que o avanço da harmonização contabilística empreendido pelo IASB envolveu o retrocesso dos modelos patrimonialistas que visam a protecção dos credores e modelos de base fiscal para modelos baseados no paradigma da utilidade, cujo objectivo último é a produção de informação útil para a tomada de decisões.

Tal como expusemos anteriormente acerca dos dois modelos primários de contabilidade existem em termos de orientação da informação, privilegiam diferentes

²⁴ Todos aqueles que de uma forma directa ou indirecta têm interesse na entidade.

destinatários: os investidores no modelo Anglo-Saxónico e o Estado, bancos e outros credores, no modelo Continental.

Seguimos a literatura optando pela óptica do accionista ou investidor, o que é consistente com a predominância do foco nos mercados financeiros considerado pelo IASB, UE e também no novo sistema de normalização contabilístico Português.

O estudo da qualidade da informação contabilística tem-se centrado na análise da qualidade das demonstrações fundamentais produzidas pela contabilidade, nomeadamente o balanço e a demonstração dos resultados. De seguida analisaremos os conceitos de qualidade da informação contida nestes documentos.

2.6.1.1 – A relevância da informação contabilística.

Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) foram pioneiros nos estudos da informação contabilística nos mercados de capitais. Ambos os autores realizaram um estudo de acontecimentos²⁵ e também efectuaram um estudo de associação, hoje vulgarmente utilizado neste tipo de investigação.

Estes autores foram os primeiros a reportar que os preços das acções reagem à informação contida nas demonstrações financeiras. Esta abordagem traduz-se naquilo que é entendido como análise fundamental²⁶.

Amir *et al.* (1993) foram os primeiros autores a utilizarem a expressão “*value relevance*” com o significado do grau de precisão com que os dados contabilísticos reflectem a informação contabilística utilizada pelos investidores. A partir destes dois últimos trabalhos muitos estudos investigaram a relação entre os preços das acções e os rendimentos.

As variáveis mais comuns são os resultados líquidos, o valor contabilístico dos capitais próprios (cada um individualmente ou os dois em conjunto).

²⁵ Sobre estudo de eventos e estudo de associação ver ponto 2.2.

²⁶ Perspectiva utilizada pelos analistas financeiros no mercado de capitais que pressupõe que a acção tem um valor intrínseco que pode ser determinado através da avaliação rigorosa de variáveis fundamentais, tais como o lucro, os dividendos, a estrutura financeira, entre outras.

A generalidade da literatura recente utiliza as duas variáveis em conjunto, o que é consistente com a noção de eficiência informativa. É claro que o balanço compreende o resultado líquido do exercício, mas não o explica, sendo essa uma função desempenhada pela demonstração dos resultados, que para além de o calcular também informa da sua composição.

Acrescem as justificações dadas por Collins *et al.* (1999) que defendem o modelo composto pelas variáveis resultado líquido do exercício e o valor contabilístico dos capitais próprios, em detrimento de modelos de simples capitalização de resultados. Argumentam estes autores que esta composição (com as duas variáveis contabilísticas) elimina algumas anomalias encontradas nos casos de empresas que apresentam uma certa frequência de prejuízos.

Para além disso argumentam ainda que:

1. A inclusão do capital próprio contabilístico funciona como controlo de níveis de escala;
2. É uma proxy dos resultados futuros esperados (como o modelo de Ohlson, 1995);
3. É uma proxy do valor de abandono no caso das empresas pouco lucrativas.

2.6.1.2 – Qualidade dos resultados.

De seguida apresentaremos um conjunto de definições que podemos encontrar na literatura mas que não se baseiam no mercado, mas na verificação se as demonstrações financeiras possuem determinadas características que se entendem desejáveis.

Penman e Zhang (2002) definem a qualidade de resultados se os mesmos forem bons indicadores dos resultados futuros. Por seu turno, Penman (2003) analisa a qualidade da contabilidade na perspectiva da crise financeira dos anos 90 do século passado, atribuindo a crise à ineficiência do mercado, salientando a importância da contabilidade neste tipo de acontecimentos. Defende que a contabilidade deve servir

o interesse público²⁷ e que se assim for pode prevenir, ou pelo menos não alimentar bolhas especulativas.

Segundo este autor, um investidor compra fluxos de caixa futuros, pelo que os resultados reportados terão qualidade se os mesmos forem um bom indicador de resultados no futuro. Refere, ainda, que na perspectiva de investidor a demonstração dos capitais próprios (consequentemente o Balanço) não é vista como uma demonstração primária mas sim a demonstração de resultados.

Relativamente aos resultados, devem ser só admissíveis os resultados líquidos completos²⁸, e que os resultados compreensivos são os que melhor qualidade informacional contém.

O autor classifica de *resultados pró-forma* o EBIT²⁹ e o EBITDA³⁰, e refere que estes dois níveis de resultados têm uma influência no favorecimento das bolhas de mercado, dado que os investidores deixam de comprar os fluxos de caixa futuros para comprarem o EBIT e EBITDA, esquecendo-se que estes níveis de resultados ignoram parte substancial de custos.

Cohen (2003) refere que a qualidade do relato financeiro dos resultados pode ser analisada de acordo com várias perspectivas: persistência dos resultados, previsibilidade do desempenho futuro, variabilidade dos resultados, a relação entre resultados/*cash-flow*/acréscimos e diferimentos, Para este autor, o foco é dado na precisão com que os dados contabilísticos representam o valor intrínseco da empresa. Mais especificamente define que os resultados são de elevada qualidade se estiverem fortemente associados a futuros *cash flows* operacionais.

Shipper e Vincent (2003), tal como o autor anterior, referem as várias perspectivas com que pode ser analisada a qualidade dos resultados. Estes autores defendem

²⁷ Se a contabilidade tiver qualidade e servir o interesse da colectividade, é um tipo de informação relevante e a ter em conta, principalmente em caso de crises.

²⁸ O autor argumenta que independentemente de escolhas discricionárias em matéria de políticas contabilísticas, o facto é que o melhor indicador deve ser o resultado líquido na medida que é com base neste que podem existir os *cash flows* para os investidores a título de dividendos.

²⁹ Resultados antes de juros e impostos sobre o rendimento.

³⁰ Resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações.

também como mais conteúdo informativo os resultados compreensivos, mas definem a qualidade dos resultados como o grau com que os resultados representam o rendimento Hicksiano (máximo de rendimento que pode ser consumido, mantendo a consistência com a manutenção do actual nível de riqueza).

Yee (2006) define a qualidade dos resultados em dois sentidos: primeiro como um atributo fundamental e em segundo lugar como um atributo do relato financeiro. Os resultados fundamentais correspondem à medida com que os resultados contabilísticos capturam a habilidade da empresa para efectuar futuros pagamentos de dividendos. Por outro lado, refere o autor, que os resultados reportados são um sinal imperfeito dos resultados fundamentais que as empresas anunciam. A qualidade dos rendimentos refere-se à rapidez e precisão com que os resultados relatados revelam os resultados fundamentais.

Consequentemente, quanto maior a qualidade dos resultados, mais rapidamente e de forma mais precisa os resultados reportados transmitem choques ao valor presente dos dividendos esperados.

No campo empírico, a operacionalização destes conceitos tem assentado fundamentalmente na utilização do conceito de gestão de resultados, explorando as relações entre resultados-*cash flow*-acrécimo.

Na prática, a qualidade de resultados deve apresentar a realidade económica subjacente da entidade, e para tal deve limitar escolhas discricionárias, reconhecimento tempestivo dos factos patrimoniais, ser mais preciso em termos de estimativas de acréscimos e apresentar uma menor correlação negativa entre resultados e *cash flows*.

Globalmente, e tendo por base a literatura, podemos definir que a qualidade da informação contabilística é definida em termos da sua utilidade na tomada de decisões, privilegiando a óptica do investidor ou seja numa óptica de mercado de capitais.

Determinada corrente de investigação baseia-se no mercado (*value relevance*³¹). Este valor traduz essencialmente a informação contabilística contida no balanço,

³¹ Relevância da informação (paradigma da utilidade).

demonstração dos resultados ou na combinação dos dois (com preferência para os dois em simultâneo como referimos na secção 2.6.1.1).

Outra corrente traça a sua análise em características que os resultados devem apresentar, não sendo baseados no mercado. Baseia-se em propriedades dos resultados que evidenciam, pelo menos, características que limitem as possibilidades de efectuar a gestão dos resultados, conduzindo assim a valores que melhor reflectam a realidade económica subjacente da entidade.

2.7 – O caso Português

No nosso país não abundam trabalhos de investigação sobre o tema. De seguida apresentamos resumidamente algumas consequências que se podem esperar no nosso mercado decorrentes da adopção das normas do IASB, conforme preconiza a literatura para os casos de países com menor qualidade de relato financeiro.

Seguidamente apresentamos alguns trabalhos já realizados internacionalmente e os que foram realizados no âmbito Português.

2.7.1 – Consequências da adopção das normas do IASB em Portugal.

Muitos autores referem a importância da contabilidade enquanto sistema de produção e divulgação de informação financeira, ou seja, enquanto formal de comunicação da empresa com o seu meio envolvente.

Watts e Zimmerman (1990) defendem que a contabilidade deve ser positiva³² e não normativa, e referem o papel que a mesma desempenha na teoria da agência³³, e por

³² Estes autores procuram explicar as razões pelas quais as entidades fazem escolhas contabilísticas, privilegiando o seu papel como forma de comunicação, sendo uma forma de sinalização para o mercado e o papel da contabilidade no contexto da teoria da agência.

³³ De acordo com a teoria do agente os membros duma equipa empresarial estão ligados uns aos outros através duma série de contratos formais ou informais, de forma a assegurar que todos se esforçam no mesmo sentido, o que na prática não sucede. Assim, existem possíveis conflitos de interesses que leva à necessidade das empresas encontrarem formas de ultrapassar esses conflitos. Estas ideias no seu conjunto, constituem a Teoria do Agente.

isso a informação, tanto em termos qualitativos como quantitativos, pode ter um papel importante na redução dos custos que os contratos originam, podendo também servir como forma de sinalização e redução da assimetria de informação.

Muitos autores enumeram assim uma série de consequências derivadas da adopção de sistemas contabilísticos de elevada qualidade como a redução do custo do capital quer da dívida, dada a redução do risco em sequência da redução da assimetria de informação (Hung e Subramanyam, 2007; Daske, *et al* 2007, 2008; Gassen e Sellhorn 2006, Platikanova e Nobes 2006, Ball, 2005.; Cohen, 2003; Leuz e Verrechia, 2000; Healey e Palepu, 2000).

Outra consequência é a contribuição para a eficiência do mercado de capitais, o que assume, no nosso caso, uma grande importância dado que hoje a bolsa portuguesa é a *NYSE Euronext*, expondo assim as empresas portuguesas a nível internacional.

Contudo, as consequências anteriores não estão ainda bem documentadas, e a nível europeu o próprio tempo decorrido entre a adopção das normas até ao momento ainda é pouco, e a própria crise afecta o regular funcionamento dos mercados. Os resultados são ainda bastante heterogéneos.

Por outro lado referem Hung e Subramanyam (2004) e Ball (2005) que estas consequências revestem um carácter indirecto. Em termos de consequências directas da adopção das normas do IASB só podemos concluir pelo aumento ou não da qualidade da informação financeira.

2.8 – Alguns trabalhos anteriores

Tendo apresentado algumas consequências previsíveis, de seguida apresentamos os fundamentos e alguns estudos internacionais que fundamentam as nossas questões de investigação.

Após a apresentação dos trabalhos a nível internacional, apresentamos os trabalhos já realizados ao nível nacional.

2.8.1 – A nível internacional

A literatura considera que dadas as próprias características dos modelos contabilísticos, a contabilidade produzida de acordo com modelos Anglo-Saxónicos é mais qualitativa, e vários estudos anteriores concluem pela superioridade do modelo Anglo-Saxónico ante o modelo continental (Cabrita 2009, Barth *et al.*, 2008, Ashbaugh e Pincus, 2001, Ball *et al.*, 2001, Ali e Huang, 1999).

De forma consistente com estas expectativas, Armstrong, *et al.* (2009), concluem no estudo que as reacções do mercado indiciam aquela crença.

Tal não é contudo partilhado por alguns autores.

Barth *et al.* (2009, 2008) referem que existe sempre a possibilidade dos standards domésticos serem de qualidade superior ao do IASB e por outro lado a flexibilidade das normas pode não conduzir a uma maior qualidade, dado ser susceptível de manipulação dos resultados.

Ball (1995, 2006) não obstante reconhecer vantagens da harmonização, é céptico quanto à melhoria da qualidade, sendo os argumentos utilizados as próprias razões da diversidade, ou seja, os mercados e as políticas permanecem primariamente locais e não globais. Relativamente ao justo valor, refere precisamente os mercados locais e o problema de serem ou não activos e líquidos de forma a permitir a sua utilização.

Refere ainda o autor que a nível de *enforcement*³⁴, as instituições são únicas em cada país e não harmonizadas, como por exemplo: os profissionais (preparadores e auditores)³⁵, reguladores, tribunais e o Estado.

Os resultados empíricos também não têm confirmado a asserção de melhoria de qualidade da informação contabilística resultante da adopção das normas do IASB.

Eccher e Healey (2000) concluem, no caso da China, que as empresas que adoptam as normas do IASB não apresentam melhor qualidade do que o normativo local,

³⁴ Conjunto de procedimentos que existam num país que garantam a aplicação apropriada das normas e princípios contabilísticos.

³⁵ No nosso caso os preparadores são os TOC e auditores ROC.

sendo que uma das possíveis explicações possa ser o facto de ser um mercado emergente³⁶.

Um caso intrigante é o da Alemanha, uma vez que como referimos é um dos países considerados extremos e fundador do modelo continental, que a literatura considera de muita baixa qualidade, e cujos resultados não são consistentes.

Bartov *et al.* (2002) conclui pela maior qualidade do relato financeiro das empresas que utilizam as normas do IASB e mesmo o US GAAP do que as empresas que utilizam o normativo Alemão.

Hung e Subramanyan (2004) reportam não existir maior relevância, a nível do resultado e capital próprio nas empresas Alemãs, nas empresas que utilizam as normas do IASB do que as que utilizam as normas Alemãs.

Também Gassen e Sellhorn (2006) reportam que identificam que os resultados apresentam melhor qualidade quando elaborados de acordo com o normativo do IASB do que as empresas que adoptam o normativo Alemão.

Para além disso não foram encontradas outras consequências como redução no custo do capital das empresas que adoptaram as normas do IASB. Referem ainda os autores que no estudo foram analisados as empresas que adoptaram as normas de forma voluntária e os determinantes para este facto foram a dimensão, o grau de internacionalização e a dispersão da sua estrutura societária.

Cristensen *et al.* (2008) concluem pela melhoria da qualidade da informação contabilística das empresas Alemãs que de forma voluntária adoptaram as normas do IASB do que as empresas que produziram as suas demonstrações sob o normativo Alemão.

2.8.2 – A nível nacional.

No caso Português identificamos dois trabalhos. Um de Ferreira (2008) que no período compreendido entre 1994-1998, reporta uma melhoria da qualidade ao longo

³⁶ A China em conjunto com o Brasil, Índia e Rússia fazem parte do designado grupo de países BRIC.

do período e que a informação contabilística é relevante, nomeadamente os capitais próprios, resultados líquidos e *cash flow* contabilístico medidos em termos unitários, o que é consistente com a evolução da normalização contabilística nacional que apresentámos na secção 2.4.3.

Morais e Curto (2008), já no contexto da adopção das normas do IASB nas contas consolidadas por parte das empresas cotadas, utilizam o período de 1995-2005.

Estes autores chegam a conclusões contraditórias, dado que por um lado com a adopção das normas do IASB reportam menos alisamento nos resultados do que no período pré adopção das normas IASB, e por outro lado o *value-relevance* diminuiu com a adopção das normas do IASB relativamente ao período de adopção do POC. Os autores apresentam duas possíveis justificações para esta anomalia, que podem ser diferenças nas amostras, ou o facto de o período da adopção das normas ser um período transitório e por isso a qualidade poder vir a ser superior em futuros períodos.

Como podemos concluir não existem certezas quanto à maior qualidade da informação contabilística conseguida através da mera adopção do normativo do IASB, e não é ainda claro o que sucedeu no nosso país.

Outro campo a nível nacional (e a nível internacional) que carece de investigação referido por Ferreira³⁷ (2008:347) é a credibilidade da informação e o problema das reservas das contas auditadas. Concordamos com esta crítica e sugestão, dado que num qualquer manual de finanças é sempre referida a importância da fonte de informação serem contas auditadas.

Atwood *et al.* 2010 argumentam que o facto do normativo do IASB ser baseado em princípios e não em regras é mais dissuasor de fraudes contabilísticas.

Healey e Palepu (2001) referem que os auditores fornecem uma opinião independente com vista a assegurar que as demonstrações financeiras foram preparadas de acordo com o normativo aplicável. Questionam estes autores, dado verificar-se a eficiência de mercado em situações como o anúncio de resultados, se a

³⁷ Este autor estudou com profundidade os modelos de avaliação de empresas e utilidade da informação contabilística no caso Português.

credibilidade que parece existir se deve aos auditores ou aos gestores. Estes autores, contudo, não referem o relatório em si, mas antes as qualidades dos auditores, tais como as suas qualificações.

Meek e Thomas (2004) referem igualmente a necessidade de incluir a certificação legal de contas³⁸ dado existirem evidências de que os mercados reagem negativamente às opiniões qualificadas.

No contexto Americano existem problemas para estudar este fenómeno, dado que por um lado, contrariamente ao caso Português, a certificação legal de contas não é divulgada em conjunto com as demonstrações financeiras, mas de forma separada tanto no tempo como no espaço.

Para além disso, referem os autores que no caso Norte-Americano não existem reservas derivadas da violação do normativo contabilístico. De acordo com estes autores, as empresas não estão dispostas a violar o normativo na presença da notificação dum auditor que irá emitir uma opinião qualificada. Referem ainda que é óbvio que as empresas Norte-Americanas violam o normativo, bastando lembrar o caso *Enron* e *Worldcom*.

Os casos apresentados pretendem apenas ilustrar algumas das conclusões alcançadas neste domínio científico, não constituindo por isso uma descrição exaustiva de todos os estudos elaborados até então. Sublinhamos, contudo, a discricionariedade que continua a existir em torno do conceito “qualidade da informação financeira”.

³⁸ Mais precisamente o relatório dos auditores independentes.

3 – Metodologia

No capítulo anterior efectuámos a revisão de literatura sobre o tema. Se seguida apresentamos a metodologia adoptada para responder às nossas questões de investigação.

Iniciamos o capítulo com a fundamentação teórica e de seguida indicamos as medidas a utilizar.

Após a definição das métricas, de acordo com a literatura, apresentamos o nosso universo de investigação, os modelos elegidos para o estudo e por último apresentamos o processo de recolha de dados.

3.1 - Fundamentação teórica

Feita a revisão de literatura que nos permitiu aumentar o conhecimento sobre a problemática em estudo e nos forneceu os fundamentos para o estudo empírico a realizar, iremos operacionalizar a qualidade da contabilidade utilizando métricas de *value-relevance*, gestão de resultados e reconhecimento tempestivo de grandes perdas.

Trabalharemos assim nas relações da contabilidade e finanças, com base no mercado, e com características da contabilidade sem base no mercado.

Assumimos que o mercado Português é eficiente³⁹ na forma semi-forte, e assim a cotação dos títulos são estimadores não enviesados do valor intrínseco da acção, representando assim a cotação um preço corrente de equilíbrio.

Fazemos um estudo de associação que apresentámos na nossa revisão de literatura. Tentamos encontrar, por isso, uma associação entre as variáveis contabilísticas e o preço da acção. O período temporal, mais ou menos longo, deve mitigar eventuais ineficiências de mercado.

³⁹ Nascimento (2007) no seu estudo com base no passeio aleatório das cotações (que é consistente com a teoria de eficiência de mercado) conclui pela não rejeição da eficiência informacional do mercado português, não obstante a existência de indícios de previsibilidade dos resultados (eficiência fraca).

De forma consistente com as predições existentes na literatura, no contexto da nossa investigação, esperamos que a informação financeira produzida de acordo com um normativo de qualidade superior *ceteris paribus*, exiba um menor nível de gestão de resultados, reconhecimento tempestivo de grandes perdas e maior relevância dos resultados líquidos e capitais próprios, isto é, maior utilidade da informação contabilística.

Privilegiamos trabalhos feitos de âmbito nacional, como referência, dado ser este também o âmbito da nossa investigação.

3.1.1 - Gestão de resultados

Tal como Barth *et al.* (2006) e Morais e Curto (2008), examinamos dois tipos de manifestação de gestão de resultados: alisamento de resultados e gestão de pequenos resultados positivos.

Barth *et al.* (2006) referem que os resultados apurados tendo como referencial as normas do IASB devem apresentar menor evidência de serem geridos dado que este normativo limita escolhas contabilísticas discricionárias⁴⁰ que sejam menos reflectivas do desempenho económico da empresa.

3.1.1.1 - Alisamento dos resultados

No que concerne ao alisamento de resultados, de acordo com a literatura, os resultados menos sujeitos a alisamento exibem uma maior variabilidade de resultados, como consequência do facto do normativo limitar práticas de gestão de resultados com recurso a escolhas contabilísticas discricionárias (Morais e Curto, 2008; Lang *et al.*, 2006; Ball e Shivakumar, 2005; Lang *et al.*, 2003; Leuz *et al.*,

⁴⁰ Como referem Watts e Zimmerman, 1986, podem ser feitas escolhas contabilísticas discricionárias com o objectivo de sinalização, mas também podem ter o objectivo de ser enganador quanto ao desempenho económico.

2003). Assim, prevemos que a variabilidade de resultados seja maior no período em que as contas foram elaboradas de acordo com as normas do IASB.

Existem, no entanto, autores (v.g. Healey, 1985) que sugerem que podem existir casos em que podem existir manipulações, e assim utilizar as escolhas discricionárias para as realizar, exibindo uma maior variabilidade de resultados.

Por outro lado, essa maior variabilidade pode ser atribuída não a uma melhor qualidade mas antes à pior qualidade derivada de erros nas estimativas do acréscimo. A admissão de erros nas estimativas do acréscimo podem também originar o efeito contrário, isto é, utilizando um normativo de qualidade superior, os erros no acréscimo podem conduzir a maior variabilidade nos resultados.

Ball e Shivakumar (2006,2005) sugerem que a tempestividade no reconhecimento de gastos e rendimentos (portanto consistente com resultados de maior qualidade), tende a incrementar a variabilidade das alterações nos resultados líquidos relativamente aos *cash flows*.

Para testar a predição de que a variação nos resultados líquidos apurados de acordo com o normativo do IASB, utilizaremos as seguintes métricas: a variabilidade da variação dos resultados líquidos e a variabilidade da variação dos resultados líquidos relativamente à variabilidade da variação nos *cash flows*.

3.1.1.2 - Correlação negativa entre o acréscimo e os cash flows.

Outra das assumpções por nós seguida, de acordo com a literatura, consiste na correlação negativa entre o acréscimo e os *cash flows*, que se espera ser menor quando determinados de acordo com o normativo do IASB (Morais e Curto, 2008; Lang *et al.*, 2006; Ball Shivakumar, 2005; Lang, *et al.*, 2003; Leuz *et al.*, 2003).

Lang *et al.* (2003), Myers *et al.* (2006) entre outros autores, interpretam uma maior correlação negativa entre o acréscimo e os *cash flows*, como um indicador de suavização de resultados na medida em que os gestores podem dar como resposta a fracos *cash flows* relatados incrementando o acréscimo.

Estes autores referem uma natural correlação negativa entre os cash flows operacionais, e uma correlação negativa menor. Será assim um indicador de melhor qualidade. Em particular, Dechow (1994) sugere que o papel do acréscimo no apuramento do resultado líquido é suavizar a variabilidade dos *cash flows*, e uma vez que o acréscimo é revertido com o tempo é de esperar uma correlação negativa entre ambos.

