Revista de Estudos Politécnicos
Polytechnical Studies Review
2006, Vol III, n.os 5/6, 145-173
ISSN: 1645-9911

Estudo de práticas de *earnings management* nas empresas portuguesas cotadas em bolsa: Identificação de alisamento de resultados e seus factores explicativos

Cláudia Araújo Mendes•, Lúcia Lima Rodrigues••

cmendes@ipca.pt, lrodrigues@eeg.uminho.pt

Resumo. O objectivo da presente investigação consiste, por um lado, em determinar se as opções adoptadas em matéria de políticas contabilísticas se traduzem por um comportamento de alisamento de resultados e, por outro lado, em identificar factores explicativos da incidência de alisamento de resultados, no âmbito de uma amostra de empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da actual Euronext Lisboa, ao longo de um período de 5 anos. Os resultados obtidos neste estudo confirmam que as empresas da amostra desenvolvem activamente práticas de alisamento contabilístico dos resultados e que a proporção de juros suportados, a estrutura de propriedade e o sector de actividade são os factores que mais contribuem para explicar este comportamento.

Palavras-chave: *earnings management*, alisamento de resultados, discricionaridade contabilística

Abstract. The purpose of the present investigation is twofold. First, we seek to determine if the existence of alternative options in terms of accounting policies induces income smoothing behavior. Second, we pretend to identify the explanatory factors of the incidence of income smoothing. Our research sample comprises companies listed on the Main Market of the present Euronext Lisbon, over a period of five years. The results of this study confirm that our sample companies are actively engaged in accounting income smoothing practices. Furthermore, among the many variables considered, the proportion of interest borne, the ownership structure, and the activity sector proved to be the factors which have largely contributed to explain such behavior.

Keywords: earnings management, income smoothing, discretionary accounting

• ESG - Escola Superior de Gestão, Instituto Politécnico do Cávado e do Ave (IPCA)

•• EEG - Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho (UM)

1. Introdução

A problemática da manipulação do resultado contabilístico é uma questão que vem preocupando os investigadores desde há várias décadas, existindo actualmente várias linhas de investigação neste domínio. Além disso, os numerosos escândalos financeiros ocorridos nos últimos anos, como os da Enron e da Parmalat, nos quais estiveram inclusive envolvidas prestigiadas empresas de auditoria, converteram, desafortunadamente, esta linha de investigação num tema de actualidade.

Em particular, o alisamento de resultados constitui uma das vertentes da manipulação de contas que tem atraído significativa atenção por parte da literatura contabilística dedicada ao *earnings management*. Com efeito, trata-se de uma tendência herdada do passado e plenamente vigente nos dias de hoje, que visa diminuir as possíveis flutuações do resultado para o estabilizar ao longo do tempo. Eckel (1981) sugeriu, contudo, que poderão existir diferentes tipos de alisamento de resultados, em particular alisamento intencional ou natural. O alisamento natural resulta do processo de geração dos resultados, o qual produz inerentemente uma tendência de resultados alisada. Em contraste, o alisamento intencional traduz uma vontade do gestor em empreender certas acções com a finalidade de obter um resultado alisado. Para alcançar tal desiderato, este pode manipular variáveis contabilísticas ou variáveis reais. No primeiro caso trata-se de alisamento artificial (ou contabilístico) e, no segundo caso, de alisamento real (também designado de alisamento económico ou transaccional).[1]

De salientar, contudo, que não obstante a literatura sobre este tópico seja já bastante extensa, em Portugal apenas temos conhecimento da existência de um único estudo sobre esta problemática (Ferreira *et al.*, 2003), o qual apenas analisa a incidência de alisamento de resultados no sector bancário, pelo que entendemos ser oportuno estender a análise desta temática a outros sectores que não o referido e, adicionalmente, analisar os factores que justificam a adopção de tal comportamento.

Com efeito, constatada a actualidade e a importância que são atribuídas às práticas desenvolvidas com vista a reduzir a natureza cíclica dos resultados e dado tratar-se de uma área cuja investigação no contexto nacional é praticamente

[1] Mais concretamente, o alisamento real é alcançado através do controlo de transacções económicas e o alisamento artificial é concebido através da selecção de procedimentos contabilísticos, na latitude permitida pelos princípios contabilísticos geralmente aceites e normas contabilísticas, ambos com vista à manutenção de um crescimento regular e sustentado dos resultados.

inexistente, considerámos pertinente analisar o comportamento de alisamento de resultados no âmbito de uma amostra de empresas cotadas no Mercado de Cotações Oficiais da actualmente designada *Euronext* Lisboa, sendo dois os objectivos que norteiam a corrente investigação: (1) verificar em que medida as empresas cotadas alisam os resultados publicados, a fim de decompor a amostra em dois grupos – o grupo de empresas que procede ao alisamento contabilístico ou artificial dos seus resultados e o grupo de empresas que não selecciona discricionariamente procedimentos contabilísticos com a intenção de obter uma tendência de resultados normalizada; (2) identificar possíveis motivações e características empresariais que justifiquem a adopção de um comportamento de alisamento de resultados.

No sentido de garantir a consecução dos objectivos supra mencionados, na secção seguinte é efectuada uma breve revisão da literatura no âmbito do alisamento de resultados, sendo dada especial ênfase às questões que assumem particular relevância para o nosso estudo. O processo de selecção da amostra, as metodologias utilizadas e respectivos resultados são apresentados na secção 3. Por último, na quarta secção, são apresentadas as principais conclusões, destacadas as limitações subjacentes ao presente estudo, seguindo-se uma breve discussão acerca das implicações práticas desta investigação.

2. Enquadramento teórico

No que respeita à identificação das empresas que desenvolvem práticas com efeito estabilizador nos resultados, uma medida frequentemente utilizada tem consistido no cálculo de coeficientes de variação, destacando-se como estudo pioneiro neste domínio o trabalho desenvolvido por Eckel (1981), muito embora muitos tenham sido os seus seguidores, replicando e estendendo a sua metodologia, concretamente, Albrecht e Richardson (1990), Ashari *et al*. (1994), Booth *et al*. (1996), Carlson e Bathala (1997), Michelson *et al*. (1995, 2000) e, mais recentemente, Iñiguez e Poveda (2004).[2]

No entanto, os estudos não têm versado exclusivamente sobre a identificação de comportamentos de alisamento de resultados, preocupando-se igualmente em caracterizar as empresas que desenvolvem práticas desta natureza. Assim, alguns estudos (*v.g*., Lev e Kunitzky, 1974; Amihud *et al*., 1983; Chalayer, 1994; Wang e

[2] Para uma melhor compreensão das vantagens inerentes à utilização desta metodologia, ver Eckel (1981), Albrecht e Richardson (1990), Ashari *et al*. (1994) e Iñiguez e Poveda (2004).

Williams, 1994; Michelson *et al*., 1995; Iñiguez e Poveda, 2004) obtiveram suporte empírico que valida a asserção de que a gestão se encontra motivada para reduzir a variabilidade dos resultados e dos *cash-flows* como uma tentativa de reduzir o risco percebido da empresa. Paralelamente, os autores que adereçaram esta questão concordam geralmente em reconhecer que o alisamento de resultados aumenta o valor da empresa (*v.g.*, Gordon, 1964; Trueman e Titman, 1988; Gibbins *et al*., 1990; Chalayer, 1994; Chaney e Lewis, 1995,1998).[3]

Por outro lado, são normalmente invocadas determinadas características empresarias ou do ambiente em que a empresa opera como possíveis determinantes do alisamento, assumindo especial relevo neste domínio as hipóteses avançadas pela teoria positivista da contabilidade para justificar as escolhas contabilísticas das empresas e, paralelamente, para compreender as práticas de alisamento de resultados. Esta teoria, qualificada de positivista por Watts e Zimmerman (1978), explica a política contabilística das empresas pelo comportamento oportunista do gestor, pois assume que as escolhas contabilísticas são guiadas pelo objectivo de maximização da sua riqueza. Concretamente, esta teoria introduz na análise as relações contratuais no seio da empresa e os custos políticos para explicar as escolhas contabilísticas dos gestores, razão pela qual alguns autores (*v.g*., Chalayer, 1994) a apelidam de teoria político-contratual.