Ball e Shivakumar (2006,2005) mostram que a tempestividade no reconhecimento dos gastos e rendimentos atenuam a correlação negativa entre o acréscimo e os *cash flows*.

Existem ainda autores, como por exemplo Barth *et al.* (2006) que alertam que a predição feita pode não se verificar. Por um lado aplicando outro normativo que não o do IASB, pode existir gestão de resultados com a finalidade de apresentar uma menor correlação negativa. Por outro lado, a menor correlação negativa pode ser também originada por erros nas estimativas do acréscimo.

Erros nas estimativas do acréscimo podem, por isso, ter também um efeito contrário, que é o de, utilizando um normativo de elevada qualidade, ter a consequência de aumentar a correlação negativa. Para testar esta assumpção analisaremos a correlação negativa entre o acréscimo e os *cash flows*.

3.1.1.3 - Gestão de resultados positivos

A segunda manifestação de gestão de resultados identificada na literatura é a persistência de pequenos resultados líquidos positivos (Morais e Curto, 2008; Lang *et al.*, 2006; Barth *et al.*, 2006; Ball Shivakumar, 2005; Lang, *et al.*, 2003; Leuz *et al.*, 2003).

Os autores interpretam essa persistência de pequenos resultados como gestão de resultados justificada com a preferência dos gestores em reportarem pequenos resultados líquidos positivos em vez de resultados líquidos negativos.

Assim, de acordo com a literatura assume-se que no período pós adoção das normas do IASB, a frequência de pequenos resultados positivos diminui, em consequência da limitação de escolhas que conduzam a estes resultados.

3.1.1.4 - Tempestividade no reconhecimento de grandes perdas

De forma consistente com a literatura, assume-se também que os resultados de maior qualidade apresentam uma maior frequência de grandes perdas (Morais e Curto, 2008; Lang *et al.*, 2006; Barth *et al.*, 2006; Ball e Shivakumar, 2005; Lang, *et al.*, 2003; Leuz *et al.*, 2003; Ball *et al.*, 2000). De acordo com estes autores uma característica de qualidade dos resultados é a tempestividade dos reconhecimentos, na medida em que os mesmos são reconhecidos quando ocorrem não sendo, por isso, diferidos ao longo do tempo.

Como referem Barth *et al.* (2006), esta característica apresenta uma relação estreita com a suavização dos resultados na medida em que se os resultados forem suavizados não é provável a ocorrência frequente.

3.1.2 – A relevância

Este é o conceito mais generalizado e difuso na literatura que se baseia no mercado.

Admitindo a hipótese de que o mercado é eficiente na forma semi-forte, a cotação de mercado das acções incorpora toda a informação disponível⁴¹ que os investidores utilizaram para avaliar o valor da mesma.

Atendendo ao paradigma da utilidade, se a informação contabilística⁴² produzida e divulgada pelas empresas for útil para a tomada de decisões por parte dos

⁴¹ Quando nos referimos a toda a informação disponível estamos a admitir todo o tipo de informações utilizadas e não somente informação de natureza contabilística.

⁴² O nosso foco é no balanço e demonstração de resultados e certificação legal de contas, embora haja outro tipo de informação produzida e divulgada, como os anexos, etc. e ainda outro tipo de documentos e relatórios que acompanham os documentos acima referidos.

investidores, há-de estar incorporada no valor que o investidor determina, resultando assim uma associação (ou maior associação) entre a cotação e variáveis contabilísticas contidas nos documentos.

Consequentemente, como referem Barth *et al.* (2001), o nível de associação entre as variáveis contabilísticas Capitais Próprio e Resultados Líquidos com as cotações é maior, dado que uma contabilidade de melhor qualidade reflecte melhor o valor económico subjacente da entidade. Esta assumpção deriva de três características de alta qualidade:

1. Dos standards contabilísticos requererem o reconhecimento de valores que representem fidedignamente o valor económico subjacente da entidade;
2. Do facto da contabilidade com qualidade superior ser menos sujeita à discricção oportunística das escolhas contabilísticas;
3. Ao facto da contabilidade com qualidade superior é menos sujeita a erros na estimação do acréscimo.

De forma consistente com estas três características de elevada qualidade, a literatura tem vindo a sugerir que a maior qualidade nos resultados são mais relevantes. Assim, esperamos que as contas elaboradas de acordo com normas do IASB exibam maior valor relevante de resultados líquidos e capitais próprios do que exibiam aquando da sua elaboração de acordo com o POC.

Uma questão que tem vindo a ser suscitada na literatura *v.g.* Ferreira, (2008:347); Meek e Thomas, 2004, é a importância de se saber qual o papel da certificação legal de contas e a falta de investigação que existe neste campo.

Efectivamente, até no actual cenário económico e financeiro a nível mundial, esta é uma questão muito pertinente e cuja resposta tem várias implicações. Desde logo a necessidade, ou não, de se efectuarem estas auditorias, ou se caso existam, se basta essa existência para transmitir credibilidade às demonstrações financeiras. Ou, mesmo saber se os utentes das demonstrações reagem à informação contida no relatório de auditoria.

Em presença de um relatório com opinião qualificada⁴³ será expectável uma reacção por parte dos investidores, em posse de “informação” de que por qualquer motivo (não temos em conta o tipo de situações que lhe podem dar origem) as contas não evidenciam de forma verdadeira e apropriada os resultados, posição financeira e fluxos de caixa de acordo com os princípios da contabilidade que sejam aplicáveis ao caso.

Será de esperar que, fruto dessa reacção, as cotações de mercado as incorporem e assim poderemos investigar se em presença de tal situação a mesma tem alguma associação com a cotação.

Evidentemente que a não ocorrência de situações de relatório com opinião qualificada não surtirá efeitos, passando a ser neutral. Esta situação será provavelmente a razão pela qual, ou é escassa a investigação ou em muitos casos mesmo inexistente, uma vez que como temos vindo a advogar, o seu estudo fica muito dependente da sua ocorrência e da existência de mercados credíveis de forma a não se especular acerca da sua não ocorrência.

3.2 - Universo

O universo estatístico da nossa investigação é as sociedades portuguesas sujeitas ao POC com acções cotadas em bolsa no mercado de cotações oficiais da *Euronext Lisboa*, que nos termos dos artigos 11.º e 12.º do Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de Fevereiro⁴⁴ passaram a elaborar as suas contas consolidadas de acordo com as NIC adoptadas nos termos do art.º 3.º do Regulamento (CE) n.º 1606/2002, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho, a partir do exercício que se iniciou no ano de 2005.

⁴³ Vulgarmente designado por relatório com reservas (DRA 700 e DRA 702).

⁴⁴ O Decreto-Lei n.º 35/2005 de 17 de Fevereiro transpôs para a ordem jurídica interna a Directiva n.º 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 18 de Junho.

Metodologia

Não estão incluídos, portanto, bancos e outras instituições financeiras, seguradoras e sociedades estrangeiras. A razão para a exclusão destes tipos de sociedades reside no facto de não serem sujeitas ao POC.

No caso dos bancos e outras instituições financeiras e das seguradoras, estão sujeitos a normas específicas de contabilidade, sendo o regulador, no sector bancário o Banco de Portugal, e no sector segurador o Instituto de Seguros de Portugal.

No caso das sociedades estrangeiras elas serão sujeitas aos normativos locais, os quais são aceites em Portugal para efeitos de divulgação de informação contabilística a que as sociedades cotadas estão obrigadas.

A escolha de empresas com acções admitidas à cotação no Mercado Oficial de Cotações da *Euronext Lisboa* (PSI geral) justifica-se pelo seguinte:

- Desde logo o facto da obrigação da elaboração das contas consolidadas de acordo com as NIC a partir do ano de 2005 apresentar carácter obrigatório para as empresas com valores mobiliários admitidos à cotação;
- Ao estarem no mercado, estão sujeitas à avaliação que o mesmo faz das suas acções de forma contínua;
- Estão sujeitas a maiores exigências de relato financeiro quer de natureza contabilística, quer de natureza não contabilística, existindo uma maior publicidade e disponibilidade da informação divulgada.
- Aumento da dimensão da população uma vez que o PSI 20 integra apenas 20 sociedades.

Relativamente às empresas com obrigação de elaborar as contas consolidadas a partir de 2005, não se colocou o problema da equivalência patrimonial. Contudo, no período de 2001 a 2004, colocou-se o problema num único caso (Lisgráfica) que utilizou este método. Sabemos que é questionável se o método de equivalência patrimonial se pode considerar um método de consolidação de contas. Contudo, por não ser este o objecto do nosso estudo, não desenvolvemos esta problemática.

No âmbito do nosso trabalho consideramos que se uma empresa estivesse obrigada a elaborar as contas consolidadas. O incumprimento do POC, no respeitante à

obrigatoriedade da consolidação de contas, é tratado na respectiva certificação legal de contas.

O período temporal escolhido para a análise recaiu nos anos de 2001 a 2008. A escolha deste horizonte temporal resultou das seguintes razões:

- Na elaboração do nosso trabalho não se consegue garantir a disponibilidade integral dos dados relativos ao ano de 2009, uma vez que as contas do ano de 2009 só durante o ano de 2010 são publicadas;
- Com a exclusão do ano de 2009, ficamos com um período de 4 anos do período pós adopção das NIC (2005-2008);
- Escolhemos outro período de 4 anos (2001-2004) relativo ao período pré adopção das NIC de forma a igualar os períodos pré e pós adopção uma vez que uma possível explicação sugerida por Morais e Curto (2008) para a contradição nos resultados encontrados poderia residir na diferença das amostras destes períodos. Tal facto originou 212 observações no período pré adopção e 72 observações no período pós adopção das normas internacionais de contabilidade.

Referimos ainda que, para além das diferenças das amostras acima referidas, os mesmos autores apontam ainda outra possível explicação: o facto do período utilizado (2004 reexpresso e ano de 2005) ser um período transitório.

Pelas razões acima enunciadas, podemos controlar o eventual efeito provocado pelo não balanceamento entre os períodos, pela escolha do período acima referido.

Dos critérios adoptados resultou a garantia da disponibilidade de um número razoável de observações para a análise da relação entre cada uma das variáveis contabilísticas e bolsistas nos anos de observação.

O universo não mantém o número de elementos nem as mesmas empresas em cada um dos anos em análise, pelo facto de que durante o período temporal em questão existiram admissões e exclusões no PSI geral.

3.3 - Critérios de selecção das empresas

Tendo ficado definido o universo estatístico de partida, foi necessário definir e aplicar critérios de selecção de elementos desse universo, em função dos dados observados em cada um dos oito anos em análise.

Os critérios adoptados foram os seguintes:

- Selecção das empresas para as quais estavam disponíveis as informações contabilísticas e bolsistas em cada um dos anos;
- Selecção das empresas cujo exercício económico seja o ano civil;
- Selecção das empresas com Capitais Próprios Positivos.

Decorrente do primeiro critério, foram excluídas duas empresas para ano de 200, que são identificadas no anexo (3).

O segundo critério foi necessário para o estabelecimento do momento de observação das variáveis. Da aplicação deste critério resultou a exclusão de duas empresas. Estas empresas foram as SAD⁴⁵ do Sport Lisboa e Benfica (2008) e Futebol Clube do Porto (2001-2008) cujo exercício coincide com a época futebolística.

Relativamente ao terceiro critério enunciado, a justificação prende-se com o facto de que os modelos a utilizar não prevêem este tipo de situação, isto é, da falência técnica. Como refere Ferreira (2008), seria por isso necessário proceder a adaptações dos modelos que extravasam o âmbito da nossa investigação.

3.4 - Dimensão e representatividade das amostras

Da aplicação destes três critérios de selecção adoptados resulta a seguinte dimensão das amostras com que se trabalhou, como se sintetiza na tabela 1.

⁴⁵ Sociedades Anónimas Desportivas.

Tabela 1 - Frações amostrais

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Universo	43	42	41	40	42	41	39	43
Seleccionadas para a amostra								
Número de empresas	41	41	41	38	38	39	37	35
Percentagem do total do universo	95%	98%	100%	95%	90%	95%	95%	81%
Não seleccionadas para a amostra								
Número de empresas	2	1	0	2	4	2	2	8
Percentagem do total do universo	5%	2%	0%	5%	10%	5%	5%	19%

Analisando a tabela 1, conclui-se que o número de empresas do universo de partida tem vindo a diminuir a partir do ano de 2003, o que evidencia um número maior de empresas a sair do mercado do que empresas a entrar.

O peso relativo anda em torno de 95%, tendo atingido os 100% em 2003. Os 81% em 2008 resultam essencialmente do aumento do número de empresas que apresentam o capital próprio negativo.

A amostra é para todos os anos uma amostra significativa, apresentando sempre uma dimensão superior ao mínimo exigido para um grau de confiança de $\lambda=95\%$.

Seguindo Ferreira (2008) e Pinto e Curto (1999) procedeu-se ao cálculo do erro, a partir da seguinte expressão, que se aplica quando se retiram amostras de populações finitas normais:

$$e = Z \cdot \sqrt{\frac{p \cdot (1 - p)}{n}} \cdot \sqrt{\frac{N - n}{N - 1}} \quad (2)$$

Sendo:

e – erro de precisão ou erro amostral;

Z – valor crítico da distribuição normal para o nível de confiança definido (95%);

p – proporção de empresas na amostra com o atributo;

n – dimensão da amostra;

N – Dimensão do universo.

Para a estimação do nível de erro considerámos a hipótese mais pessimista que é considerar a dispersão máxima $p=0,5$.

Os níveis de erro, que sintetizamos na tabela 2, permitem concluir que os resultados obtidos são importantes e com um nível de confiança de $\lambda=95\%$, quando se aplicam métodos estatísticos.

Tabela 2 - Erro amostral

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Dimensão da População N	43	42	41	40	42	41	39	43
Dimensão da Amostra n	41	41	41	38	38	39	37	35
Nível de erro $P=0,5$	0,03	0,02	0,00	0,04	0,05	0,04	0,04	0,07

3.5 - Modelos a utilizar

3.5.1 - Relevância

Como vimos na fundamentação teórica, para aferir a relevância do valor medimos o grau de associação entre as variáveis contabilísticas “Capitais Próprios” e “Resultados Líquidos” com a “Cotação das Acções”.

A medida de qualidade é o R^2 ajustado da seguinte regressão:

$$\text{Cotação}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Capacção}_{it} + \beta_2 \text{RL_acção}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Sendo:

Cotação – cotação da acção i no período t;

Capacção – valor do capital próprio por acção i no período t;

RL_Acção – valor do resultado líquido por acção i no período t;

ε_{it} – termo residual i no período t

A esta equação (3) adicionamos a variável dummy CLC_{it} a que corresponde o relatório de certificação legal de contas (0 se relatório não modificado; 1 se modificado). Assim poderemos medir se a certificação legal de contas tem ou não influência na avaliação de mercado, vindo então a expressão assim:

$$\text{Cotação}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Capacção}_{it} + \beta_2 \text{RL_acção}_{it} + \alpha \text{CLC}_{it} + \varepsilon_{it}. \quad (4)$$

Sendo:

Cotação – cotação da acção i no período t;

Capacção – valor do capital próprio por acção i no período t com $\text{Capacção} \geq 0 \forall it$;

RL_Acção – valor do resultado líquido por acção i no período t;

CLC – certificação lega de contas da empresa i no período t;

ε_{it} – termo residual i no período t.

Espera-se que a constante (intercepto), Capacção e RL_Acção assumam sinal positivo e CLC assumam valor negativo, ou zero.

3.5.2 - Definição das variáveis do modelo

As variáveis dos modelos acima descritos são assim definidas:

- Variável independente

A variável independente Cotação é a cotação de fecho das acções ordinárias medida no último dia de negociação do sexto mês após o final do ano civil de forma a garantir que a informação seja do domínio público, conforme a literatura que seguimos como referência. Nos casos em que não foi possível obter a cotação no último dia, foi seleccionada a cotação imediatamente anterior disponível, e nos casos em que em consequência da entrada de sociedades no mercado tenha ocorrido após aquele momento, considerou-se o valor da OPV.

Outros autores optam pela data de fim de exercício, como por ex. Kothari (1995) e Ferreira (2008). Não há consenso quanto à melhor data escolhida, porque por um lado observam-se atrasos na publicação das contas⁴⁶, e por outro nesta data podem as cotações já sofrer influências das contas trimestrais entretanto divulgadas.

⁴⁶ Não podemos assim garantir que até 30/06/N as contas sejam de domínio público. Pela razão exposta excluimos as SAD do Benfica e Porto, dado que nestes casos é garantido que não são do domínio público, dado o exercício económico ser a época futebolística e não o ano civil.

Na nossa investigação, adequa-se melhor o momento escolhido, apesar das limitações acima expostas. Ao pretendermos estudar o efeito das reservas feitas às contas, temos de eleger o momento em que a respectiva certificação legal é conhecida que é no momento da publicação das contas.

- Variáveis independentes

A variável Capacção é o valor do capital próprio (excluindo interesses minoritários) dividido pelo n.º de acções representativas do Capital, observado no balanço em 31/12/N.

A variável RL_Acção é o Resultado Líquido do exercício dividido pelo n.º de acções representativas do Capital.

A variável CLC é uma variável dummy que corresponde ao tipo de relatório de certificação legal de contas (0 se relatório for não modificado; 1 se for modificado).

Estas variáveis surgem assim já estandardizadas. Por um lado porque estamos a adoptar os critérios da literatura de referência, e por outro porque a utilização de variáveis estandardizadas nos modelos ajustados limitam o surgimento de problemas de heterocedasticidade.

Na estandardização colocou-se o problema de que várias as empresas apresentam o capital dividido em acções ordinárias, surgindo casos em que as acções eram nominativas e noutros, acções com direitos preferenciais. Estes casos são contudo escassos, pelo que se considerou pertinente tratar estes casos, à semelhança de Ferreira (2008), como acções ordinárias. Na determinação do n.º de acções corrigiu-se, contudo, aquele n.º das acções próprias, isto é, o n.º de acções considerado é o total de acções diminuído do n.º de acções próprias.

Equacionou-se a forma de estabelecer as regressões com todos os dados de todos os períodos em simultâneo, tal como seguido na literatura internacional, ou então fazer as regressões ano a ano. A opção foi por esta última, pesando o argumento de Ferreira (2008) de que, não obstante estimar fazendo o *Pooling* das observações, permitiria aumentar significativamente o número de observações, embora introduzíssemos o problema de auto correlação da série. Como refere a autora, não

devemos ignorar que as variáveis independentes ao estarem relacionadas num ano estão necessariamente relacionadas com os dados da mesma empresa observados em anos anteriores.

Para além destas razões pesou também a necessidade de existirem estudos comparáveis, pese embora Ferreira (2008) estude os modelos de avaliação de empresas e a utilidade da informação contabilística, observando no caso desta última a evolução da relevância da informação contabilística para a avaliação entre os anos 1994 a 1998. Não se refere, por isso, a comparação entre os normativos. O número de regressões efectuadas foi então de oito.

Para as restantes métricas temos, no caso Português, o trabalho de Morais e Curto (2008), que analisam o período pós adopção só com o ano de 2005 (e com o de 2004 reexpresso). Não utilizamos o ano de 2004 reexpresso pelas razões invocadas quanto ao momento de observação das variáveis.

3.5.3 - Condições do modelo de regressão.

No modelo clássico de regressão linear são tomados pressupostos quanto ao comportamento dos resíduos para que os estimadores dos mínimos quadrados dos parâmetros sejam lineares, não enviesados e óptimos, isto é, sejam BLUE (*Best Linear Unbiased Estimators*).

Os resíduos da regressão devem reunir as seguintes condições, normalmente designadas por Teorema de Gauss-Markov (ou condições de Gauss-Markov). São elas:

1. Normalidade dos resíduos.

Esta propriedade de que os resíduos são normalmente distribuídos não é necessária para que os estimadores dos mínimos quadrados sejam BLUE. Contudo, esta propriedade assume especial importância para a realização de inferência estatística sobre os parâmetros.

Pelo Teorema do Limite Central, admite-se que os resíduos têm distribuição normal, são independentes e identicamente distribuídos, ou seja:

$$\varepsilon_i \sim \text{i.i.d.} N(0, \sigma^2) \quad (5)$$

2. O Termo residual tem valor esperado nulo:

$$E[\varepsilon_i] = 0, \text{ com } i=1, 2, \dots, n \quad (6)$$

3. As variáveis aleatórias ε_i têm todas a mesma variância (homocedasticidade);

$$\text{var}(\varepsilon_i) = E[\varepsilon_i^2] = \sigma^2, \text{ com } i=1, 2, \dots, n \quad (7)$$

4. As variáveis aleatórias ε_i não estão correlacionadas entre si:

$$E[\varepsilon_i, \varepsilon_j] = 0, \text{ com } \varepsilon_i \neq \varepsilon_j \quad (8)$$

Para além da verificação destas condições, torna-se ainda necessário, no caso do MRLM verificar ainda a ausência de forte multicolinearidade. Este problema ocorre quando duas ou mais variáveis explicativas estão fortemente (ainda que não perfeitamente) correlacionadas entre si.

No caso das duas ou mais variáveis estarem perfeitamente correlacionadas, as estimativas dos mínimos quadrados são indeterminadas, uma vez que as equações irão admitir uma infinidade de soluções.

Por outro lado, se as variáveis explicativas forem perfeitamente independentes em termos lineares ($\text{cov}=0$), dizem-se ortogonais e não há qualquer problema para estimar os parâmetros dos mínimos quadrados.

No âmbito do nosso trabalho não é expectável que as variáveis explicativas sejam perfeitamente independentes (Resultados líquidos, Capital Próprio e Certificação Legal das Contas), esperando, contudo, que se verifique a ausência de forte correlação entre si.

3.6 – Gestão de resultados

3.6.1 - Dispersão da variação do resultado líquido escalado⁴⁷ pelo activo total

Como referem Morais e Curto, 2008; Barth *et al.*, 2006 e Leuz *et al.*, 2003, utilizamos a variabilidade da alteração do resultado líquido escalada pelo total do activo como uma primeira medida de gestão de resultados.

Define-se a variabilidade da alteração do resultado líquido escalada pelo total do activo de acordo com a seguinte expressão (Morais e Curto, 2008):

$$VAR(RL/TA) = \frac{RL_t}{TA_t} - \frac{RL_{t-1}}{TA_{t-1}} \quad (9)$$

De acordo com o exposto acima, associa-se uma maior variância com um menor nível de alisamento de resultados.

As variáveis RL/TA são os valores do Resultado Líquido obtido da demonstração dos resultados e o Total do Activo retirado do balanço. No corte (pré e pós adopção) as variações foram calculadas de forma a manterem consistência, isto é, nos comparativos no ano de 2005 com 2004 foram tomados em conta não os valores de 2004 em POC, mas os valores reexpressos de acordo com as NIC.

3.6.2 - Variabilidade do resultado líquido relativamente aos fluxos de caixa operacionais.

A métrica é idêntica à anterior, só que neste caso concreto relacionando as variáveis Resultado Líquido/*Cash Flow*, dada pela seguinte expressão (Morais e Curto, 2008):

$$\frac{RL}{CFO} = \frac{RL_t - RL_{t-1}}{CFO_t - CFO_{t-1}} \quad (10)$$

⁴⁷ O termo escalado refere-se ao denominador da fracção.

A variável RL é o resultado líquido retirado da demonstração dos resultados. A variável CFO são os fluxos de caixa operacionais. Como referem Ross *et al.* (2008:211-213) existem várias definições utilizadas de *cash flow* operacional e nem sempre se torna muito claro o conceito utilizado, o que pode gerar distorções de entendimento. De acordo com estes autores que, na aproximação *Bottom-Up*, o *cash flow* operacional corresponde ao resultado líquido do exercício corrigido de itens que não correspondam a *cash flows* tais como as depreciações. Notam ainda os autores que esta definição só é correcta se não se deduzirem os gastos de natureza financeira v.g. os juros.

Na linha do que foi anteriormente referido, definimos no nosso estudo a variável CFO como os fluxos de caixa operacionais tal como são apresentados na demonstração dos fluxos de caixa corrigidos pelos juros (pagos/recebidos) que surjam como não operacionais e ainda dos subsídios ao investimento.

Foi decidida a inclusão dos subsídios uma vez que existem componentes da demonstração dos resultados relacionados com este tipo de operações cujo valor não corresponde necessariamente ao *cash flow* do ano, sendo portanto componentes do acréscimo como referimos na fundamentação teórica. Poderíamos ter utilizado nesta métrica os dividendos, contudo, por opção não realizamos testes considerando os dividendos pagos. Na próxima métrica detalharemos com maior profundidade esta ideia.

3.6.3 - Correlação entre o acréscimo e o cash flow operacional.

Definimos a variável acréscimo (ACC) de acordo com a literatura de referência como a diferença entre o Resultado Líquido e o *Cash Flow* Operacional.

Nesta métrica é determinado o coeficiente de correlação de Spearman entre as variáveis ACC e CFO. Estas duas variáveis são escaladas pelo total do activo.

Os subsídios que falámos anteriormente são componentes do acréscimo, dado que o seu reconhecimento como rendimento é feito gradualmente ao longo do tempo, o

mesmo não se podendo garantir quanto ao *cash flow* gerado. Desta forma ficamos com uma medida do efeito do acréscimo mais potente.

3.6.4 - Gestão de pequenos resultados positivos

Para a medição de gestão de pequenos resultados positivos utilizaremos o modelo de regressão logística como segue:

$$\text{POST} (0,1) = \beta_0 + \beta_1 \text{DIM}_{it} + \beta_2 \text{Varv.neg}_{it} + \beta_3 \text{EISSUE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{DISSUE}_{it} + \beta_6 \text{TURN}_{it} + \beta_7 \text{CFOTA}_{it} + \beta_8 \text{SPOS}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

A métrica de gestão de pequenos resultados positivos é o coeficiente β_8 .

As variáveis são assim definidas:

- Variável dependente.

A variável dependente POST assume o valor 1 se as contas estão elaboradas de acordo com o normativo do IASB e 0 no caso contrário.

- Variáveis independentes
 - A variável DIM é o logaritmo natural da cotação;
 - A variável Varv.neg é a variação percentual do volume de negócios (Vendas+Prestações de Serviços), tendo todas as variações em 2005 relativamente ao ano de 2004 sido calculada com os valores de 2004 reexpressos de acordo com as NIC;
 - A variável EISSUE é a variação percentual no n.º de acções;
 - A variável LEV é o passivo total escalado pelo activo total.
 - A variável DISSUE é a variação percentual do passivo total;
 - A variável TURN é o volume de negócios escalado pelo activo total;
 - A variável CFOTA são os fluxos de caixa operacionais escalados pelo activo total;

- A variável SPOS é uma variável que assume o valor 1 se o resultado líquido escalado pelo Activo estiver compreendido entre 0 e 0,01, como utilizaram Lang, Raedy e Wilson (2003, 2006), Barth *et al* (2006) e Morais e Curto (2008).

3.6.5 – Tempestividade do reconhecimento de grandes perdas

Para a medição da tempestividade do reconhecimento das perdas, a seguinte regressão:

$$\text{POST (0,1)} = \beta_0 + \beta_1 \text{DIM}_{it} + \beta_2 \text{Varv.neg}_{it} + \beta_3 \text{EISSUE}_{it} + \beta_4 \text{LEV}_{it} + \beta_5 \text{DISSUE}_{it} + \beta_6 \text{TURN}_{it} + \beta_7 \text{CFOTA}_{it} + \beta_8 \text{LNEG}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

As variáveis são idênticas à regressão anterior excepto a variável LNEG que tem significado idêntico à variável SPOS, sendo agora um indicador que assume o valor 1 se o resultado líquido escalado pelo total do activo for menor do que -0,20.

No caso das regressões, e de forma a ter dados comparáveis estimámos as regressões com todos os dados de todas as empresas numa só vez (*pooling*). Para tal procedemos ao ajustamento dos dados criando nova amostra com os dados em painel.

3.7 - Processo de recolha dos dados

Depois de definidos os modelos a utilizar e respectivas variáveis procedemos à recolha dos dados.

Tal como Ferreira (2008), o primeiro problema sentido foi a falta de uma base de dados apropriada para a investigação a realizar. Houve assim necessidade de recolher informação contabilística e bolsista das empresas do universo de investigação.

Obtivemos os dados contabilísticos através do sítio de Internet da CMVM no sistema de divulgação de informação das sociedades com títulos cotados.

No caso dos dados bolsistas, parte deles foi obtida no sítio da Internet da *Euronext*. No sítio da *Euronext*, as séries históricas das cotações só estão disponíveis até dois anos da data actual. Para além disso, só encontramos disponíveis nesses dois anos históricos de cotações da actual lista de empresas que compõem o PSI geral.

Presentemente existem já vários sítios na Internet dedicados a informação de natureza financeira, e obtivemos as séries de cotações já corrigidas junto do sítio da Internet do clube dos investidores, que se encontram disponíveis para consulta.

Não foi possível no do sítio da Internet do clube dos investidores obter todas as cotações de todas as empresas, faltando algumas das empresas mais antigas que já há algum tempo saíram do mercado.

Desenvolvemos esforços de forma a garantir um bom número de observações na nossa base de dados e nesse sentido efectuamos todos os esforços para não eliminar casos em resultado da falta de dados.

Para os dados em falta, recorreremos então ao sítio InfoBolsa, também utilizado por Ferreira (2008), o que nos permitiu obter os dados em falta (disponíveis para consulta). O inconveniente é que neste caso, para os históricos, tivemos de retirar para cada empresa ano a ano o respectivo valor dado não termos conseguido encontrar uma série disponível.

De forma a validar os dados, procedemos ainda à comparação entre os dados obtidos com os dados disponíveis dos dois últimos anos na *Euronext* não tendo detectado discrepâncias dignas de registo (em alguns casos apenas o n.º de casas decimais utilizadas).

De posse dos dados, procedemos de seguida à sua transcrição para uma folha de cálculo de Excel onde colocámos em linha os elementos das amostras e em coluna as variáveis.

Verificaram-se ainda as entradas na base de dados com vista a detectar eventuais erros de introdução de dados. Assim, todos os dados foram introduzidos em euros, com excepção das variáveis dummy.

Metodologia

Com os dados obtidos, foram calculados no Excel[®] as variáveis com que trabalhamos totalizando cerca de 14.100 dados.

Finalmente, os dados foram reordenados de forma a aplicar os critérios de selecção das empresas adoptados e facilitar o estudo estatístico dos mesmos e migrados para o software estatístico SPSS[®] v.17.0, que utilizámos no tratamento estatístico dos dados.

4 – Resultados

4.1 - Estatísticas descritivas

De forma a melhor conhecermos as variáveis analisamos as estatísticas descritivas que apresentamos de seguida.

Tabela 3 - Estatísticas descritivas entre 2001 e 2004

	2001			2002			2003			2004		
	Cotação	Caracção	RL Acção									
Média	4,16841	3,71296	-0,09079	3,30849	3,51586	0,06274	2,84829	2,77269	-0,15209	3,21278	2,73031	0,16099
Erro-padrão	0,70780	0,47881	0,14380	0,44927	0,49823	0,09630	0,36999	0,43135	0,15162	0,39178	0,42433	0,13050
Mediana	2,78300	2,92926	0,04885	2,24000	2,29780	0,09899	1,78610	2,05550	0,06200	2,19130	2,22659	0,15318
Moda	5,00000	-	0,15000	1,80000	-	-	2,60000	-	-	1,20000	-	-
Desvio-padrão	4,53215	3,06585	0,92079	2,87672	3,19024	0,61663	2,36909	2,76198	0,97082	2,41511	2,61573	0,80445
Variância da amostra	20,54034	9,39945	0,84785	8,27552	10,17762	0,38024	5,61261	7,62853	0,94248	5,83278	6,84206	0,64715
Curtose	10,67850	0,04343	4,24204	5,82627	0,83492	3,98293	0,92788	3,76034	17,68580	1,36597	5,59821	22,77269
Assimetria	2,85882	0,95290	-0,64442	2,11622	1,24120	-1,33462	1,31875	1,87952	-3,71676	1,37683	2,16224	-4,00421
Intervalo	24,59400	10,94207	5,73373	14,53510	11,96522	3,45589	9,11490	12,79652	6,04858	9,32970	12,79340	5,69497
Mínimo	0,40600	0,34532	-2,95453	0,35490	0,03286	-2,13589	0,30510	0,02662	-5,15196	0,56030	0,07123	-4,12000
Máximo	25,00000	11,28740	2,77920	14,89000	11,99808	1,32000	9,42000	12,82314	0,89661	9,89000	12,86464	1,57497
Soma	170,90490	152,23120	-3,72244	135,64810	144,15033	2,57216	116,77970	113,68037	-6,23557	122,08550	103,75162	6,11748
Contagem	41	41	41	41	41	41	41	41	41	38	38	38

Tabela 4 - Estatísticas descritivas entre 2005 e 2008

	2005			2006			2007			2008		
	Cotação	Caracção	RL Acção	Cotação	Caracção	RL Acção	Cotação	Caracção	RL Acção	Cotação	Caracção	RL Acção
Média	3,53282	2,80588	0,13773	3,98019	2,79437	0,12421	5,32370	2,48848	0,23130	4,01771	2,37300	-0,06945
Erro-padrão	0,41172	0,51275	0,17128	0,52937	0,54992	0,14430	0,60475	0,49597	0,11358	0,53632	0,42331	0,13149
Mediana	2,95500	1,81180	0,22675	3,01000	1,70165	0,16243	4,10000	1,74191	0,20887	2,83000	1,75793	0,05265
Moda	4,64000	-	-	-	-	-	9,95000	-	-	-	-	-
Desvio-padrão	2,53801	3,16081	1,05582	3,30593	3,43427	0,90114	3,67858	3,01689	0,69086	3,17291	2,50433	0,77791
Variância da amostra	6,44152	9,99072	1,11476	10,92917	11,79419	0,81204	13,53195	9,10161	0,47729	10,06737	6,27167	0,60514
Curtose	0,73839	15,59129	24,02854	3,39975	15,15488	10,07108	-0,91583	17,49703	7,54138	1,50594	12,17971	18,41316
Assimetria	1,04203	3,52876	-3,81923	1,54725	3,42595	-2,07698	0,57656	3,77506	-0,23218	1,21556	3,14000	-3,85248
Intervalo	10,70000	18,19773	8,38886	16,07500	19,56342	6,12310	13,14000	17,40702	4,80144	14,05000	13,55161	4,87099
Mínimo	0,40000	0,08960	-5,49810	0,12500	0,09022	-3,79633	0,20000	0,12589	-2,17144	0,11000	0,12374	-3,92890
Máximo	11,10000	18,28734	2,89076	16,20000	19,65365	2,32677	13,34000	17,53291	2,63000	14,16000	13,67535	0,94209
Soma	134,24700	106,62347	5,23362	155,22730	108,98030	4,84405	196,97700	92,07370	8,55793	140,62000	83,05508	-2,43064
Contagem	38	38	38	39	39	39	37	37	37	35	35	35

As estatísticas descritivas para o período pré-adopção ano a ano e período pós-adopção ano a ano estão sumariadas nas tabelas 3 e 4. O conjunto pré e pós-adopção estão sumariadas nas tabelas 5 e 6, respectivamente.

Tabela 5 - Estatísticas descritivas do período pré-adopção

Pré-Adopção	Cotação	DIM	EISSUE	RL_Acção	ACC/TA	VAR(RL/TA)	RL/CFO	Varv.neg.	LEV	DISSUE	Turn	CFO/TA	SPOS	LNEG
Média	3,36852	0,87663	0,26362	-0,04450	-0,05274	-0,00178	0,09164	0,06663	4,55691	0,15719	0,78762	0,04655	0,00000	0,03067
Erro-padrão	0,24892	0,06477	0,12208	0,07091	0,00746	0,00996	0,35239	0,01884	0,51908	0,08299	0,03342	0,00743	0,00000	0,01355
Mediana	2,20860	0,79236	0,00000	0,10073	-0,04807	0,00058	0,03941	0,03239	3,03206	0,02424	0,70495	0,05269	0,00000	0,00000
Moda	1,80000	0,58779	0,00000	0,28000	-	-	0,00000	-	-	-	-	-	0,00000	0,00000
Desvio-padrão	3,17797	0,82687	1,55855	0,90533	0,09530	0,12716	4,49899	0,24059	6,62715	1,05951	0,42666	0,09480	0,00000	0,17297
Variância da amostra	10,09949	0,68372	2,42909	0,81962	0,00908	0,01617	20,24093	0,05789	43,91912	1,12256	0,18204	0,00899	0,00000	0,02992
Curtose	13,69248	-0,26667	58,97184	10,91455	8,78932	51,79671	22,96306	10,57685	28,13815	139,17665	-0,64755	21,47928	-	28,53609
Assimetria	2,89315	0,03964	7,39288	-2,52056	-1,33662	-4,82398	0,59352	2,33755	4,83113	11,39351	0,53018	-3,32781	-	5,49419
Intervalo	24,69490	4,40599	14,68600	7,93117	0,80052	1,72519	54,16863	2,02627	56,46396	13,66798	1,66054	0,90116	0,00000	1,00000
Mínimo	0,30510	-1,18712	-0,07000	-5,15196	-0,52644	-1,20373	-22,84009	-0,52917	-5,89113	-0,57876	0,08053	-0,67604	0,00000	0,00000
Máximo	25,00000	3,21888	14,61600	2,77920	0,27408	0,52145	31,32854	1,49710	50,57283	13,08923	1,74107	0,22512	0,00000	1,00000
Soma	549,06820	142,89008	42,96948	-7,25299	-8,59674	-0,29079	14,93737	10,85991	742,77659	25,62158	128,38214	7,58688	0,00000	5,00000
Contagem	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163	163

Tabela 6 - Estatísticas descritivas do período pós-adopção

Pós-Adopção	Cotação	DIM	EISSUE	RL_Acção	ACC/TA	VAR(RL/TA)	RL/CFO	Varv.neg.	LEV	DISSUE	Turn	CFO/TA	SPOS	LNEG
Média	3,99189	0,97066	0,49008	-0,18278	-0,04057	-0,01522	-0,82998	0,09530	3,66035	0,18377	0,72167	0,04767	0,00000	0,01887
Erro-padrão	0,25744	0,08402	0,24771	0,23735	0,00593	0,00615	0,55856	0,03070	0,94268	0,05189	0,03562	0,00556	0,00000	0,01082
Mediana	2,90000	1,06471	0,00000	0,15398	-0,03436	-0,00385	0,06073	0,04364	2,38684	0,04731	0,60473	0,05581	0,00000	0,00000
Moda	3,01000	1,10194	0,00000	0,44000	-	-	-	-	-	-	-	-	0,00000	0,00000
Desvio-padrão	3,24621	1,05939	3,12350	2,99281	0,07477	0,07755	7,04322	0,38706	11,88670	0,65435	0,44920	0,07009	0,00000	0,13649
Variância da amostra	10,53790	1,12232	9,75628	8,95689	0,00559	0,00601	49,60689	0,14982	141,29357	0,42818	0,20178	0,00491	0,00000	0,01863
Curtose	1,02845	1,21924	70,55221	125,11225	9,05346	20,70391	32,79322	27,58054	38,77241	36,42840	1,03227	0,86977	-	49,60290
Assimetria	1,15693	-1,01381	8,21132	-10,65901	-1,82574	-3,24467	-4,47521	3,62760	0,89343	5,39980	1,05985	-0,04982	-	7,13996
Intervalo	16,10000	5,08760	30,99271	38,42172	0,62517	0,77132	77,66923	4,23862	175,66418	6,23453	2,30383	0,44636	0,00000	1,00000
Mínimo	0,10000	-2,30259	-0,99271	-35,53096	-0,46381	-0,57667	-54,87815	-1,02630	-81,79268	-0,80479	-0,02604	-0,15806	0,00000	0,00000
Máximo	16,20000	2,78501	30,00000	2,89076	0,16137	0,19465	22,79108	3,21232	93,87150	5,42974	2,27779	0,28830	0,00000	1,00000
Soma	634,71130	154,33443	77,92258	-29,06125	-6,44993	-2,42024	-131,96739	15,15235	581,99574	29,22011	114,74507	7,57897	0,00000	3,00000
Contagem	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159	159

Comparando a média das variáveis entre 2001 a 2004 (tabela 3) com o período 2005-2008 (tabela 4) observamos que, em média, as empresas apresentam uma cotação que vem a decrescer durante o período pré-adopção passando a crescer no período pós-adopção.

O Capital Próprio por Acção, em média, não sofre grandes flutuações durante todo o período (2001 a 2008). A variação do Resultado Líquido escalado pelo Total do Activo apresenta, em média, uma maior variabilidade no período pré-adopção.

O resultado líquido por acção, em média, decresce durante o período pré-adopção e crescente no período pós-adopção e apresentam sinal negativo em 2001 e 2008.

Estes dados são consistentes com os dados das tabelas 5 e 6 que mostra os dados agregados em ambos os períodos.

A dispersão dos dados apresenta um comportamento de descida durante o período pré-adopção e crescimento no período pós-adopção.

Resultados

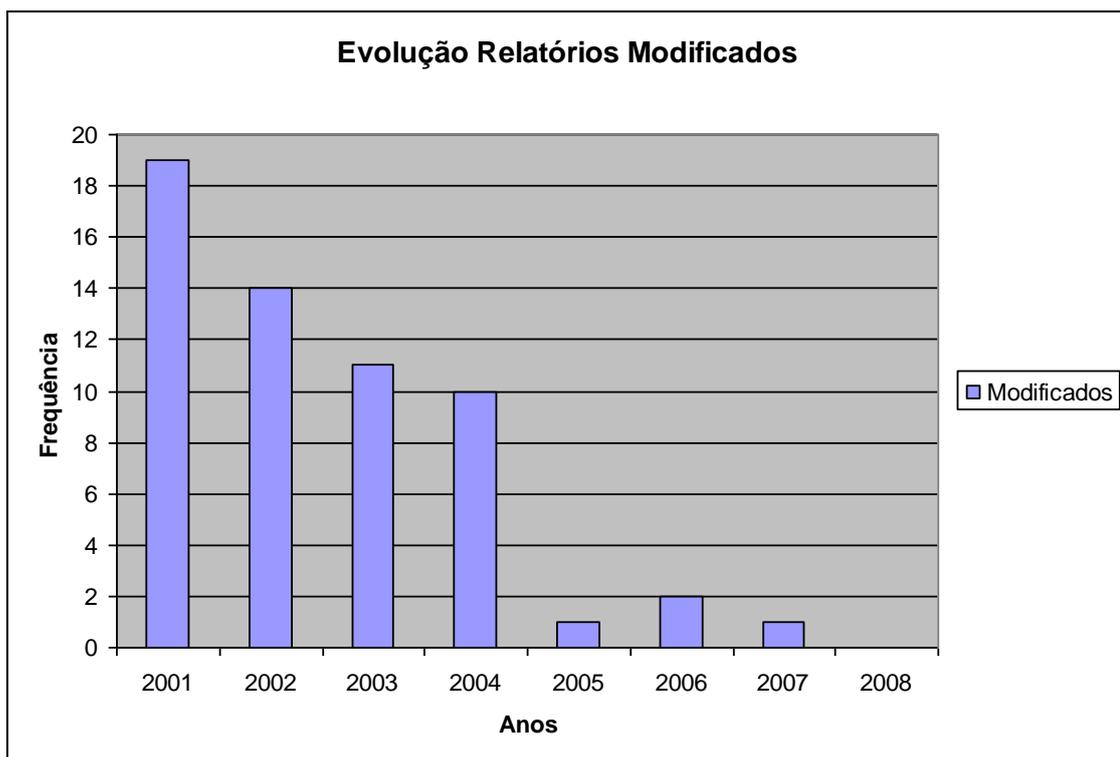
A distribuição dos dados das amostras mostra assimetria positiva, portanto não enviesadas à esquerda, excepto no caso dos resultados líquidos por acção em que o coeficiente de assimetria mostra um enviesamento à esquerda.

Estes dados são consistentes com as conclusões de Moraes e Curto (2008).

No anexo (IV) mostramos ainda os gráficos destas variáveis que utilizámos para diagnosticar a eventual presença de *outliers*.

Os gráficos 1 e 2 mostram as frequências de reservas e evolução dos tipos de relatórios⁴⁸ nas contas consolidadas da nossa amostra.

Gráfico 1 –Evolução da frequência de relatórios modificados

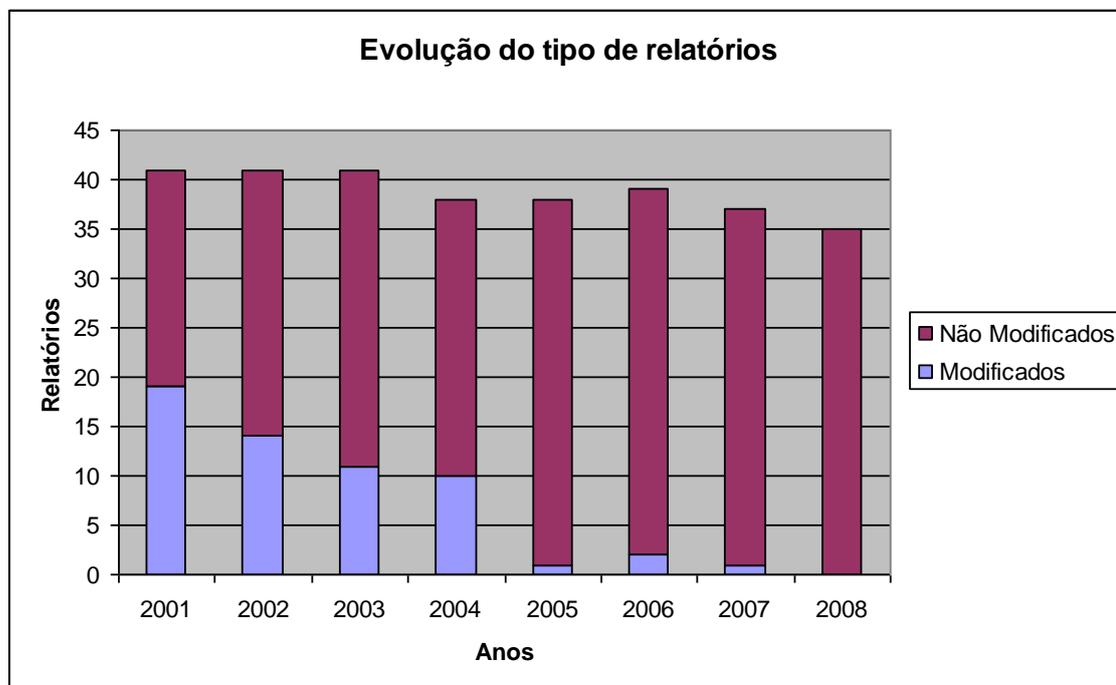


⁴⁸ Opinião qualificada e opinião não qualificada (DRA 701 e 702).

Resultados

O gráfico 1 mostra a evolução do número de reservas nos relatórios de auditoria. Podemos concluir que ao longo do período em análise as reservas têm vindo a decrescer e em 2008 não há reservas nas contas das nossas amostras.

Gráfico 2 - Evolução dos tipos de relatórios



O gráfico 2 mostra-nos que a maioria dos relatórios ao longo dos anos não contém reservas.

Analisando os gráficos, podemos concluir pela melhoria do cumprimento dos normativos aplicáveis durante o período em análise.

Daqui não podemos, e nem foi objecto de análise estabelecer relações entre os normativos contabilísticos e existência ou não de reservas, muito menos evidenciar as razões da sua inclusão.

A existência de reservas nas contas é uma condicionante que explicará a ausência de investigação neste domínio, até porque de forma intuitiva poderemos concluir que as sociedades cotadas terão interesse em apresentar contas com relatórios com opiniões não qualificadas, isto se as nossas expectativas se confirmarem, caso contrário poderá revelar-se indiferente.

Outro factor importante é o comportamento das empresas quando vêm as suas contas com reservas, isto é, se no(s) período(s) seguinte(s) tomam medidas correctivas ou se essas reservas persistem no tempo.

A tabela no anexo V evidência um considerável número de empresas que apresentam reservas dos auditores às suas contas, algumas das quais acabaram por sair de bolsa (v.g. a Tertir) e outras entrarem em situação de falência (v.g. a Papelaria Fernandes).

4.2 - Matrizes de correlação entre as variáveis.

O coeficiente de correlação mede o grau de associação linear entre duas variáveis. No anexo VI estão as matrizes com os coeficientes de correlação amostrais entre as variáveis para os oito períodos de análise. Estas matrizes mostram em que medida estão relacionadas as variáveis sob investigação.

Através da análise das matrizes podemos concluir que os coeficientes são todos diferentes de zero o que confirma a existência de associação das variáveis.

Seguindo o critério de classificação da associação linear sugerido por Pestana e Gageiro (2005:107) concluímos que em nenhum dos anos em análise a associação linear é elevada, oscilando entre fraca a moderada.

A tabela 7 mostra o critério de classificação adoptado.

Tabela 7 - Tabela de classificação das correlações

Coeficiente	Classificação
$ R < 0,2$	Muito Fraca
$0,2 \leq R < 0,4$	Fraca
$0,4 \leq R < 0,7$	Moderada
$0,7 \leq R < 0,9$	Elevada
$0,9 \leq R \leq 1$	Muito Elevada

Fonte: Pestana e Gageiro (2005):107

4.3 – Relevância

Para melhor aferir a qualidade adoptamos a escala de classificação para o R^2 ajustado de Ferreira, L. (2008:330), que encontramos na tabela 8.

Tabela 8 - Classificação do grau de relevância

Nível de Escala	Qualificação (P≤5%)
0% - 1%	Muito Baixo
2% - 15%	Baixo
16% - 49%	Moderado
50% - 81%	Elevado
82% - 100%	Muito Elevado

Fonte: Ferreira (2008):330

4.3.1 – Modelos não ajustados

As tabelas 9 e 10 mostram os resultados dos modelos no período pré-adoção e pós-adoção com *outliers*.

Tabela 9 - Resultados dos modelos não ajustados no pré-adoção

t	n	R ² Ajust.	P-Value	Intersecção		Capacção		Riacção		CLC	
				Coef. (a _{1t})	p-value	Coef. (b _{1t})	p-value	Coef. (b _{2t})	p-value	Coef. (b _{3t})	p-value
2001	41	0,251	0,003	2,929	0,013	0,548	0,010	1,810	0,015	-1,358	0,301
2002	41	0,372	0,000	2,099	0,001	0,458	0,001	0,798	0,239	-1,319	0,097
2003	41	0,269	0,002	2,328	0,000	0,387	0,002	-0,122	0,731	-2,133	0,009
2004	38	0,357	0,000	2,367	0,000	0,487	0,000	0,702	0,087	-2,262	0,004

Tabela 10 - Resultados dos modelos não ajustados no período pós-adoção

t	n	R ² Ajust.	P-Value	Intersecção		Capacção		Riacção		CLC	
				Coef. (a _{1t})	p-value	Coef. (b _{1t})	p-value	Coef. (b _{2t})	p-value	Coef. (b _{3t})	p-value
2005	38	0,219	0,010	1,971	0,002	0,527	0,001	0,889	0,055	-1,470	0,524
2006	39	0,191	0,015	3,002	0,000	0,345	0,022	0,869	0,124	-1,823	0,412
2007	37	0,345	0,001	3,167	0,000	0,524	0,004	3,272	0,000	3,548	0,295
2008	35	0,236	0,005	2,087	0,008	0,885	0,002	2,425	0,006	-	-

Resultados

Os resultados sugerem que não existem diferenças entre os dois períodos (pré-adopção e pós-adopção) na nossa medida (R^2 ajustado). O mesmo é sempre moderado nos dois períodos.

A Constante e o Capital Próprio por Acção são sempre estatisticamente significativos nos dois períodos e apresentam sempre o sinal esperado (positivo).

O resultado líquido por acção nos anos de 2002, 2003, e 2006 não são estatisticamente significativos e nos anos de 2004 e 2005 só são estatisticamente significativos para o nível de significância de 10%. O sinal em 2003 é contrário ao previsto, embora não seja estatisticamente significativo, como já referimos neste trabalho. Só são estatisticamente significativas para os anos de 2001, 2007 e 2008.

Relativamente à certificação legal de contas, o sinal é o esperado, com excepção do ano de 2007, embora não seja estatisticamente significativa. No período pós-adopção nunca é estatisticamente significativo, e no período pré-adopção não é estatisticamente significativo no ano de 2001. No ano de 2002 é estatisticamente significativo para um nível de significância de 10%, e em 2003 e 2004 é estatisticamente significativo para todos os níveis de significância.

É omissa em 2008 por não existir qualquer reserva nas certificações de contas na nossa amostra.

Estes dados obtidos com os modelos não ajustados poderão, contudo, serem afectados por *outliers* que exerçam influência significativa nos resultados.

A análise gráfica das variáveis dos modelos sugere a presença de *outliers*. Assim, procedemos de seguida a uma análise mais pormenorizada através da análise estatística dos resíduos dos modelos não ajustados.

De acordo com Maroco (2010), os *outliers* “são observações extremas, não características, que apresentam resíduos que são consideravelmente superiores, em valor absoluto, aos resíduos das outras observações.”

A tabela 11 resume as estatísticas dos resíduos obtidas do SPSS relativamente ao período pré-adopção e a tabela 12 resumem as estatísticas dos resíduos relativamente ao período pós-adopção, que analisamos de seguida.

Tabela 11 - Estatísticas dos resíduos dos modelos não ajustados no período pré-adoção

Residuals Statistics ^a						Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-0,837	9,861	4,168	2,512	41	Predicted Value	0,6162	8,0618	3,3085	1,86302	41
Std. Predicted Value	-1,993	2,266	0	1	41	Std. Predicted Value	-1,445	2,551	0	1	41
Standard Error of Predicted Value	0,837	2,09	1,177	0,343	41	Standard Error of Predicted Value	0,443	1,468	0,679	0,217	41
Adjusted Predicted Value	-2,109	10,232	4,012	2,5975	41	Adjusted Predicted Value	0,1559	8,1593	3,3006	1,92958	41
Residual	-5,9109	15,1392	0	3,7723	41	Residual	-4,67381	6,82822	0	2,19196	41
Std. Residual	-1,507	3,86	0	0,962	41	Std. Residual	-2,051	2,996	0	0,962	41
Stud. Residual	-1,717	4,511	0,018	1,069	41	Stud. Residual	-2,373	3,334	0,002	1,035	41
Deleted Residual	-7,6716	20,6793	0,1561	4,6837	41	Deleted Residual	-6,2561	8,45702	0,00793	2,55038	41
Stud. Deleted Residual	-1,765	6,633	0,075	1,325	41	Stud. Deleted Residual	-2,542	3,932	0,013	1,101	41
Mahal. Distance	0,847	10,384	2,927	2,57	41	Mahal. Distance	0,536	15,628	2,927	2,916	41
Cook's Distance	0	1,862	0,069	0,291	41	Cook's Distance	0	0,663	0,044	0,125	41
Centered Leverage Value	0,021	0,26	0,073	0,064	41	Centered Leverage Value	0,013	0,391	0,073	0,073	41

a. Dependent Variable: Cotação (2001)

a. Dependent Variable: Cotação (2002)

Residuals Statistics ^a						Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	0,304	6,037	2,848	1,3475	41	Predicted Value	-0,0366	6,8088	3,2128	1,545	38
Std. Predicted Value	-1,889	2,366	0	1	41	Std. Predicted Value	-2,103	2,328	0	1	38
Standard Error of Predicted Value	0,371	1,682	0,572	0,273	41	Standard Error of Predicted Value	0,366	1,767	0,561	0,287	38
Adjusted Predicted Value	0,138	7,659	2,887	1,5458	41	Adjusted Predicted Value	-0,1722	9,6775	3,2213	1,7904	38
Residual	-3,6867	5,0746	0	1,9486	41	Residual	-3,56616	4,62508	0	1,85627	38
Std. Residual	-1,82	2,505	0	0,962	41	Std. Residual	-1,842	2,388	0	0,959	38
Stud. Residual	-2,253	2,582	-0,008	1,03	41	Stud. Residual	-2,52	2,453	-0,004	1,033	38
Deleted Residual	-6,0092	5,3909	-0,0386	2,2697	41	Deleted Residual	-6,67749	4,87845	-0,00851	2,21704	38
Stud. Deleted Residual	-2,393	2,812	-0,002	1,069	41	Stud. Deleted Residual	-2,753	2,664	0	1,07	38
Mahal. Distance	0,366	26,603	2,927	4,812	41	Mahal. Distance	0,349	29,821	2,921	5,366	38
Cook's Distance	0	0,93	0,047	0,155	41	Cook's Distance	0	1,385	0,059	0,225	38
Centered Leverage Value	0,009	0,665	0,073	0,12	41	Centered Leverage Value	0,009	0,806	0,079	0,145	38

a. Dependent Variable: Cotação (2003)

a. Dependent Variable: Cotação (2004)

Verifica-se que relativamente aos *Student Deleted Residuals*⁴⁹ nas colunas de mínimo e máximo se encontram valores que a possibilidade de encontrar pelo menos um *outlier* em cada um dos anos pré-adoção.

Em 2001 temos pelo menos um *Student Deleted Residual* de 6,63 (*i.e.* cerca de sete desvios padrão da média dos outros resíduos) Em 2002 encontramos dois, um de 3,93 (4 desvios padrão) e outro de 2,5 (3 desvios padrão). Em 2003 encontramos igualmente pelo menos dois: um de 2,5 e outro de 2,39. No último ano pré adoção encontramos igualmente outros dois, um de 2,75 e outro de 2,66.

⁴⁹ Como refere Maroco (2010, p.585) esta estatística é a mais apropriada para a detecção de casos muito influentes.

Analisando o *Centered Leverage Value*⁵⁰ encontramos valores que indiciam a presença de *outliers* multivariados, um em 2003 (CLV=0,665) e outro em 2004 (CLV=0,806).

Tabela 12 - Estatísticas dos resíduos dos modelos não ajustados no período pós-adoção

Residuals Statistics ^a						Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	1,524	7,743891	3,532816	1,3491493	38	Predicted Value	0,9894	10,464	3,9802	1,66858	39
Std. Predicted Value	-1,489	3,121	0	1	38	Std. Predicted Value	-1,792	3,886	0	1	39
Standard Error of Predicted Value	0,369	2,243	0,58	0,445	38	Standard Error of Predicted Value	0,49	2,425	0,794	0,533	39
Adjusted Predicted Value	1,933495	14,421775	3,870478	2,3772388	37	Adjusted Predicted Value	-0,6969	23,0578	4,2273	3,39345	39
Residual	-3,103891	5,6632128	0	2,1497236	38	Residual	-6,34403	9,53514	0	2,85395	39
Std. Residual	-1,384	2,525	0	0,959	38	Std. Residual	-2,133	3,206	0	0,96	39
Stud. Residual	-1,998	2,568	-0,034	1,031	38	Stud. Residual	-3,686	3,402	-0,029	1,108	39
Deleted Residual	-8,451776	5,8550954	-0,28337	2,8590722	37	Deleted Residual	-18,93782	10,73332	-0,24715	4,23288	39
Stud. Deleted Residual	-2,096	2,818	-0,025	1,08	37	Stud. Deleted Residual	-4,644	4,098	-0,032	1,258	39
Mahal. Distance	0,027	36,026	2,921	8,125	38	Mahal. Distance	0,055	24,296	2,923	6,327	39
Cook's Distance	0	3,237	0,133	0,555	37	Cook's Distance	0	6,742	0,196	1,078	39
Centered Leverage Value	0,001	0,974	0,079	0,22	38	Centered Leverage Value	0,001	0,639	0,077	0,167	39

a. Dependent Variable: Cotação (2005)

a. Dependent Variable: Cotação (2006)

Residuals Statistics ^a						Residuals Statistics ^a					
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N		Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	2,75	15,7684	5,3237	2,32581	37	Predicted Value	0,594	10,808	4,018	1,6826	35
Std. Predicted Value	-1,107	4,491	0	1	37	Std. Predicted Value	-2,035	4,036	0	1	35
Standard Error of Predicted Value	0,498	2,977	0,776	0,605	37	Standard Error of Predicted Value	0,479	2,52	0,694	0,428	35
Adjusted Predicted Value	3,3809	25,9407	6,0762	4,46627	36	Adjusted Predicted Value	0,536	13,832	4,306	2,483	35
Residual	-6,56838	7,57623	0	2,85001	37	Residual	-3,2783	9,3906	0	2,69	35
Std. Residual	-2,207	2,545	0	0,957	37	Std. Residual	-1,182	3,387	0	0,97	35
Stud. Residual	-3,523	2,591	-0,063	1,116	36	Stud. Residual	-1,49	3,448	-0,033	1,031	35
Deleted Residual	-16,74073	7,85408	-0,68104	4,77457	36	Deleted Residual	-9,0541	9,7342	-0,2878	3,3159	35
Stud. Deleted Residual	-4,392	2,859	-0,077	1,221	36	Stud. Deleted Residual	-1,521	4,281	-0,006	1,126	35
Mahal. Distance	0,036	35,027	2,919	8,228	37	Mahal. Distance	0,043	27,117	1,943	5,252	35
Cook's Distance	0	6,897	0,334	1,38	36	Cook's Distance	0	2,936	0,122	0,507	35
Centered Leverage Value	0,001	0,973	0,081	0,229	37	Centered Leverage Value	0,001	0,798	0,057	0,154	35

a. Dependent Variable: Cotação (2007)

a. Dependent Variable: Cotação (2008)

Analisando os *Student Deleted Residual* em 2005, encontramos pelo menos um *outlier* de 2,818 Em 2006 pelo menos 2, um de 4,644 e outro de 4,098. Em 2007 igualmente dois, um de 4,392 e outro de 2,859, e no último ano pós adoção pelo menos um de 4,281.

Analisando os *Centered Leverage Value* encontramos pelo menos um *outlier* multivariado em cada ano. Em 2005 um de valor 0,974, em 2006 um de valor 0,639, em 2007 um de 0,973 e em 2008 um de 0,798.

⁵⁰ De acordo com Maroco (2010:586) também esta medida é útil na detecção de *outliers*, não existindo, porém, consenso quanto a partir de quanto elevado este valor deve ser. Aceita-se, contudo que valores abaixo de 0.2 são aceitáveis, entre 0.2 e 0.5 arriscado e superior a 0.5 indicam a presença de *outliers* multivariados.

Para a detecção de *outliers* numa forma mais exacta seguimos a metodologia proposta por Maroco (2006), através dum teste exacto (t-student), uma vez que os resíduos *studentized deleted* seguem uma distribuição t-student com (n-p-1) graus de liberdade (teste bilateral).

Testaram-se assim as seguintes hipóteses de que cada resíduo não é um *outlier* (H_0) vs. é um *outlier* (H_1).

Calculámos o *p_value* associado a cada um dos valores da variável SDR_1 (*studentized deleted residuals*) para um nível de significância de 5%.

Aferimos ainda a força da influência dos *outliers* através da distância de Cook ($DC_j > 1$, excessivamente influente na estimação dos coeficientes da regressão), da *Leverage*,⁵¹ tendo-se concluído pela forte influência dos *outliers*.

Previamente à realização do teste t-student, diagnosticámos a normalidade da variável SDR_1 (*standardized deleted residuals*) com recurso ao teste de Kolmogorov-Smirnov.

Concluiu-se pela normalidade da variável em todos os períodos como podemos ver nas tabelas 24 e 25 do anexo VII.

Aplicando os testes, conforme a metodologia indicada, foram identificados *outliers* em todos os anos em análise. Os *outliers* são identificados na tabela 26 do anexo VIII, confirmando-se assim o que as estatísticas descritivas indicavam.

Procedemos aos ajustamentos dos modelos eliminando as observações influentes das amostras e procedemos de seguida à estimação dos modelos ajustados.

4.3.2 - Resultados dos modelos ajustados

Efectuados os ajustamentos indicados na secção anterior foram estimadas as regressões para cada um dos anos em análise.

⁵¹ *Leverage* entre 0.2 e 0.5 arriscados; > 0.5 indicam a presença dum *outlier* multivariado, valores abaixo de 0.2 aceitáveis) e dos *Dfits* ($Dfits > 2$, devem ser considerados com precaução).

Resultados

Sintetizamos os resultados nas tabelas 13 e 14, de acordo com os períodos pré e pós-adopção.

Tabela 13 - Resultados dos modelos ajustados no período pré-adopção

t	n	R ² Ajust.	P-Value	Intersecção		Capacção		Rlação		CLC	
				Coef. (a _{it})	p-value	Coef. (b _{it})	p-value	Coef. (b _{2t})	p-value	Coef. (b _{3t})	p-value
2001	39	0,394	0,000	2,072	0,005	0,605	0,000	0,423	0,411	-1,705	0,038
2002	39	0,327	0,001	1,967	0,001	0,425	0,001	0,581	0,291	-0,760	0,244
2003	36	0,425	0,000	1,514	0,000	0,602	0,000	-0,041	0,881	-1,373	0,023
2004	36	0,499	0,000	1,625	0,001	0,719	0,000	0,658	0,058	-1,658	0,012

Tabela 14 - Resultados dos modelos ajustados no período pós-adopção

t	n	R ² Ajust.	P-Value	Intersecção		Capacção		Rlação		CLC	
				Coef. (a _{it})	p-value	Coef. (b _{it})	p-value	Coef. (b _{2t})	p-value	Coef. (b _{3t})	p-value
2005	34	0,213	0,009	1,549	0,017	0,603	0,004	1,261	0,043	-	-
2006	37	0,343	0,001	1,949	0,003	0,782	0,001	0,726	0,083	-1,274	0,438
2007	34	0,708	0,000	1,263	0,029	1,001	0,000	6,701	0,000	-	-
2008	34	0,304	0,001	1,938	0,003	0,824	0,000	2,193	0,003	-	-

De acordo com a tabela de classificação número 8, a relevância dos elementos contabilísticos é moderada, sendo quase elevada no ano de 2004, e é elevada no ano de 2007.

Em todos os anos o modelo é estatisticamente significativo para o nível de significância de 1%, o que revela uma boa qualidade de ajustamento global do modelo.

Com estes dados não confirmamos a hipótese de que com a adopção das IAS/IFRS a relevância dos elementos contabilísticos aumenta.

A constante do modelo apresenta sempre valor positivo, conforme a nossa predição, e que representará parte de informação tida em conta pelos investidores, para além da informação de natureza contabilística. Aquele parâmetro é sempre estatisticamente significativo para o nível de significância de 1% em todos os anos, com excepção dos anos de 2005 e 2007, sendo contudo estatisticamente significativos para o nível de confiança de 5%.

O Capital Próprio por Acção é sempre estatisticamente significativo para o nível de significância de 1% e durante o período pré-adopção apresenta sempre um coeficiente superior ao coeficiente apresentado pela variável Resultado Líquido por

Acção. Para além disso apresenta sempre sinal positivo, conforme a nossa predição inicial.

Estes resultados sugerem que contrariamente às predições da literatura em que o balanço apresenta uma maior atenção por parte dos investidores em consequência da adopção do justo valor no período pós-adopção. A atenção centra-se com maior incidência nos resultados.

Como refere Ball (2006) os resultados podem ser justificados pelo facto de que as influências políticas e económicas permanecem locais e não globais. Hung e Subramanyam (2007) também não reportam uma melhoria no caso Alemão. Por outro lado, Bartov *et al.* (2002) sugerem melhoria mas na sua amostra são também incluídas empresas que optaram pelo USGAAP.

No que concerne aos relatórios modificados os resultados mostram que a Certificação Legal de Contas é uma variável estatisticamente significativa nos anos de 2001, 2003 e 2004 para um nível de significância de 5%. O coeficiente apresenta sinal conforme esperado, isto é, negativo. Fica assim demonstrado que na presença de um relatório com uma opinião qualificada os investidores reagem a este facto e ajustam para baixo o valor das cotações.

O ano de 2004 é o ano cujo impacto é maior, dado que conforme se pode verificar, a constante passa a negativa (embora pouco). É o caso das empresas que tiveram uma opinião qualificada nos seus relatórios de auditoria (CLC).

No período pós-adopção, no modelo ajustado, em três dos quatro anos não surge a variável, por um lado devido aos ajustamentos, e por outro pelo facto de em 2008 não existir qualquer reserva nas contas consolidadas das empresas integrantes da amostra.

4.3.3 - Validação dos modelos.

4.3.3.1 – O valor esperado do termo aleatório é zero

O valor esperado do termo aleatório ser zero fica, à partida, garantida, uma vez que por construção, o somatório dos resíduos é sempre nulo. Esta propriedade de acordo com Pestana e Gageiro (2005:45) é verdadeira desde que exista o termo constante na regressão, o que acontece em cada uma das nossas regressões.

4.3.3.2 - Normalidade dos resíduos

Para a análise da hipótese de que os resíduos são normalmente distribuídos recorreremos à análise gráfica dos gráficos de probabilidade normal (*Normal Probability Plot*) obtida no módulo de regressão do SPSS.

Na nossa investigação esta condição é importante para validação dos testes t parciais para a nulidade dos parâmetros regressores.

Na eventualidade da não normalidade dos erros, a metodologia aplicada continua a ser robusta, uma vez que as amostras objecto do estudo são grandes ($n > 30$) de acordo com o *Teorema do Limite Central*.

O gráfico 4 mostra a normalidade dos resíduos das regressões no período pré-adopção, que se baseia na probabilidade dos valores observados e esperados numa distribuição normal.

No eixo das abcissas está representada a probabilidade observada acumulada dos erros, e no eixo das ordenadas está representada a probabilidade acumulada que se observaria se os erros possuísem distribuição normal. Por isso os valores representados no gráfico devem distribuir-se mais ou menos pela diagonal principal.

Neste período pré-adopção, verifica-se pelo menos a quase normalidade dos resíduos. Podemos aceitar a normalidade, uma vez que as amostras têm mais de 30 indivíduos (*Teorema do Limite Central*).

Figura2- Análise de normalidade no período 2001-2004

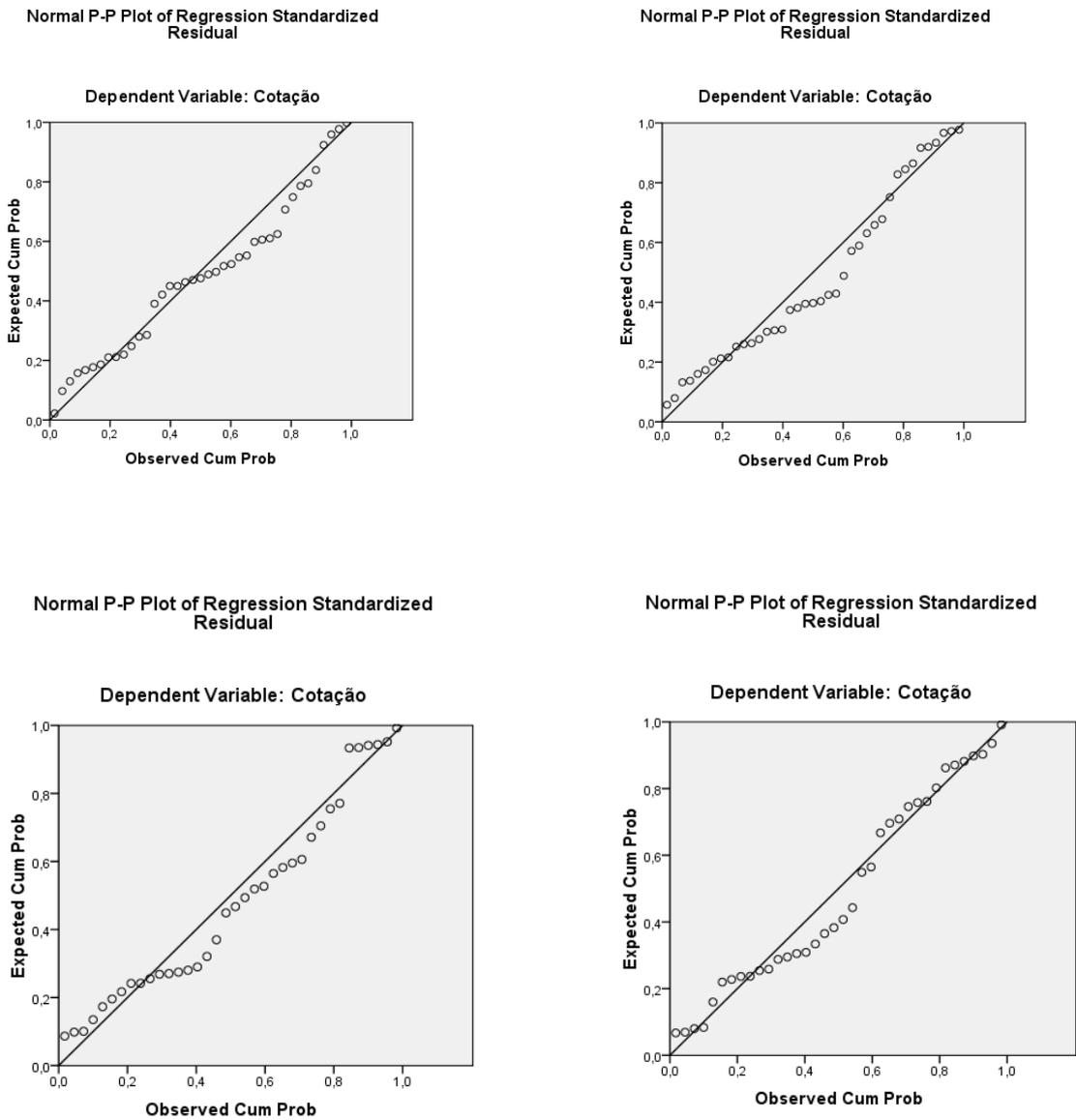
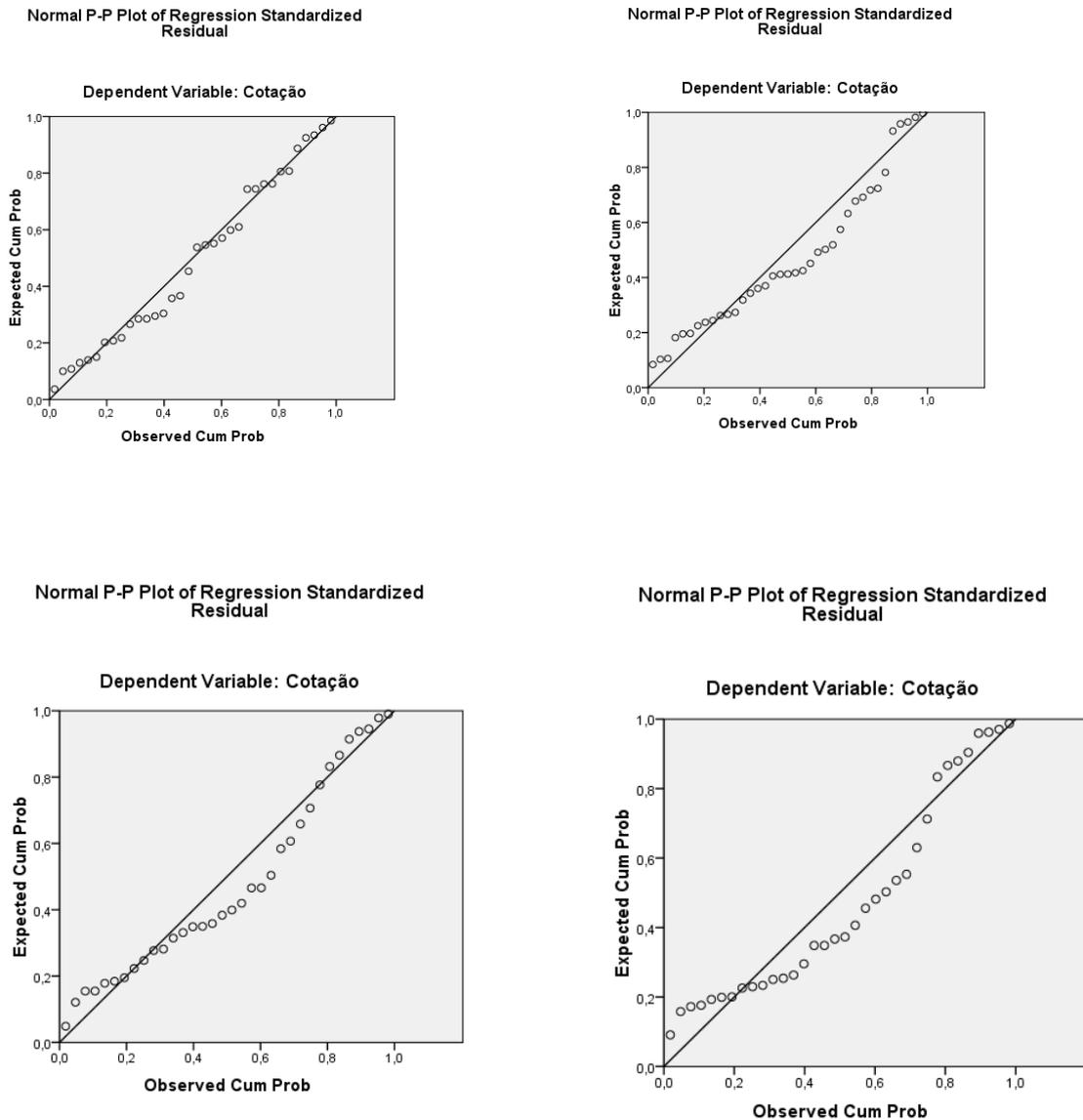


Figura 3 – Análise de normalidade para o período 2005-2008



No período pós-adopção tiramos as mesmas conclusões que no período pré-adopção, pelas mesmas razões. De facto os gráficos evidenciam a quase normalidade dos resíduos, facto que é de valorizar no âmbito da amostra que integra o estudo.

4.3.3.3 - Heterocedasticidade

No modelo de regressão linear clássico é pressuposto que os resíduos tenham variância constante, isto é, são homocedásticos.

A violação desta hipótese tem consequências de diversa ordem. Os estimadores dos mínimos quadrados continuam a não ser enviesados e consistentes, mas deixam de ser eficientes (não são BLUE).

Uma forte consequência é tornar inválidas as inferências estatísticas para os estimadores, tornando-se assim o R^2 ajustado enganador, e consequentemente também a significância estatística dada pelo teste t se revela duvidosa.

No anexo IX estão os gráficos dos resíduos da regressão. A análise destes gráficos não detecta a formação de nenhum padrão, validando assim esta condição do modelo.

4.3.3.4 - Autocorrelação dos resíduos

A tabela 15 mostra os resultados do teste de Durbin-Watson aplicado aos resíduos das regressões e ainda os valores críticos retirados da tabela de Durbin-Watson.

Tabela 15- Estatísticas de Durbin-Watson

p=5%	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
K=3	n=39	n=39	n=36	n=36	n=34	n=37	n=34	n=34
D-W	1,852	2,338	1,308	1,33	2,033	1,857	1,426	1,88
d_u	1,66	1,66	1,65	1,65	1,65	1,66	1,65	1,65
$4-d_u$	2,34	2,34	2,35	2,35	2,35	2,34	2,35	2,35
d_l	1,33	1,33	1,29	1,29	1,27	1,31	1,27	1,27
$4-d_l$	2,67	2,67	2,71	2,71	2,73	2,69	2,73	2,73

Para os anos de 2001, 2002, 2005, 2006 e 2008, os resíduos não estão correlacionados uma vez que a estatística de Durbin-Watson se encontra no intervalo de aceitação da hipótese de não correlação dos resíduos. Por exemplo intervalo de aceitação, tendo em conta quer a dimensão quer o número de regressores, para os anos de 2001 e 2002, o intervalo [1.66; 2.34].

Resumindo, para os anos de 2001, 2002, 2005, 2006 e 2008, os resíduos não estão correlacionados, e nos anos de 2003, 2004 e 2007 os resultados são inconclusivos.

Assim, como referem Pestana e Gageiro (2005:162), a análise deste teste em conjunto com a análise gráfica efectuada para a heterocedasticidade, indiciam a inexistência de autocorrelação dos resíduos.

4.3.3.5 - Multicolinearidade

No caso do modelo de regressão linear múltipla pode ainda ocorrer outro tipo de problema que consiste na presença de relações lineares (ou não lineares) entre as variáveis explicativas utilizadas no modelo. O modelo pressupõe que as variáveis exógenas sejam linearmente independentes.

O problema coloca-se quando pelo menos duas variáveis estão fortemente correlacionadas entre si. Se esta correlação entre duas variáveis (ou mais) for perfeita, então as estimativas dos mínimos quadrados são indeterminadas pois existirão uma infinidade de soluções.

Para detectar a presença de multicolinearidade recorreremos à análise da tolerância, *Variance Inflation Factor* adiante designado por VIF (inverso da tolerância), aos valores próprios e ao *ConditionÍndice* e proporção de variância explicada.

A tolerância mede a proporção da variância que não é explicada pelas restantes variáveis exógenas que existem no modelo.

Como referem Pestana e Gageiro (2005:257), normalmente considera-se o limite abaixo do qual existe multicolinearidade o valor 0,1, devendo cada investigador determinar o grau de multicolinearidade aceitável.

O $VIF > 10$ é o limite acima do qual existe multicolinearidade. No caso do valor próprio ser um valor muito perto de zero significa que existirá, pelo menos uma variável colinear. Existindo muitos valores próximos de zero, conclui-se pela existência de elevada multicolinearidade das variáveis.

O *Condition Index* e a proporção de variância são analisados simultaneamente. No caso dum *Condition Index* maior do que 15, existe um possível problema de multicolinearidade, e um valor superior a 30 indica sérios problemas de multicolinearidade.

Como regra de decisão sobre a existência de elevada multicolinearidade, atende-se às dimensões em que cumulativamente exista um valor próprio perto de zero. Um *Condition Index* maior que 30 e uma proporção de variância superior a 0,90 em pelo menos duas variáveis exógenas.

No anexo X estão os testes de diagnóstico de multicolinearidade para o período em análise. Nos *outputs* destes testes podemos ver que no ano de 2001, os valores de tolerância estão muito próximos de 1, e o VIF também está próximo de 1. Não existe nenhum valor próprio perto de zero, nenhum *Condition Index* superior a 30 (o valor superior é perto de 4) e em nenhum caso a proporção de variância é de 0,90 (o valor máximo é de 0,88 na segunda dimensão da variável resultado líquido por acção). Podemos assim concluir pela inexistência de elevada multicolinearidade no ano de 2001.

No ano de 2002, os valores de tolerância estão próximos de 1, e o VIF também está próximo de 1. Não existe nenhum valor próprio perto de zero, nenhum *condition index* superior a 30 (o valor superior é perto de 3) e em nenhum caso a proporção de variância é de 0,90 (o valor máximo é de 0,88 na quarta dimensão na constante). Também neste ano podemos concluir pela inexistência de elevada multicolinearidade.

No ano de 2003, atendendo aos critérios anteriormente descritos conclui-se pela inexistência de elevada multicolinearidade. Nos restantes anos, de 2004 a 2008 chegamos à mesma conclusão, isto é, não existe elevada multicolinearidade.

4.4 – Alisamento de resultados

4.4.1 - Variação dos resultados escalados pelo total do activo

Para comparar a variabilidade dos resultados líquidos escalados pelo total do activo nos períodos pré-adopção e pós-adopção, utilizamos o teste-F, que apresentamos na tabela 16.

Tabela 16 - Teste F variabilidade dos resultados

Teste F: VAR RL/TA

	<i>Pré-adopção</i>	<i>Pós adopção</i>
Média	-0,0018	-0,0152
Variância	0,0162	0,0060
Observações	163	159
gl	162	158
F	2,6885	
P(F<=f) uni-caudal	0,0000	
F crítico uni-caudal	1,2984	

Estes resultados mostram que no período pós-adopção a variância é significativamente menor no período pós-adopção do que no período pré-adopção, o que contraria o previsto.

Os resultados apresentados por Moraes e Curto (2008) apontam também no sentido contrário, isto é, as empresas no período pós-adopção exibiam uma maior variância. Esta variabilidade pode, no entanto, pode ser determinada pela variabilidade dos *Cash Flows* Operacionais.

De forma a testar se essa variabilidade é originada pela variabilidade dos *Cash Flows* Operacionais, comparámos o rácio da variação dos Resultados Líquidos com a variação dos *Cash Flows* Operacionais.

Tabela 17 - Teste F variabilidade dos resultados líquidos e cash flow

Teste F: VAR RL/ VAR CFO

	<i>Pré-adopção</i>	<i>Pós-adopção</i>
Média	0,09164	-0,82998
Variância	20,24093	49,60689
Observações	163	159
gl	162	158
F	0,4080	
P(F<=f) uni-caudal	0,0000	
F crítico uni-caudal	0,7706	

A tabela 17 mostra que a variância é estatisticamente mais significativa no período pós-adopção do que no período pré-adopção. Estes resultados divergem dos encontrados por Morais e Curto (2008).

Estes resultados sugerem que os resultados são mais alisados no período pós-adopção, o que indicia uma maior variabilidade dos resultados líquidos determinados de acordo com o POC. Também vimos que na literatura estes resultados podem revelar uma melhoria na qualidade de resultados. Os testes seguintes complementarão e ajudarão a compreender melhor estes resultados.

4.4.2 - Correlação entre o acréscimo e o *cash flow*

Para a análise da correlação entre o acréscimo e o *cash-flow* operacional, testamos em primeiro lugar a normalidade das variáveis, através do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov apresentados na tabela seguinte.

Tabela 18 - Teste de Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ACC/TA	CFO/TA
	N	163	163
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	-0,053	0,047
	Std. Deviation	0,095	0,095
Most Extreme Differences	Absolute	0,131	0,132
	Positive	0,127	0,080
	Negative	-0,131	-0,132
	Kolmogorov-Smirnov Z	1,679	1,683
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,007	0,007

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		ACC/TA	CFO/TA
	N	159	159
Normal Parameters ^{a, b}	Mean	-0,041	0,048
	Std. Deviation	0,075	0,070
Most Extreme Differences	Absolute	0,106	0,081
	Positive	0,090	0,064
	Negative	-0,106	-0,081
	Kolmogorov-Smirnov Z	1,331	1,022
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,058	0,247

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Como podemos verificar pela tabela 18, no período pós-adopção essa assumpção é violada para todos os níveis de significância com que normalmente se trabalha (1%, 5% e 10%) e para os casos do *cash flow* escalado pelo total do activo e do acréscimo escalado pelo total do activo. Só para o nível de significância de 10% essa assumpção seria estatisticamente válida.

Como o objectivo era testar a significância estatística da correlação observada entre os períodos, era necessário que as variáveis apresentassem uma distribuição normal.

Recorremos então ao teste não paramétrico do coeficiente de correlação de Spearman, cujos resultados são apresentados na tabela 19.

Tabela 19 - Coeficiente de correlação de Spearman entre cash flow e o acréscimo

Correlations

			Pré-adopção		Pós-adopção	
			CFO/TA	ACC/TA	ACC/TA	CFO/TA
Spearman's rho	CFO/TA	Correlation Coefficient	1	-,615**	1	-,566**
		Sig. (2-tailed)	.	0.	.	0.
		N	163	163	159	159
		ACC/TA	Correlation Coefficient	-,615**	1	-,566**
		Sig. (2-tailed)	0.	0.	.	0.
		N	163	163	159	159

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Podemos verificar que a correlação é negativa em ambos os períodos, tal como esperado. A correlação entre os *cash-flows* e o acréscimo é de -0.615 no período pré-adopção e no período pós-adopção o coeficiente é -0.566, o que sugere uma melhoria na qualidade.

Os dados anteriores parecem sugerir que há uma melhoria no que concerne aos resultados, apontando no sentido do ganho de qualidade se dever ao acréscimo, que é melhor estimado de acordo com as IAS/IFRS do que com o normativo POC.

Aqueles resultados são consistentes com os descritos por Lang *et al.* (2006, 2003), Barth *et al.* (2006), que referem que a diferença na variabilidade dos resultados escalados pelo total do activo, não sendo originada pelas variações nos cash flows, deve ser causada pelo efeito do acréscimo, cuja correlação com os *cash flows* é, como vimos, menos negativa com a adopção das IAS/IFRS.

Desconhecemos testes estatísticos para a diferença de variâncias, mas pelos valores apresentados os mesmos apresentam uma grande dispersão.

4.5 – Gestão de pequenos resultados positivos

Procedemos ao teste recorrendo à regressão logística, cujos principais resultados mostramos de seguida na tabela 20.

Tabela 20 - Resultados da regressão logística SPOS

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	441,691 ^a	0,014	0,019

a. Estimation terminated at iteration number 3 because parameter estimates changed by less than ,001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
DIM	0,091	0,125	0,524	1	0,469	1,095
EISSUE	0,053	0,052	1,049	1	0,306	1,054
Varv.neg	0,258	0,379	0,462	1	0,497	1,294
LEV	-0,008	0,013	0,42	1	0,517	0,992
DISSUE	-0,014	0,136	0,011	1	0,918	0,986
Turn	-0,355	0,264	1,811	1	0,178	0,701
CFOTA	0,27	1,403	0,037	1	0,847	1,31
Constant	0,142	0,276	0,265	1	0,607	1,153

No que respeita à detecção de gestão de pequenos resultados positivos, como se viu nas estatísticas descritivas, o indicador SPOS nunca assumiu o valor 1. Não é assim de estranhar que essa variável não surja na equação, pelo que não avançamos mais detalhes de análise desta medida.

O resultado sugere, no entanto, que não se detecta qualquer evidência de gestão de pequenos resultados positivos. Estes resultados são consentâneos com Morais e Curto (2008).

4.6 – Tempestividade no reconhecimento de grandes perdas

O instrumento utilizado para determinar esta medida foi a regressão logística, cujos principais *outputs* do SPSS apresentamos na tabela 21.

Tabela 21 - Resultados do modelo de regressão logística LNEG**Model Summary**

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	441,183 ^a	0,016	0,021

a. Estimation terminated at iteration number 3 because parameter estimates changed by less than ,001.

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a						
DIM	0,092	0,125	0,539	1	0,463	1,096
EISSUE	0,05	0,052	0,926	1	0,336	1,051
Varv.neg	0,217	0,383	0,322	1	0,571	1,242
LEV	-0,011	0,013	0,648	1	0,421	0,989
DISSUE	-0,008	0,136	0,004	1	0,95	0,992
Turn	-0,346	0,265	1,713	1	0,191	0,707
CFOTA	-0,202	1,559	0,017	1	0,897	0,817
LNEG	-0,608	0,867	0,491	1	0,483	0,545
Constant	0,184	0,283	0,426	1	0,514	1,203

A análise da gestão de grandes resultados negativos, LNEG, mostra-nos que a variável já entra na equação, pois o coeficiente é negativo tal como previsto. Contudo, não tem significância estatística, pelo que não se revela útil a análise desta medida.

Não encontramos por isso qualquer evidência do reconhecimento de grandes perdas. Os resultados obtidos são mais uma vez, consentâneos com os resultados apresentados por Moraes e Curto (2008).

Estes resultados sugerem que contrariamente aos resultados anteriormente relatados não existe evidência de gestão de resultados e por isso parece existir uma melhoria nos resultados, cuja explicação não é coincidente com a literatura de referência, devendo esta melhoria dever-se a outros factores.

5 – Conclusões

5.1 – Grau de concretização dos objectivos

Esta investigação sobre a qualidade da contabilidade partiu do princípio de que as demonstrações financeiras elaboradas de acordo com as normas do IASB são de maior qualidade do que as produzidas de acordo com os normativos locais dos países continentais, do qual Portugal pertence.

Ao longo do tempo Portugal tem vindo a convergir para as normas internacionais de contabilidade tendo adoptado um novo sistema de normalização contabilística com fonte nas normas do IASB.

Esta convergência justifica-se, por um lado, com a necessidade de harmonização contabilística a nível da UE, e por outro, a nível e internacional face a um mundo globalizado.

Com base na literatura existente sobre a qualidade da informação contabilística centrada no mercado de capitais, procurámos obter resposta às questões inicialmente formuladas, relativamente ao caso Português, nomeadamente saber se no nosso mercado a informação contabilística é relevante para os mercados de capitais, se após a adopção das normas do IASB a relevância é maior e, por último, se o relatório dos auditores referente a essas contas é uma variável importante na avaliação que os investidores efectuam.

Os nossos resultados evidenciam que a informação contabilística é relevante para os participantes do mercado. Para todo o período em análise podemos concluir que a informação é moderada de acordo com a escala de classificação adoptada. Estes resultados são consentâneos com a existência de outras fontes de informação que os investidores utilizam para a tomada de decisões.

Como referimos para a questão anterior, de acordo com a classificação adoptada, nos dois períodos a relevância da informação contabilística é moderada, não existindo, por isso, evidência de que tenha existido um aumento da relevância da mesma após a adopção do normativo do IASB. Estas conclusões são consentâneas com Morais e Curto, 2008.

Os resultados rejeitam a possível explicação de Morais e Curto (2008), de que o período de análise que foi utilizado poderia ser um período de transição, uma vez que o período por nós utilizado com teve como finalidade controlar este efeito.

Conclusões

Uma possível justificação para estes resultados pode ser o argumento de Ball (2005, 1995) de que os mercados permanecem locais e por isso as razões específicas de cada país que conduziu aos normativos locais existentes exercem a sua influência ainda que se produzam estas alterações de normativos de referência.

Outra possível explicação pode ser o argumento de Daske *et al.* (2008, 2007) de que os efeitos da adopção das IAS/IFRS só surtem efeitos reais se existirem mecanismos de *enforcement* que garantam a correcta aplicação do normativo. Durante este período coexistiram os dois normativos (POC e NIC), e tal facto pode exercer influência nas contas consolidadas.

Para a questão formulada acerca das reservas dos auditores nos relatórios de certificação da informação contabilística, a qual já tem sido colocada na literatura, mas não localizámos estudos que procurassem a resposta para esta questão. De acordo com a teoria, a existência duma reserva às contas da empresa, teria reflexo negativo na avaliação que os investidores fazem da entidade objecto de investimento.

Os nossos resultados mostram que as reservas às contas são uma variável importante e relevante para os investidores, ajustando estes, de forma negativa a avaliação que fazem do valor das empresas em que nos respectivos relatórios existem reservas.

Estes resultados podem ajudar à explicação de alterações verificadas na relevância da informação contabilística utilizada pelos investidores num contexto em que tais diferenças não sejam atribuíveis a eventuais alterações relevantes de normativos contabilísticos, pois em períodos em que as empresas tenham propensão para a não aplicação correcta dos normativos devem conter reservas, por tal facto, nos seus relatórios de auditoria e os investidores reagem às mesmas. A inclusão desta variável pode explicar estas diferenças.

Em resumo podemos afirmar que o planeamento e metodologia adoptados tornaram possível o integral cumprimento dos objectivos propostos e análise das hipóteses formuladas.

5.2 – Limitações do estudo

Qualquer trabalho de investigação está sujeito a limitações pelo que sintetizamos de seguida os principais aspectos que se nos apresentam relevantes neste domínio.

A nossa escolha de seguir a literatura que elege último dia de negociação no período após seis meses o final do ano civil pode constituir uma séria limitação, como refere Ferreira (2008).

Na nossa opção pesou o facto de que, para além da necessidade de garantir que as contas do ano estivessem disponíveis aos utentes, que garantisse que os relatórios de auditoria estivessem igualmente disponíveis. Não podemos assim garantir que as cotações das acções na data escolhida estejam isentas de novas expectativas criadas pelos investidores relativamente ao ano em que as mesmas foram divulgadas. Não podemos igualmente garantir que as cotações estejam isentas de reacções dos investidores às contas trimestrais que possam ter chegado a público ainda antes das contas anuais (relativas ao ano transacto), ou de qualquer outro anúncio relevante em torno daquelas datas, embora o período temporal que escolhemos possa atenuar esta limitação.

A nossa definição de *cash flow operacional* assenta na definição subjacente à demonstração dos fluxos de caixa. Na revisão de literatura não detectámos nenhum caso em que tenha sido seguida esta definição. Na nossa opção pesou o facto da demonstração dos fluxos de caixa ser uma demonstração financeira que é também divulgada em conjunto com o balanço, demonstração dos resultados e respectivo anexo. Assumimos que esta demonstração é igualmente relevante e utilizada pelos investidores, embora não tenhamos testado variáveis daquela demonstração. Dado o contexto e abrangência da nossa investigação não podemos, por isso, garantir a utilidade daquela variável na forma como foi definida.

Analisámos a variabilidade do Resultado Líquido e *Cash-Flow* operacional tendo optado pela não utilização da variável Dividendos na análise de variabilidade dos Dividendos face à variabilidade dos Resultados Líquidos e dos *Cash-Flows* operacionais.

Outra limitação do nosso trabalho prende-se com o facto de não podermos garantir a existência de eventuais influências do POC nas contas consolidadas das empresas. Durante todo o período em análise a obrigatoriedade era aplicada à elaboração das contas consolidadas não garantindo assim que todas as empresas pertencentes ao perímetro de consolidação de cada uma das empresas consolidantes tenham preparado as suas contas de acordo com as IAS/IFRS e dessa forma isentar as contas consolidadas de possíveis influências do POC.

Uma grande assumpção por nós efectuada é a da eficiência do mercado de capitais. A recente crise económica e financeira desafia fortemente este pressuposto. No período pós adopção das NIC, se admitirmos que houve inicialmente um período de transição como referem Morais e Curto (2008), o facto de neste período ter surgido a actual crise não nos permite afastar definitivamente a hipótese anteriormente colocada.

Acresce o facto de que, tal como referimos na revisão da literatura, as dificuldades nos mercados financeiros surgiram após a UE, entre outros países, ter adoptado as NIC e existir alguma discussão da relação entre o normativo e a crise. Note-se que estava no epicentro do debate a utilização do critério do justo valor. Tal como referido ao longo do trabalho o IASB está a trabalhar em conjunto com o FASB no estudo de eventuais relações, que ao confirmar-se a sua existência, afecta o nosso estudo.

5.3 – Sugestões para futura investigação

Os estudos neste domínio em outros países são numerosos e existem ainda poucos em Portugal, existindo um vasto campo para investigar.

Os nossos resultados foram influenciados pelas opções por nós tomadas e sujeitos às limitações que identificámos. No futuro poder-se-ia no futuro replicar o estudo incluindo variáveis que controlem factores Institucionais específicos de Portugal. A inclusão destas variáveis de controlo permitiriam assim saber se os factores específicos prevalecem e assim eliminam o ganho de relevância da informação contabilística que seria de esperar quando se adoptam as normas do IASB.

Conclusões

O nosso estudo mostra a importância dos relatórios de auditoria às contas preparadas e divulgadas pelas empresas. Não analisámos a natureza das reservas existentes no período em análise. Uma investigação futura poderia centrar a análise no tipo de reservas que existem e quais exercem uma maior influência. Por outro lado, seria igualmente interessante saber se os investidores reagem a ênfases que os relatórios possam conter, e igualmente a natureza dos mesmos.

Ao longo da nossa Dissertação fizemos referência ao *enforcement* e à necessidade destas medidas para que hajam resultados reais decorrentes da adopção das normas do IASB, isto é, que as mesmas sejam adoptadas e correctamente aplicadas. Outra linha de investigação pode debruçar-se sobre as medidas de *enforcement* adoptadas e a sua relação com a relevância da informação contabilística produzida de acordo com o referencial do IASB.

Seria interessante analisar a variável Dividendos no contexto da nossa investigação, como referido na apresentação da métrica de variabilidade dos Resultados Líquidos e *Cash-Flows* operacionais e nas limitações do estudo.

Um factor importante ao qual fizemos referência ao longo da nossa Dissertação é a influência exercida pela fiscalidade na contabilidade que é uma característica do bloco dos países continentais ao qual Portugal pertence. Só recentemente, em consequência da revogação do POC e adopção do SNC, é que existiram alterações à Lei fiscal que procura alinhar a legislação com o novo normativo o que não sucedeu com a adopção das NIC na consolidação de contas. Não sabemos se esta característica de alguma forma exerceu influência no aumento da relevância esperada do relato financeiro, uma vez que a tributação no período em análise foi efectuada ao nível das contas individuais.

6 – Bibliografia

ALI, Ashiq; HWANG, Lee-Seok (2000). “Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, n.º 1 (Spring), p.:1-21.

AMIR, Eli; HARRIS, Trevor S.; VENUTI, Elizabeth K.. (1993). “A Comparasion of the Value-Relevance of U.S. versus GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, Supplement, p.:230-264.

ARMSTRONG, Christopher S.; Barth, Mary E.; Jagolinzer, Alan D.; Riedl, Eduard J. . (2009). “Market Reaction to the Adoption of IFRS in Europe.” *Accounting Review*, Vol. 16, Issue 4, p.:675-702.

ASHBAUGH, Hollis; PINCUS, Morton (2001). “Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings.” *Journal of Accounting Research*, Vol.39, n.º 3, p.:417-434.

ASHBAUGH, Hollis (2001). “Non-US Firm’s Accounting Standard Choices.” *Journal of Accounting and Public Policy*, 20, p.:129-153.

ATWOOD, T.J., DRAKE, Michael S.; MYERS, James N.; MYERS, Linda A.. (2010). “Do earnings under IFRS tell us more about future earnings and cash flows?” *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.30, n.º 4, 2011.

BALL, Ray (1995). “Making Accounting More International: Why, How, and How far Will it Go?” *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 8, n.º 3, Fall,p.: 19-29.

BALL, Ray (1972). “Changes in Accounting Techniques and Stock Prices.” *Journal of Accounting Research*, Selected Studies,p.:1-38.

BALL, Ray (2006). “International Financial Reporting Standards (IFRS): Pros and Cons for Investors.” *Accounting Business Research*, International Accounting Policy Forum, p.: 5-27.

BALL, Ray e BROWN, Philip (1968). “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers.” *Journal off Accounting Research*, Vol.6, n.º 2, p.: 159-178.

Bibliografia

BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. (2001). “The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, p.:1-51.

BALL, Ray e SHIVAKUMAR, Lakshmanan (2006). “The Role of Accruals in Assymmetrically Timely Gain and Loss Recognition.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 44, Issue 2, p.:207-242.

BALL, Ray e SHIVAKUMAR, Lakshmanan (2005). “Earnings Quality in U.K. Private Firms’.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, p.:83-128.

BARAÑANO, Ana Maria (2004). *Métodos e Técnicas de Investigação em Gestão: Manual de apoio à realização de trabalhos de investigação*. Lisboa: Edições Sílabo.

BARTH, Mary E. LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark; WILLIAMS, Cristopher. (2009). “Are International Accounting Standards-based and US GAAP-based Accounting Amounts Comparable?” *Working Paper*, University of North Carolina and Stanford University.

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark (2008). “International Accounting Standards and Accounting Quality.” *Journal of Accounting Research*, V. 46, Issue 3, p.:467-498.

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark; WILLIAMS, Cristopher. (2006). “Accounting Quality: International Accounting Standards and US GAAP”. *Working Paper*, University of North Carolina and Stanford University.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R.. (2001). “The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting: Another view.” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, Issues 1-3, p.:77-104.

BARTON, Jan e SIMKO, Paul J. (2002). “The balance sheet as an earnings constraint.” *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement, p.: 1-27.

BARTOV, Eli; GOLDBERG, Stephen R.; KIM, Myung-Sun. (2002). “Comparative Value Relevance Among German, U.S. and International Accounting Standards: A German Stock Market Perspective”. *Working Paper*, New York University.

Bibliografia

BEAVER, William H. (1968). "The information content of annual earnings announcements." *Journal of Accounting Research, Supplement*, p:67-92.

BEAVER, William H. (1982). "Discussion of Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension." *Journal of Accounting Research, Vol. 20, Supplement*, p.:323-331.

BELL, Judith (2008). *Como realizar um projecto de investigação*. 4ª ed. Lisboa: Gradiva.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais*. 5ª ed. Amadora: McGraw-Hill.

BROADLEY, Philip (2007). "Discussion of "Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus?"". *Accounting and Business Research, Special Issue: Internacional Accounting Policy Forum*, p.: 45-48.

CABRITA, Pedro Miguel Alão (2008). *A Relevância da Informação Financeira antes e após a adopção das IAS/IFRS*. Lisboa, ISCTE, Tese de Mestrado. Disponível em [www:http://hdl.handle.net/10071/1298](http://hdl.handle.net/10071/1298) (acedido em 13/05/2009).

CAÑIBANO, Leandro; MORA, Araceli. (2000). "Evaluating the Statistical Significance of "De Facto" Accounting Harmonization: A Study of European Global Players". *European Accounting Review*, 9 (3), p.:349-370.

CHAN, Konan; CHAN, Louis K.C.; JEGADEESH, Narasimhan; LAKONISHOK, Josef.. (2001). "Earnings quality and Stock Returns." *Journal of Business*, Vol. 79, n.º 3, p.:1041-1082.

CHRISTENSEN, Hans B.; LEE, Edward; WALKER, Martin. (2008). "Incentives or standards: What determines accounting quality changes around IFRS adoption?" Working Paper, University of Chicago and University of Manchester.

CHRISTENSEN, Peter Ove (2007). "Discussion of "Using accounting information for consumption planning and equity valuation." *Review of Accounting Studies*, n.º 12, p.: 257-269.

COHEN, Daniel A. (2003). "Quality of Financial Reporting Choice: Determinants and Economic Consequences". Working Paper, Northwestern University.

Bibliografia

COLLINS, Daniel W.; ROZEF, Michael S.; DHALIWAL, Dans S.. (1981). “The Economic Determinants of the Market Reaction to Proposed Mandatory Accounting Changes in the Oil and Gas Industry.” *Journal of Accounting and Economics*, 3, p.:37-71.

COLLINS, Daniel W.; PINCUS, Morton; XIE, Hong. (1999). “Equity Valuation and negative earnings: The role of book value of equity.” *The Accounting Review*, vol 74, n.º 1, p.:29-61.

Comunidade Económica Europeia, CEE (2000). *Comunicação da Comissão ao Conselho e ao Parlamento Europeu: Estratégia da UE para o futuro em matéria de informações financeiras a prestar pelas empresas*. COM(2000) 359 (01), Bruxelas.

Comunidade Económica Europeia, CEE (2002). *Regulamento (CE) N.º 1606/2002 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 19 de Julho de 2002, relativo à aplicação das normas internacionais de contabilidade*. Jornal Oficial n.º L 243 de 11/09/2002, p.:1-4.

Comunidade Económica Europeia, CEE (2003). *Directiva 2003/51/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 18 de Junho de 2003, que altera as Directivas 78/660/CEE, 83/349/CEE, 86/635/CEE e 91/674/CEE do Conselho relativas às contas anuais e às contas consolidadas de certas formas de sociedades, bancos e outras instituições financeiras e empresas de seguros*. Jornal Oficial n.º L 178 de 17/07/2003, p.:16-22.

DASKE, Holger; HAIL, Luzi; LEUZ, Chistian; VERDI, Rodrigo. (2007). “Adopting a label: Heterogeneity in the Economic Consequences of IFRS Adoptions.” *Working Paper n.º 5*, The University of Chicago Graduate School of Business.

DASKE, Holger; HAIL, Luzi; LEUZ, Chistian; VERDI, Rodrigo. (2008). “Mandatory IFRS Reporting around the world: Early Evidence on the Economic Consequences.” *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, n.º 5, p.:1085-1142.

DEFOND, Mark L. (2003). “Discussion of the balance sheet as an earnings management constraint.” *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement, p.:29-33.

Bibliografia

DEMIRGUC-KUNT, Asli e LEVINE, Ross (1999). “Bank-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons.” *Working Paper n.º 2143*. The World Bank Development Research Group, Finance. Policy Research.

ECCHER, Elizabeth A. e Healey Paul M. (2000). “The role of international accounting standards in transitional economies: a study of the People’s Republic of China”. *Working Paper*, Massachusetts Institute of Technology.

FAMA, Eugene F.; FISHER, Lawrence; JENSEN, Michael C.; ROLL, Richard. (1969). “The Adjustment of Stock Prices to New Information”. *International Economic Review*, Vol. 10, n.º 1, p.:1-21.

FAMA, Eugene F. (1965). “The Behavior of Stock-Market Prices.” *The Journal of Business*, Vol. 38, n.º 1, p.:34-105.

FAMA, Eugene F. (1970). “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work.” *The Journal of Finance*, Vol. 25, Nº 2, Papers Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of The American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969, p.:383-417.

FAMA, Eugene F. (1991). “Efficient Capital Markets: II.” *The Journal of Finance*, Vol. 46, n.º 5, p.:1575-1617.

FAMA, Eugene F. (1998). “Market efficiency, long term returns, and behavioural finance.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 49, p.:283-306.

FELTHAM, Gerald A. e OHLSON, James A. (1995). “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities.” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, n.º 2, Spring, p.:689-731.

FERREIRA, Rogério Fernandes e LOPES DE SÁ, António (2006). *Separados pelo Atlântico, Unidos pela Contabilidade*: Edição CTOC.

FERREIRA, Leonor Fernandes (2008). *Modelos de Avaliação de Empresas e Utilidade da Informação Contabilística*. Coleção TESES, Lisboa: Universidade Lusíada Editora.

FRANCIS, Jennifer; RYAN, LaFond; OLSSON, Per; SCHIPPER, Katherine. (2005). "The Market Pricing of Earnings Quality." *Journal of Accounting and Economics* Vol. 39, n.º 2, p.:295-327.

FRANCIS, Jennifer; RYAN, LaFond; OLSSON, Per; SCHIPPER, Katherine. (2003). "Earnings Quality and the Pricing Effects of Earnings Patterns". *Working Paper*, Duke University.

FRANCIS, Jennifer; RYAN, LaFond; OLSSON, Per; SCHIPPER, Katherine. (2004). "Costs of Equity and Earnings Attributes." *The Accounting Review*, Vol. 79, n.º 4, p.:967-1010.

FRANKEL, Richard e LEE, Charles M.C. (1998). "Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns." *Journal of Accounting and Economics*, 25, p.:283-319.

GASSEN, Joachim e SELFHORN, Thorstern. (2006). "Applying IFRS in Germany – Determinants and Consequences". *Working Paper* n.º 5, The University of Chicago Graduate School of Business.

GRAY, S.J. (1988). "Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally." *Abacus*, Vol. 24, n.º 2, p.:1-15.

HARRIS, M. e MULLER, K. (1999). "The market valuations of IAS versus US GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Issues 1-3, p.:285-312.

HEALEY, Paul M. e PALEPU, Krishna G. (2001). "Information Assimmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature." *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, p.:405-440.

HOLTHAUSEN, Robert W. e WATTS, Ross L. (2001). "The Relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting." *Journal of Accounting and Economics*, 31, p.:3-75.

HUNG, Mingyi e SUBRAMANYAM, K.R. (2007). "Financial Statement Effects of Adopting International Accounting Standards: The Case of Germany." *Review of Accounting Studies*, Springer US, vol. 12, no. 4, p.:623-657.

IASB – *International Accounting Standards* (2010). IAS 39 Instrumentos Financeiros: Reconhecimento e valorização.

IASB – International Accounting Standards (2010). Who we are and What we do, Available at: <http://www.ifrs.org/NR/rdonlyres/F9EC8205-E883-4A53-9972-AD95BD28E0B5/0/WhoWeAre21JULY2010.pdf> (Consultado em 2010).

JOOS, Peter e LANG, Mark. (1994). “The Effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union.” *Journal of Accounting Research, USA*, Vol.32, Supplement, p.:141-168.

KIRSCHENHEITER, M. e MELUMAD, N. (2004). “Earning’s quality and smoothing”. Working Paper, Columbia Business School.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Rafael; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W.. (1997). “Legal Determinants of external Finance.” *Journal of Finance*, Vol. 52, p.: 1131-1150.

LAND, J. e LANG, M. (2002). “Empirical Evidence on the Evolution of International Earnings.” *The Accounting Review*, Vol.77, Supplement: Quality of Earnings Conference, p.:115-133.

LANG, Mark; RAEDY, Jana Smith; WILSON, Wendy. (2006). “Earnings Management and Cross Listing: Are Reconciled Earnings Comparable to US Earnings?” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, Issues 1-2, p.:255-283.

LANG, M.; RAEDY, Jana Smith; YETMAN, Michelle Higgins. (2003). “How Representative are Firms that are Cross Listed in the United States? An Analysis of Accounting Quality”. *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, Issue 2, p.:363-386.

LEE, Charles M.C. (2001). “Market efficiency and accounting research: a discussion of “capital market research in accounting” by S.P. Kothari”. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p.:233-253.

LEUZ, C. e VERRECHIA, R.E. (2000). “The Economic Consequences of Increased Disclosure”. *Journal of Accounting Research*, 38 (Suppl.), p.: 91-124.

Bibliografia

LEUZ, C.; NANDA, Dhananjay; WYSOCKI, Peter D..(2001). “Earnings Management and investor protection: an international comparasion”. *Journal of Finance and Economics*, 69(3), p.:505-528.

LEV, Baruch e OHLSON, James A. (1982). “Market Based empirical Reseach in Accounting: A review, interpretation, and an extension”. *Journal of Accounting Research*, vol. 20 Supplement, p.:249-322.

LITVAK, Kate (2007). “The effect os the Sarbannes-Oxley Act on Non-Us Companies Cross-Listed in the US”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.13, p.:195-228.

KOTHARI, S.P. (2001). “Capital markets research in accounting”. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p.:105-231.

MAROCO, João (2007). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. 3ª ed. Lisboa: Edições Sílabo.

MEEK, Gary K. e THOMAS, Wayne B. (2004). “A Review of Market-Based International Accounting Research”. *Journal of Accounting International Research*, 3 (1) p.:21-41.

MORAIS, Ana Isabel e CURTO, José Dias (2008). “Accounting quality and the adoption of IASB standards: Portuguese Evidence”. *Revista de Contabilidade e Finanças*; Universidade de São Paulo, Vol. 19, n.º 48, p.:103-111.

MORAIS, Ana Isabel e LOURENÇO, Isabel Costa (2005). *Aplicação das Normas do IASB em Portugal*, Lisboa: Publisher Team.

MYERS, James N.; MYERS, L.A.; SKINNER, D.J. (2006). “Earnings Momentum and Earnings Management”. *Working Paper*, University of Arkansas and University of Chicago – Booth School of Business.

NASCIMENTO, Vítor José Pita (2007). *Eficiência Informacional do Mercado de Acções: O Caso Português*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

NEVES, João Carvalho. (2000). *Análise Financeira - Técnicas Fundamentais*, 12ª Edição, Vol.I, Lisboa: Texto Editora.

Bibliografia

NEVES, João Carvalho (2002). *Avaliação de Empresas e Negócios*, Lisboa: McGrawHill de Portugal, Lda.

OHLSON, James A. (1995). “Earnings, Book Values and dividends in equity valuation”. *Contemporary Accounting Review*, Vol. 11, n.º 2 (Spring), p.:661-687.

OLIVEIRA, M. Mendes de; AGUIAR, Álvaro; CARVALHO, Armindo; MARTINS, Francisco V.; MENDES, Victor; PORTUGAL, Pedro. (1999). *Econometria*. Lisboa: McGraw-Hill. 1999.

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (2010). Directriz de Revisão/Auditoria 700. Disponível em www.oroc.pt (acedido em Abril de 2010).

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (2010). Directriz de Revisão/Auditoria 701. Disponível em www.oroc.pt (acedido em Abril de 2010).

OROC – Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (2010). Directriz de Revisão/Auditoria 702. Disponível em www.oroc.pt (acedido em Abril de 2010).

OTOC – Ordem dos Técnicos Oficiais de Contas (2010). Sistema de Informação do Técnico Oficial de Contas.

PENMAN, Stephen H. (2003). “The Quality of Financial Statements: Perspectives From the Recent Stock Market Bubble”. *Accounting Horizons*, Sup. p.:77-96.

PENMAN, Stephen H. e ZHANG, Xiao-Jun (2002). “Accounting Conservatism, The Quality of earnings, and Stock returns”. *The Accounting Review*, vol. 77, n.º 2, p.:237-264.

PEREIRA, Alexandre (2006). *Guia prático de utilização do SPSS: Análise de Dados para Ciências Sociais e Psicologia*. 6ª ed. Lisboa: Edições Sílabo.

PEREIRA, Alexandre; POUPA, Carlos. (2008). *Como escrever uma tese, monografia ou livro científico usando o Word*. 4ª ed. Lisboa: Edições Sílabo.

PESTANA, Maria Helena e GAGEIRO, João Nunes (2005). *Descobrimo a Regressão com a Complementaridade do SPSS*. Lisboa: Edições Sílabo.

Bibliografia

PHILLIPS, John; PINCUS, Morton; REGO, Sonja Olhoft.. (2008). “Earnings Management: New evidence based on deferred tax expense”. *The Accounting Review*, Vol. 78, n.º 2, p.:491-521.

PINTO, Inês Ferreira da Fonseca (2003). *O impacto da Divulgação dos Factos Relevantes no Mercado de Capitais Português*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

PINTO, J. Carlos Castro e CURTO, J.J. Dias (1999). *Estatística para economia e gestão: Instrumentos de apoio à Tomada de Decisão*. Lisboa: Edições Sílabo.

PIRES, Cesaltina (2008). *Mercados e Investimentos Financeiros*. 2ª ed. Lisboa: Escolar Editora.

PLATIKANOVA, Petya e NOBES, Christopher (2006). “Was the Introduction of IFRS in Europe Value-Relevant?” *Working Paper*, University Pompeu Fabra and University of Reading.

REIS, Elizabeth. (2005) *Estatística Descritiva*. 6ª ed. Lisboa, Edições Sílabo.

REIS, Elizabeth; Melo, Paulo; Andrade, Rosa; Calapez, Teresa.(2003). *Estatística Aplicada*, Vol. 1.,4ª ed. Lisboa: Edições Sílabo.

REIS, E Elizabeth; Melo, Paulo; Andrade, Rosa; Calapez, Teresa. (2006). *Estatística Aplicada*, Vol. 2, 4ª ed. Lisboa: Edições Sílabo.

RODRIGUES, João (2010). *Sistema de Normalização Contabilística Explicado*. Lisboa: Porto Editora.

RODRIGUES, Lúcia Lima e GUERREIRO, Marta Alexandra Silva (2004). *A convergência de Portugal com as Normas Internacionais de Contabilidade*. Lisboa: Publisher Team.

ROSS, Stephen A.; Westerfield, Randolph W.; Jaffe, Jeffrey; Jordan, Bradford D. (2008). *Modern Financial Management*. 8º ed. New York: McGraw-Hill.

RYAN, Stephen G. (2008). “Accounting in and for the Subprime Crisis”. *The Accounting Review*, Vol.83, n.º 6, p.:1605-1638.

SCHIPPER, Katherine e VINCENT, Linda (2003). "Earnings Quality". *Accounting Horizons*, Supplement, p.:97-110.

SLOAN, Richard G. (1996). "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings?" *The Accounting Review*, Vol. 71, n.º 3, p.:289-315.

SUNDER, Shyam (1975). "Stock Price and Risk Related to Accounting Changes in Inventory Valuation". *The Accounting Review*, Vol. 50, n.º 2, p.:305-315.

SUNDER, Shyam (1973). "Relationship Between Accounting Changes and Stock Prices: Problems of Measurement and Some Empirical Evidence". *Journal of Accounting Research*, Vol. 11, Empirical Research in Accounting Selected Studies, p.:1-45.

WALLACE, Marsha (2009). "Is Fair-Value Accounting Responsible for the Financial Crisis?" *Bank Accounting & Finance*, Dec. 2008-Jan. 2009, p.: 9-18.

WATTS, Ross L. e ZIMMERMAN, Jerold L. (1990). "Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective". *The Accounting Review*, Vol. 65, n.º 1, p.:131-156.

WYSOCKI, P. (2005). "Assessing Earnings and Accruals Quality: US and International evidence". *Working paper*, Massachusetts Institute of Technology.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. (2009). *Introductory Econometrics: A Modern Approach*. 4º ed. Michigan: South-Western.

VAN TENDELOO, Brenda e VANSTRAELEN, Ann (2005). "Earnings Management under German GAAP versus IFRS". *European Accounting Review*, Vol. 14, n.º 1, p.:155-180.

YEE, Kenton K. (2007). "Using Accounting information for consumption planning and equity valuation". *Review of Accounting Studies*, n.º 12, p.:227-256.

YEE, Kenton K. (2006). "Earnings Quality and the Equity Risk Premium: A Benchmark Model". *Contemporary Accounting Research*, vol.23, n.º 3, p.:833-877.

Anexos

Anexo I - Lista das empresas cotadas no PSI Geral

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Altri SGPS	0	0	0	0	1	1	1	1
Barbosa e Almeida	1	1	0	0	0	0	0	0
Banco Comercial Português	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Comercial dos Açores	1	1	1	0	0	0	0	0
Banco Espírito Santo	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco BPI	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Popular Espanhol	0	0	0	0	0	1	1	1
Banco Santander	1	1	1	1	1	1	1	1
Banco Totta e Açores	1	1	1	0	0	0	0	0
Banif SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Benfica	0	0	0	0	0	0	0	1
Brisa	1	1	1	1	1	1	1	1
Celulose do Caima	1	1	1	0	0	0	0	0
Central -BI	1	1	0	0	0	0	0	0
Cimpor SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
CIN	1	1	1	1	1	1	0	0
CIRES	1	1	1	1	1	1	1	1
Cofina SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Compta	1	1	1	1	1	1	1	1
Corticeira Amorim	1	1	1	1	1	1	1	1
ESF	1	1	1	1	1	1	1	1
EDP	1	1	1	1	1	1	1	1
EDP Renováveis	0	0	0	0	0	0	0	1
Efacec	1	1	1	1	1	0	0	0
Estoril Sol	1	1	1	1	1	1	1	1
F.Rama	0	0	0	0	0	0	0	1
Finibanco SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Fisipe	1	1	1	1	1	1	1	1
F.C.Porto	0	0	0	1	1	1	1	1
Galp Energia	0	0	0	0	0	1	1	1
Gescartão	0	0	1	1	1	1	0	0
Glintt	1	1	1	1	1	1	1	1
Ibersol SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
ITI	1	0	0	0	0	0	0	0
Im. Cons. Grão Pará	1	1	1	1	1	1	1	1
Impresa SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Inapa	1	1	1	1	1	1	1	1
J.Martins SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Lisgráfica	1	1	1	1	1	1	1	1
Martifer	0	0	0	0	0	0	1	1
Media Capital	0	0	0	1	1	1	1	1
Modelo-Continente	1	1	1	1	1	0	0	0
Mota-Engil	1	1	1	1	1	1	1	1
Novabase SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Orey Antunes	1	1	1	1	1	1	1	1
P. Telecom	1	1	1	1	1	1	1	1
Pap. Fernandes	1	1	1	1	1	1	1	1
Papeles y cartones Europa	0	0	0	0	0	0	1	1
Portucel	1	1	1	1	1	1	1	1
Reditus, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
REN	0	0	0	0	0	0	0	1
S.Costa	1	1	1	1	1	1	1	1
Sacyr Vallehermoso	0	0	0	1	1	1	1	1
SAG Gest	1	1	1	1	1	1	1	1
Somague	1	1	1	0	0	0	0	0
Semapa	1	1	1	1	1	1	1	1
Sonae SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Sonae Capital	0	0	0	0	0	0	0	1
Sonae Industria SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Sonaeocom, SGPS	1	1	1	1	1	1	1	1
Sporting	0	0	0	1	1	1	1	1
Sumol Compal	1	1	1	1	1	1	1	1
Teixeira Duarte	1	1	1	1	1	1	1	1
Tertir	1	1	1	1	1	1	0	0
Toyota Caetano	1	1	1	1	1	1	1	1
VAA Vista Alegre	1	1	1	1	1	1	1	1
Vodafone	1	0	0	0	0	0	0	0
Zon Multimédia	1	1	1	1	1	1	1	1
Total	53	51	50	50	51	51	50	55

0 – Não está cotada; 1 – Está cotada

Anexo II - ICB, Mercado, Tipo de ações, Negociação e compartimento das empresas do PSI geral

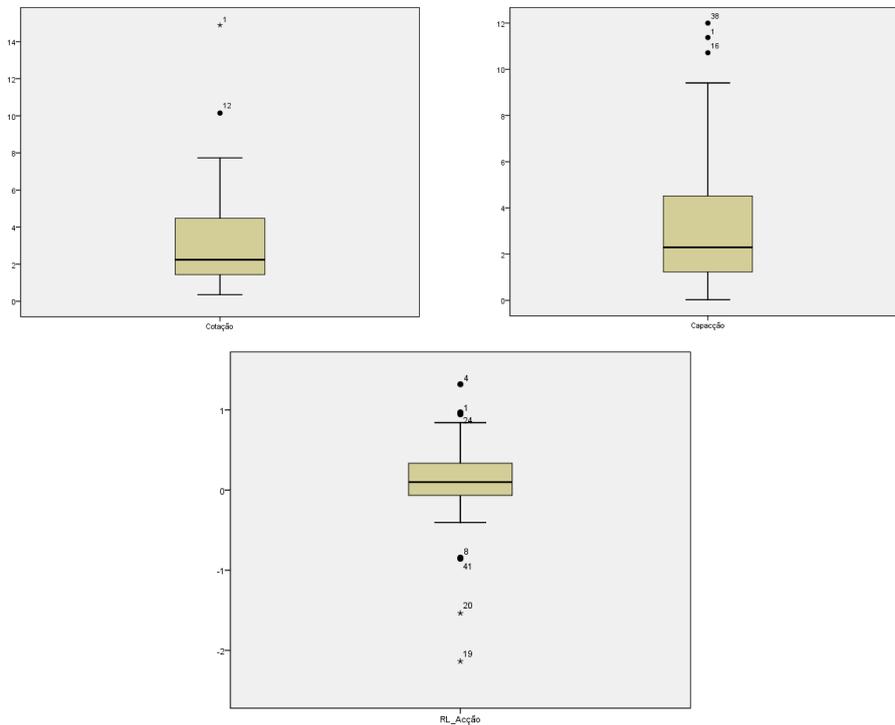
	Grupo económico (ICB nível 1)	Mercado	Tipo Ações	Negociação	Compartimento
Altri SGPS	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Barbosa e Almeida	Industrial	-	-	-	-
Banco Comercial Português	Financeiro	Local	Ordinárias	Contínua	A
Banco Comercial dos Açores	Financeiro	-	-	-	-
Banco Espírito Santo	Financeiro	Local	Ordinárias	Contínua	A
Banco BPI	Financeiro	Local	Ordinárias	Contínua	A
Banco Popular Espanhol	Financeiro	Estrangeiro	Ordinárias	Contínua	-
Banco Santander	Financeiro	Estrangeiro	Ordinárias	Contínua	-
Banco Totta e Açores	Financeiro	-	-	-	-
Banif SGPS	Financeiro	Local	Ordinárias	Contínua	B
Benfica	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Brisa	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	A
Celulose do Caima	Industrial	-	-	-	-
Central -BI	-	-	-	-	-
Cimpor SGPS	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	A
CIN	Materiais básicos	-	-	-	-
CIRES	Materiais básicos	-	-	-	-
Cofina SGPS	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Compta	Tecnologias de informação	Local	Ordinárias	Chamada	C
Corticeira Amorim	Bens de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
ESF	Financeiro	Estrangeiro	Ordinárias	Chamada	-
EDP	Utilidades	Local	Ordinárias	Contínua	A
EDP Renováveis	Utilidades	Estrangeiro	Ordinárias	Contínua	A
Efacec	Indústria geral	-	-	-	-
Estoril Sol	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Chamada	C
F.Rama	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	C
Finibanco SGPS	Financeiro	Local	Ordinárias	Contínua	C
Fisipe	Materiais básicos	Local	Ordinárias	Chamada	C
F.C.Porto	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Galp Energia	Petróleo e gás	Local	Ordinárias	Contínua	A
Gescartão	Indústria de base	-	-	-	-
Glintt	Tecnologias de informação	Local	Ordinárias	Contínua	C
Ibersol SGPS	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	B
ITI	ND	-	-	-	-
Im. Cons. Grão Pará	Industrial	Local	Ordinárias	Chamada	C
Impresa SGPS	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	B
Inapa	Materiais básicos	Local	Ordinárias	Contínua	C
J.Martins SGPS	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Lisgráfica	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	C
Martifer	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Media Capital	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Chamada	B
Modelo-Continente	Serviços de consumo	-	-	-	-
Mota-Engil	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Novabase SGPS	Tecnologias	Local	Ordinárias	Contínua	C
Orey Antunes	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	C
P. Telecom	Telecomunicações	Local	Ordinárias	Contínua	A
Pap. Fernandes	Materiais básicos	Local	Ordinárias	Chamada	C
Papeles y cartones Europa	Materiais básicos	-	-	-	-
Portucel	Materiais básicos	Local	Ordinárias	Contínua	A
Reditus, SGPS	Tecnologias	Local	Ordinárias	Contínua	C
REN	Utilidades	Local	Ordinárias	Contínua	B
S.Costa	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Sacyr Vallehermoso	Industrial	Estrangeiro	Ordinárias	Chamada	-
SAG Gest	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	B
Somague	Industrial	-	-	-	-
Semapa	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Sonae SGPS	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	A
Sonae Capital	Telecomunicações	Local	Ordinárias	Contínua	B
Sonae Industria SGPS	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Sonaecom, SGPS	Telecomunicações	Local	Ordinárias	Contínua	B
Sumol Compal	Bens de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Teixeira Duarte	Industrial	Local	Ordinárias	Contínua	B
Tertir	Serviços de consumo	-	-	-	-
Toyota Caetano	Industrial	Local	Ordinárias	Chamada	C
VAA Vista Alegre	Bens de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	C
Vodafone	Telecomunicações	-	-	-	-
Zon Multimédia	Serviços de consumo	Local	Ordinárias	Contínua	A

Anexo III - Empresas excluídas das amostras

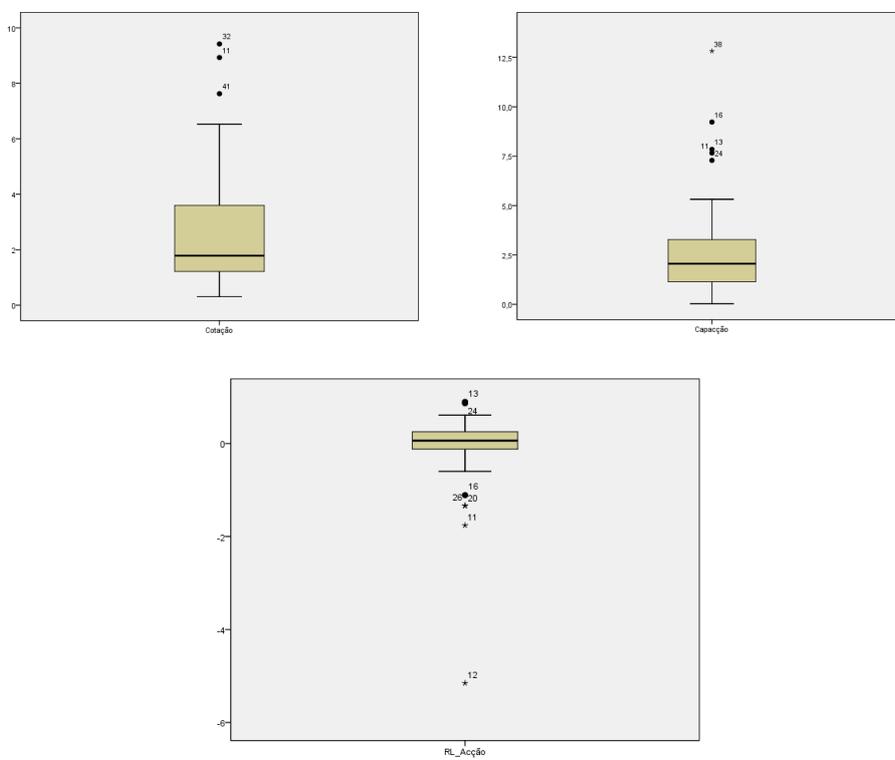
Empresa	Motivo
Banco Comercial Português	Sector financeiro
Banco Comercial dos Açores	Sector financeiro
Banco Espirito Santo	Sector financeiro
Banco BPI	Sector financeiro
Banco Popular Espanhol	Sector financeiro
Banco Santander	Sector financeiro
Banco Totta e Açores	Sector financeiro
Banif SGPS	Sector financeiro
Benfica	Exercício económico diferente do ano civil
Central -BI	Sector financeiro
ESF	Sector financeiro
EDP Renováveis	Estrangeiro
Finibanco SGPS	Sector financeiro
F.C.Porto	Exercício económico diferente do ano civil
ITI	Falta de dados bolsistas
Papeles y cartones Europa	Estrangeiro
Sacyr Vallehermoso	Estrangeiro
Sporting	Não consolida contas
Vodafone	Falta de dados bolsistas

Anexo IV - Gráficos das variáveis Cotação, Capacção e RL_acção

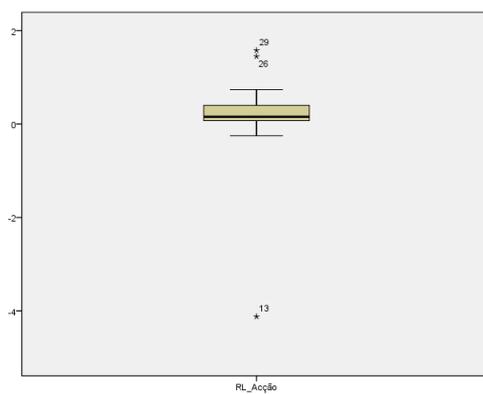
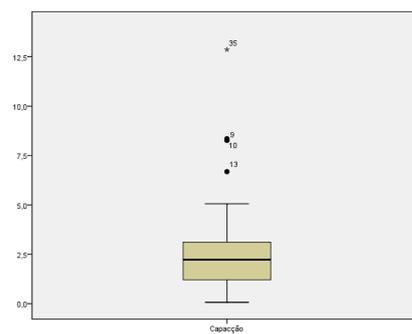
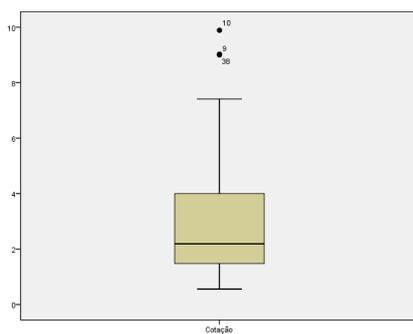
Ano: 2002



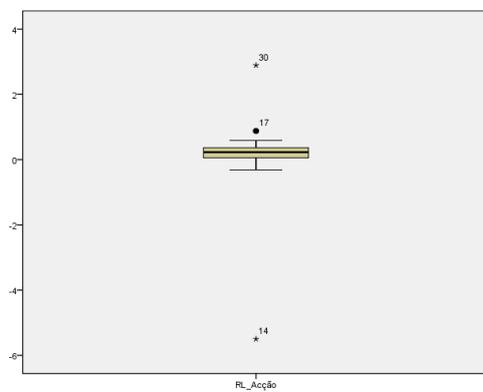
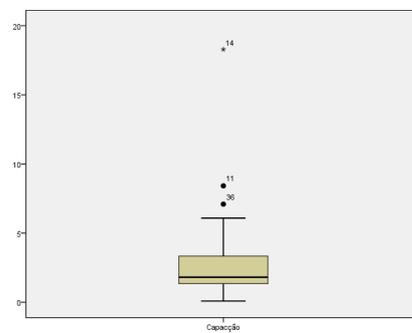
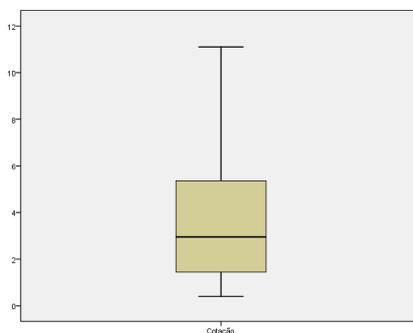
Ano:2003



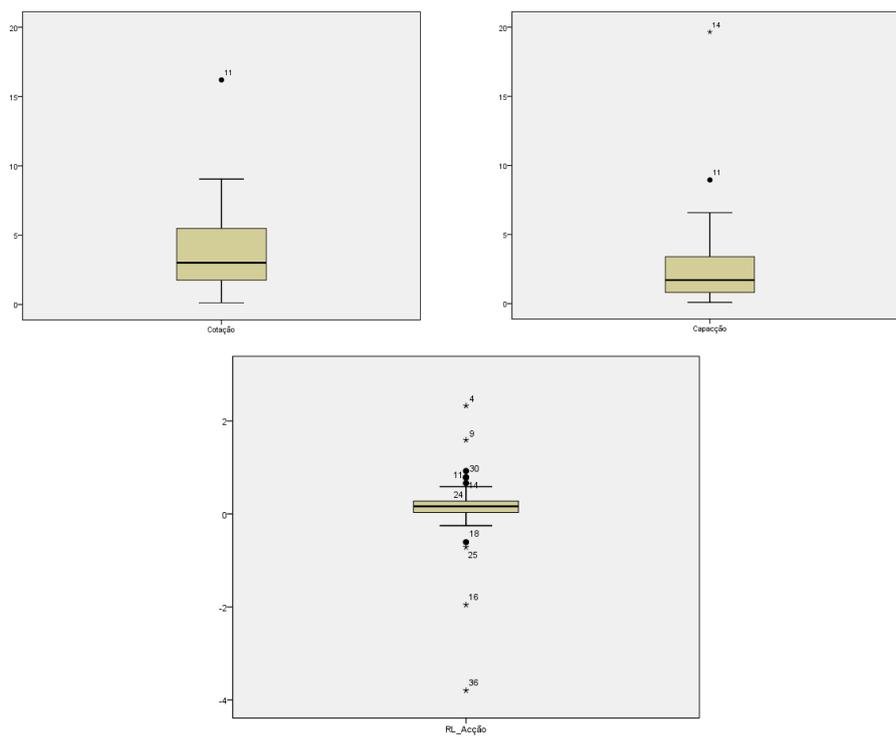
Ano:2004



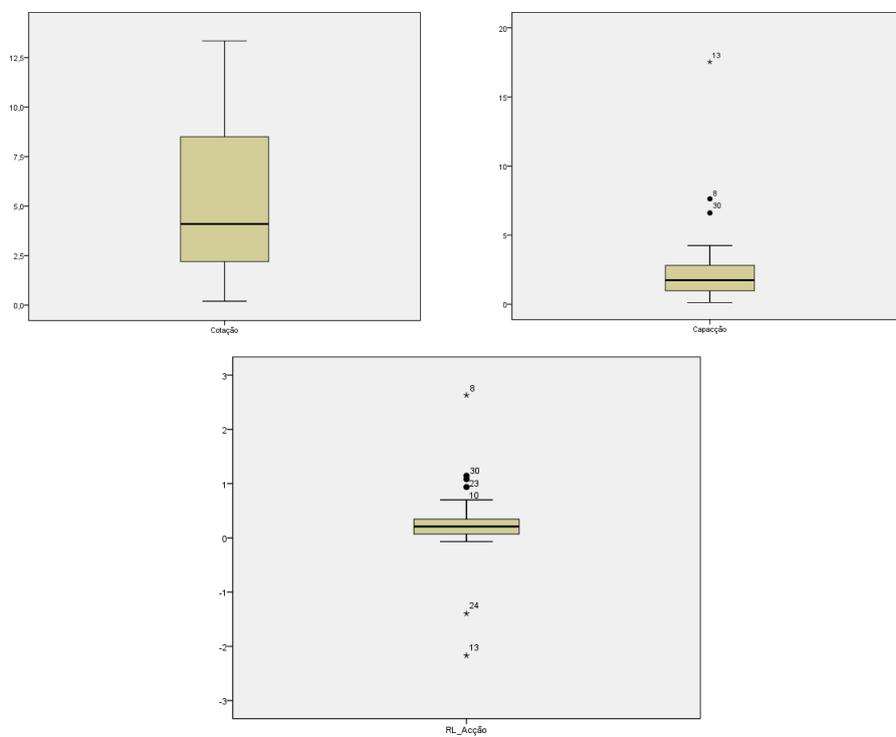
Ano:2005



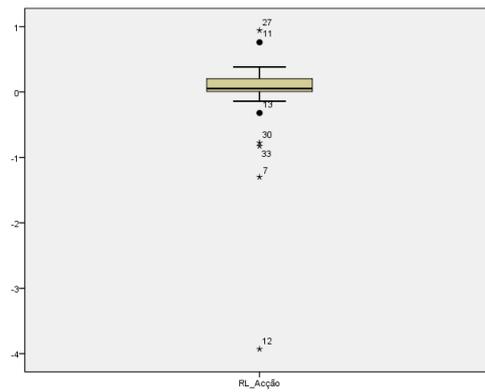
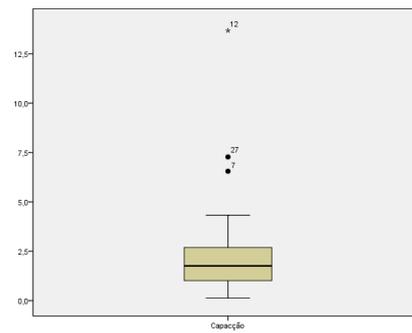
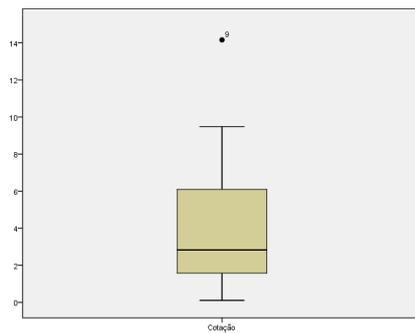
Ano:2006



Ano:2007



Ano:2008



Anexo V - Lista das empresas com reservas

Nome	Caso	Ano
Ibersol SGPS	18	2001
Ibersol SGPS	18	2002
Inapa	21	2001
Inapa	21	2002
Inapa	21	2003
Inapa	21	2004
Lisgráfica	23	2001
Lisgráfica	23	2002
Lisgráfica	23	2003
Lisgráfica	23	2004
Lisgráfica	23	2005
Modelo-Continente	26	2001
Modelo-Continente	26	2002
Modelo-Continente	26	2003
Modelo-Continente	26	2004
Mota-Engil	27	2001
Mota-Engil	27	2002
Mota-Engil	27	2003
Pap. Fernandes	31	2001
Pap. Fernandes	31	2002
Pap. Fernandes	31	2003
Pap. Fernandes	31	2004
Pap. Fernandes	31	2006
Pap. Fernandes	31	2007
Reditus, SGPS	33	2001
Reditus, SGPS	33	2002
Reditus, SGPS	33	2003
Reditus, SGPS	33	2004
S.Costa	35	2001
S.Costa	35	2002
S.Costa	35	2003
S.Costa	35	2004
Sonae Industria SGPS	41	2001
Sonae Industria SGPS	41	2002
Sonae Industria SGPS	41	2003
Sonae Industria SGPS	41	2004
Sonae SGPS	39	2001
Sonae SGPS	39	2002
Sonae SGPS	39	2003
Sonae SGPS	39	2004
Sonaecom, SGPS	42	2001
Sonaecom, SGPS	42	2002
Sumol Compal	43	2001
Sumol Compal	43	2002
Tertir	45	2001
Tertir	45	2002
Tertir	45	2003
Tertir	45	2004
VAA V.Alegre Fusão	47	2004
VAA V.Alegre Fusão	47	2006

Anexo VI - Matrizes de correlação entre as variáveis

Tabela 22 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano 2001

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,58	0,103	-0,269
	Capacção	0,58	1	-0,126	0,065
	RL_Acção	0,103	-0,126	1	-0,252
	CLC	-0,269	0,065	-0,252	1
Sig. (1-tailed)	Cotação	.	0	0,266	0,049
	Capacção	0	.	0,222	0,347
	RL_Acção	0,266	0,222	.	0,061
	CLC	0,049	0,347	0,061	.
N	Cotação	39	39	39	39
	Capacção	39	39	39	39
	RL_Acção	39	39	39	39
	CLC	39	39	39	39

Tabela 23 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2002

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,568	0,391	-0,209
	Capacção	0,568	1	0,396	-0,029
	RL_Acção	0,391	0,396	1	-0,208
	CLC	-0,209	-0,029	-0,208	1
Sig. (1-tailed)	Cotação	.	0	0,007	0,101
	Capacção	0	.	0,006	0,43
	RL_Acção	0,007	0,006	.	0,102
	CLC	0,101	0,43	0,102	.
N	Cotação	39	39	39	39
	Capacção	39	39	39	39
	RL_Acção	39	39	39	39
	CLC	39	39	39	39

Tabela 24 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2003

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,6	0,249	-0,324
	Capacção	0,6	1	0,186	0,022
	RL_Acção	0,249	0,186	1	-0,453
	CLC	-0,324	0,022	-0,453	1
Sig. (1-tailed)	Cotação	.	0	0,072	0,027
	Capacção	0	.	0,139	0,45
	RL_Acção	0,072	0,139	.	0,003
	CLC	0,027	0,45	0,003	.
N	Cotação	36	36	36	36
	Capacção	36	36	36	36
	RL_Acção	36	36	36	36
	CLC	36	36	36	36

Tabela 25 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2004

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,629	0,137	-0,32
	Capacção	0,629	1	-0,118	-0,028
	RL_Acção	0,137	-0,118	1	0,077
	CLC	-0,32	-0,028	0,077	1
Sig. (1-tailed)	Cotação	.	0	0,213	0,029
	Capacção	0	.	0,247	0,436
	RL_Acção	0,213	0,247	.	0,328
	CLC	0,029	0,436	0,328	.
N	Cotação	36	36	36	36
	Capacção	36	36	36	36
	RL_Acção	36	36	36	36
	CLC	36	36	36	36

Tabela 26 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2005

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,393	-0,155	
	Capacção	0,393	1	-0,842	
	RL_Acção	-0,155	-0,842	1	
	CLC				1
Sig. (1-tailed)	Cotação		0,011	0,19	0
	Capacção	0,011		0	0
	RL_Acção	0,19	0		0
	CLC	0	0	0	
N	Cotação	34	34	34	34
	Capacção	34	34	34	34
	RL_Acção	34	34	34	34
	CLC	34	34	34	34

Tabela 27 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2006

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,566	0,341	-0,229
	Capacção	0,566	1	0,153	-0,162
	RL_Acção	0,341	0,153	1	-0,153
	CLC	-0,229	-0,162	-0,153	1
Sig. (1-tailed)	Cotação		0	0,019	0,087
	Capacção	0		0,183	0,169
	RL_Acção	0,019	0,183		0,183
	CLC	0,087	0,169	0,183	
N	Cotação	37	37	37	37
	Capacção	37	37	37	37
	RL_Acção	37	37	37	37
	CLC	37	37	37	37

Tabela 28 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2007

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,297	0,492	
	Capacção	0,297	1	-0,564	
	RL_Acção	0,492	-0,564	1	
	CLC				1
Sig. (1-tailed)	Cotação		0,044	0,002	0
	Capacção	0,044		0	0
	RL_Acção	0,002	0		0
	CLC	0	0	0	
N	Cotação	34	34	34	34
	Capacção	34	34	34	34
	RL_Acção	34	34	34	34
	CLC	34	34	34	34

Tabela 29 - Matriz de correlações entre as variáveis no ano de 2008

		Correlations			
		Cotação	Capacção	RL_Acção	CLC
Pearson Correlation	Cotação	1	0,345	0,118	.
	Capacção	0,345	1	-0,676	.
	RL_Acção	0,118	-0,676	1	.
	CLC	.	.	.	1
Sig. (1-tailed)	Cotação	.	0,023	0,254	0
	Capacção	0,023	.	0	0
	RL_Acção	0,254	0	.	0
	CLC	0	0	0	.
N	Cotação	34	34	34	34
	Capacção	34	34	34	34
	RL_Acção	34	34	34	34
	CLC	34	34	34	34

Tabela 30 - Matriz de correlações entre as variáveis

		Correlation Matrix					
		Constant	DIM	EISSUE	CFOTA	Turn	LEV
Step 1	Constant	1,000	-,476	-,064	-,074	-,754	-,240
	DIM	-,476	1,000	,087	-,240	,133	,053
	EISSUE	-,064	,087	1,000	,079	-,093	,039
	CFOTA	-,074	-,240	,079	1,000	-,102	-,025
	Turn	-,754	,133	-,093	-,102	1,000	,017
	LEV	-,240	,053	,039	-,025	,017	1,000
	DISSUE	-,192	,057	,047	,033	,109	,131
	Varv.neg	-,084	-,042	,024	,044	-,027	,123

Tabela 31 - Matriz de correlações entre as variáveis em todo o período

Correlation Matrix

	Constant	DIM	EISSUE	CFOTA	Turn	LEV	DISSUE
Step 1 Constant	1,000	-,458	-,080	-,158	-,728	-,277	-,178
DIM	-,458	1,000	,085	-,226	,133	,034	,060
EISSUE	-,080	,085	1,000	,107	-,097	,057	,042
CFOTA	-,158	-,226	,107	1,000	-,108	,094	,005
Turn	-,728	,133	-,097	-,108	1,000	,004	,111
LEV	-,277	,034	,057	,094	,004	1,000	,117
DISSUE	-,178	,060	,042	,005	,111	,117	1,000
Varv.neg	-,114	-,044	,037	,104	-,033	,160	-,271
LNEG	-,213	-,014	,084	,422	-,040	,271	-,060

Anexo VII - Testes de normalidade

Tabela 32 - Estatísticas de Kolmogorov-Smirnov no período pré-adoção

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual			Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b}	N	41	Normal Parameters ^{a,b}	N	41
	Mean	0		Mean	0
	Std. Deviation	3,7722775		Std. Deviation	2,1919594
Most Extreme Differences	Absolute	0,174	Most Extreme Differences	Absolute	0,075
	Positive	0,174		Positive	0,075
	Negative	-0,114		Negative	-0,055
	Kolmogorov-Smirnov Z	1,111		Kolmogorov-Smirnov Z	0,481
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,169		Asymp. Sig. (2-tailed)	0,975
	Exact Sig. (2-tailed)	0,15		Exact Sig. (2-tailed)	0,961
	Point Probability	0		Point Probability	0

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2001)

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2002)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual			Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b}	N	41	Normal Parameters ^{a,b}	N	38
	Mean	0		Mean	0
	Std. Deviation	1,94856071		Std. Deviation	1,8562704
Most Extreme Differences	Absolute	0,118	Most Extreme Differences	Absolute	0,133
	Positive	0,118		Positive	0,133
	Negative	-0,067		Negative	-0,07
	Kolmogorov-Smirnov Z	0,758		Kolmogorov-Smirnov Z	0,821
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,614		Asymp. Sig. (2-tailed)	0,511
	Exact Sig. (2-tailed)	0,574		Exact Sig. (2-tailed)	0,471
	Point Probability	0		Point Probability	0

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2003)

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2004)

Tabela 33 - Estatísticas de Kolmogorov-Smirnov no período pós-adoção

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual			Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b}	N	38	Normal Parameters ^{a,b}	N	39
	Mean	0		Mean	0
	Std. Deviation	2,14972357		Std. Deviation	2,85394862
Most Extreme Differences	Absolute	0,112	Most Extreme Differences	Absolute	0,133
	Positive	0,112		Positive	0,133
	Negative	-0,074		Negative	-0,133
	Kolmogorov-Smirnov Z	0,692		Kolmogorov-Smirnov Z	0,833
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,725		Asymp. Sig. (2-tailed)	0,491
	Exact Sig. (2-tailed)	0,683		Exact Sig. (2-tailed)	0,452
	Point Probability	0		Point Probability	0

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2005)

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2006)

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test		
		Unstandardized Residual			Unstandardized Residual
Normal Parameters ^{a,b}	N	37	Normal Parameters ^{a,b}	N	35
	Mean	0		Mean	0
	Std. Deviation	2,85000863		Std. Deviation	2,68999794
Most Extreme Differences	Absolute	0,151	Most Extreme Differences	Absolute	0,164
	Positive	0,151		Positive	0,164
	Negative	-0,092		Negative	-0,118
	Kolmogorov-Smirnov Z	0,916		Kolmogorov-Smirnov Z	0,968
	Asymp. Sig. (2-tailed)	0,371		Asymp. Sig. (2-tailed)	0,306
	Exact Sig. (2-tailed)	0,337		Exact Sig. (2-tailed)	0,275
	Point Probability	0		Point Probability	0

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2007)

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data. (2008)

Anexo VIII – Lista das empresas com outliers**Tabela 34 - Identificação dos outliers**

Ano	Observação	Empresa
2001	3	Celulose do caima
2001	14	Glantt
2002	1	Barbosa e Almeida
2002	38	Tertir
2003	11	Estoril Sol
2003	16	I.Grão-Pará
2003	32	Somague
2003	38	Tertir
2003	41	Zon Multimédia
2004	35	Tertir
2004	38	Zon Multimédia
2005	11	Gescartão
2005	18	Lisgráfica
2005	30	Semapa
2005	38	Zon Multimédia
2006	11	Gescartão
2006	14	I.Grão-Pará
2007	8	Estoril Sol
2007	24	P.Femandes
2007	37	Zon Multimédia
2008	9	Galp energia

Anexo IX - Gráficos dos resíduos da regressão

Gráfico3 - Resíduos no ano de 2001

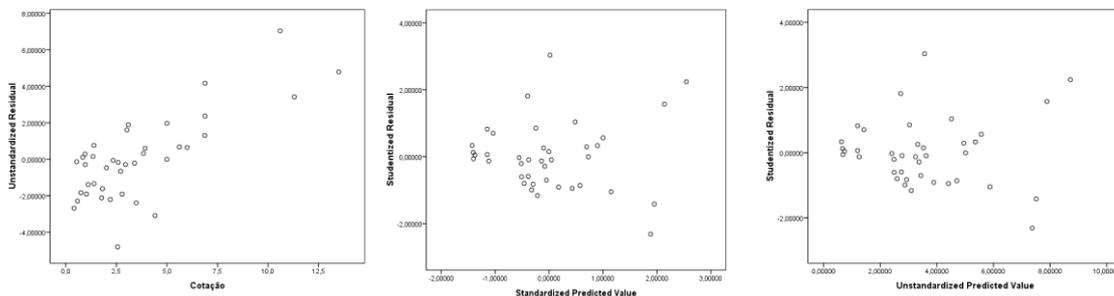


Gráfico4 - Gráficos dos resíduos no ano de 2002

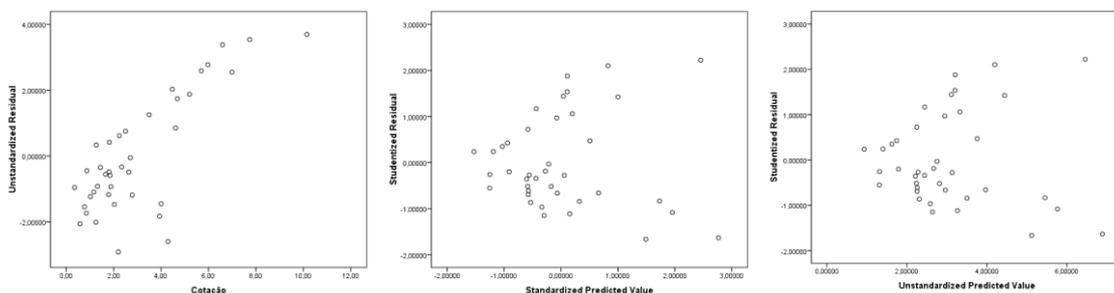


Gráfico5 - Gráficos dos resíduos do ano de 2003

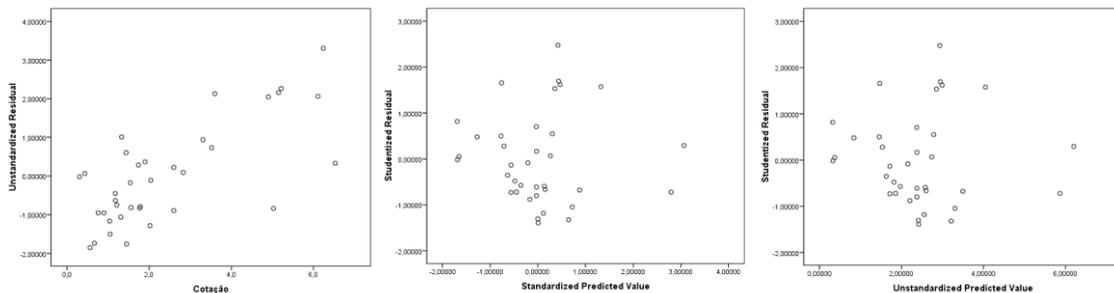


Gráfico6 - Gráficos dos resíduos do ano de 2004

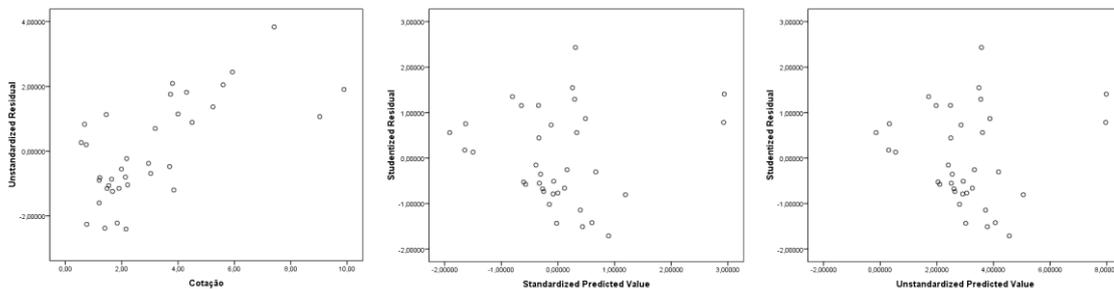


Gráfico7 - Gráficos dos resíduos do ano de 2005

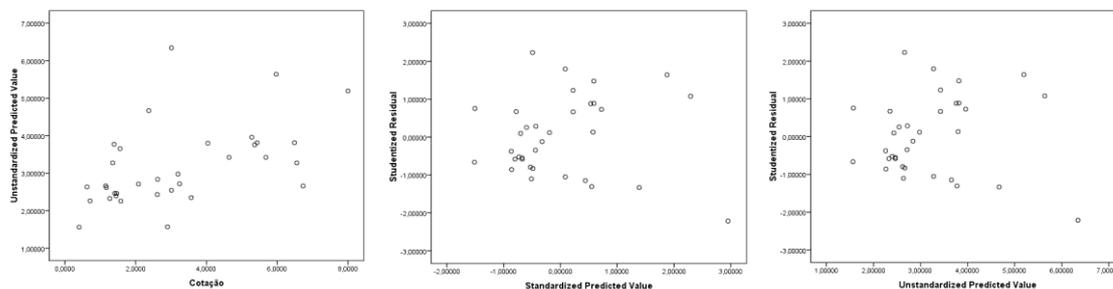


Gráfico8 - Gráficos dos resíduos do ano de 2006

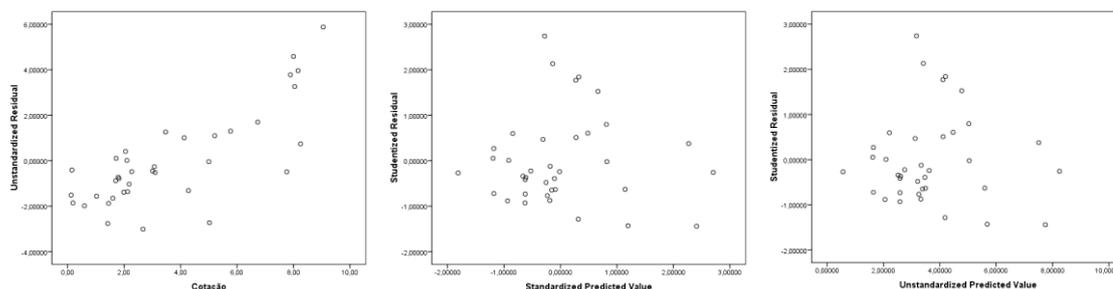


Gráfico9 - Gráficos dos resíduos do ano de 2007

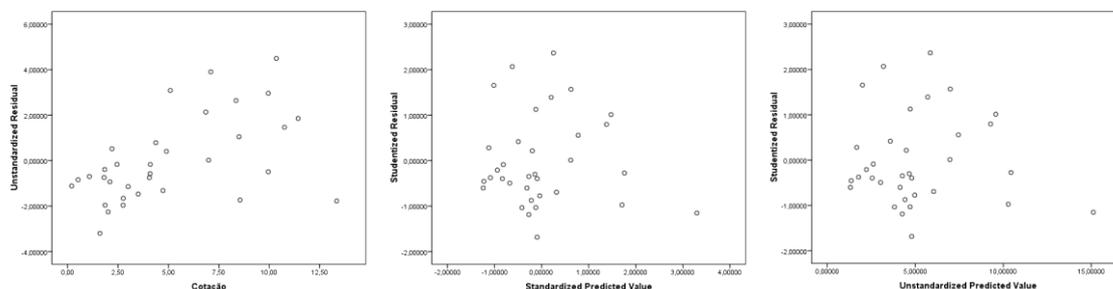
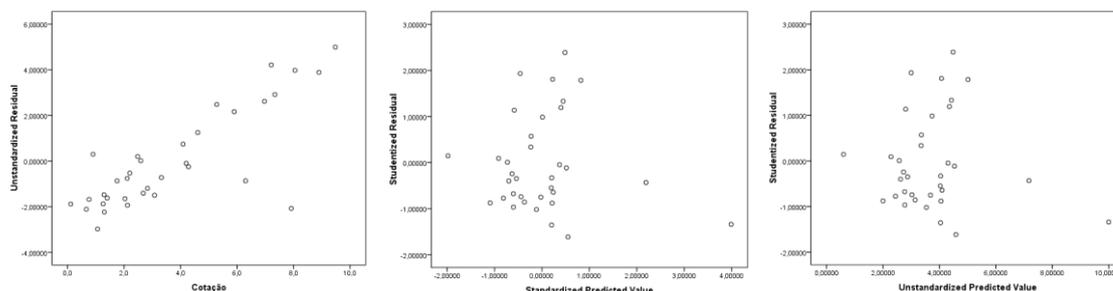


Gráfico10 - Gráficos dos resíduos do ano de 2008



Anexo X - Testes de diagnóstico de multicolinearidade

Tabela 35 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2001

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,58	0,63	0,607	0,983	1,017
RL_Acção	0,103	0,139	0,105	0,924	1,082
CLC	-0,269	-0,342	-0,272	0,935	1,069

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension			Variance Proportions			
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção	CLC
1	1	2,449	1	0,04	0,05	0,02	0,06
	2	0,922	1,63	0,02	0,02	0,88	0
	3	0,437	2,367	0,01	0,29	0,06	0,72
	4	0,191	3,576	0,93	0,64	0,04	0,22

Tabela 36 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2002

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,568	0,504	0,459	0,841	1,19
RL_Acção	0,391	0,178	0,143	0,805	1,242
CLC	-0,209	-0,196	-0,158	0,954	1,049

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension			Variance Proportions			
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção	CLC
1	1	2,219	1	0,06	0,05	0,02	0,07
	2	1,165	1,38	0,02	0,06	0,41	0,06
	3	0,394	2,374	0,04	0,08	0,54	0,85
	4	0,222	3,163	0,88	0,81	0,03	0,02

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 37 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2003

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,6	0,635	0,597	0,951	1,051
RL_Acção	0,249	-0,027	-0,019	0,757	1,322
CLC	-0,324	-0,39	-0,307	0,783	1,276

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions					
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção	CLC
1	1	2,207	1	0,06	0,06	0,01	0,07
	2	1,14	1,391	0	0,02	0,54	0,1
	3	0,462	2,186	0,08	0,1	0,32	0,78
	4	0,191	3,395	0,87	0,82	0,13	0,05

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 38 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2004

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,629	0,689	0,643	0,986	1,014
RL_Acção	0,137	0,328	0,235	0,981	1,02
CLC	-0,32	-0,426	-0,319	0,994	1,006

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions					
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção	CLC
1	1	2,153	1	0,06	0,06	0,02	0,08
	2	0,977	1,484	0	0,03	0,89	0
	3	0,661	1,805	0,02	0,11	0,06	0,83
	4	0,209	3,209	0,91	0,8	0,03	0,08

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 39 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2005

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,393	0,492	0,486	0,292	3,429
RL_Acção	-0,155	0,354	0,326	0,292	3,429

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions				
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção
1	1	1,856	1	0,04	0,05	0,04
	2	1,057	1,325	0,12	0	0,15
	3	0,087	4,625	0,84	0,95	0,82

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 40 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2006

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,566	0,542	0,5	0,957	1,045
RL_Acção	0,341	0,297	0,241	0,96	1,042
CLC	-0,229	-0,135	-0,106	0,957	1,045

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions					
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção	CLC
1	1	1,869	1	0,09	0,09	0,02	0,02
	2	1,137	1,282	0	0	0,42	0,38
	3	0,79	1,538	0,01	0,03	0,55	0,52
	4	0,203	3,033	0,9	0,88	0,01	0,07

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 41 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2007

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,297	0,799	0,696	0,681	1,468
RL_Acção	0,492	0,836	0,798	0,681	1,468

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions				
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção
1	1	1,676	1	0,12	0,09	0,02
	2	1,142	1,212	0	0,09	0,38
	3	0,182	3,031	0,88	0,82	0,6

a. Dependent Variable: Cotação

Tabela 42 - Diagnóstico de multicolinearidade ano de 2008

Coefficients^a

Model	Correlations			Collinearity Statistics	
	Zero-order	Partial	Part	Tolerance	VIF
1 Capacção	0,345	0,58	0,576	0,543	1,841
RL_Acção	0,118	0,507	0,476	0,543	1,841

a. Dependent Variable: Cotação

Collinearity Diagnostics^a

Model	Dimension	Variance Proportions				
		Eigenvalue	Condition Index	(Constant)	Capacção	RL_Acção
1	1	1,932	1	0,07	0,07	0,06
	2	0,905	1,461	0,18	0	0,36
	3	0,163	3,448	0,76	0,93	0,58

a. Dependent Variable: Cotação