Assim, numa perspectiva contratual, a pesquisa em contabilidade tem consagrado essencialmente a análise dos contratos negociados no seio da empresa e as suas consequências sobre o comportamento das diferentes partes contratantes. Neste contexto, os contratos de remuneração que ligam o gestor aos accionistas (Lambert, 1984; Healy, 1985; Moses, 1987; Gaver *et al*., 1995; Carlson e Bathala, 1997; Godfrey e Jones, 1999) e os contratos que reflectem as relações com os credores (Trueman e Titman, 1988; Chalayer, 1994; Carlson e Bathala, 1997; Godfrey e Jones, 1999) podem constituir um elemento explicativo das práticas de alisamento de resultados. Da mesma forma, os custos políticos decorrentes das relações que envolvem a empresa com os poderes públicos podem incitar o gestor a prosseguir um objectivo de alisamento de resultados (Moses, 1987; Craig e Walsh, 1989; Ashari *et al*., 1994; Beattie *et al*., 1994; Chalayer, 1994; Michelson *et al*., 1995, 2000; Carlson e Bathala, 1997; Iñiguez e Poveda, 2004).

A aliar a estes determinantes relacionados com o ambiente empresarial, a literatura reconhece normalmente que a estrutura de capital da empresa e o seu controlo constituem igualmente um importante determinante das escolhas

[3] Sublinhe-se que a literatura invoca geralmente outras motivações para incorrer nestas práticas. No entanto, as mesmas não são aqui abordadas, uma vez que, por falta de dados disponíveis, não serão testadas no âmbito do nosso estudo.

contabilísticas, tendo vários autores testado esta hipótese no âmbito do alisamento de resultados (*v.g*., Smith, 1976; Kamin e Ronen, 1978; Koch, 1981; Amihud *et al*., 1983; Beattie *et al.*, 1994; Chalayer, 1994; Carlson e Bathala, 1997; Godfrey e Jones, 1999). Por outro lado, alguns trabalhos empíricos realçaram também a importância de se atender à rendibilidade da empresa (Archibald, 1967; White, 1970; Ashari *et al.*, 1994; Carlson e Bathala, 1997) e ao sector em que a mesma se enquadra (Ronen e Sadan, 1981; Belkaoui e Picur, 1984; Albrecht e Richardson, 1990; Ashari *et al*., 1994; Kinnunen *et al*., 1995; Breton e Chenail, 1997; Michelson *et al*., 2000; Iñiguez e Poveda, 2004) como possíveis factores explicativos do fenómeno em estudo.

De referir, por último, que esta abordagem será retomada posteriormente (secção 3.4.1.) a fim de se formularem as hipóteses que serão empiricamente testadas e, assim, se definirem as características que discriminam as empresas alisadoras e não alisadoras em Portugal, sendo que, em nosso conhecimento, é a primeira vez que no nosso país a análise das práticas de alisamento será abordada sob este ângulo.

3. Estudo do comportamento de alisamento de resultados em Portugal

O objectivo da presente secção consiste em averiguar se efectivamente as empresas seleccionam políticas contabilísticas com o intuito de alisar o resultado publicado, procurando-se também identificar algumas das motivações e características das empresas que enveredam por este tipo de comportamento.

3.1. Selecção da amostra e recolha de dados

Para analisar o comportamento de alisamento de resultados foi seleccionada uma amostra formada por empresas portuguesas com títulos admitidos à negociação no Mercado de Cotações Oficiais da *Euronext* Lisboa.[4]

[4] Convém salientar que apesar da Bolsa actualmente se denominar *Euronext* Lisboa, no período de análise que seleccionamos assumia ainda a designação de Bolsa de Valores de Lisboa.

Uma vez que a literatura sugere que o alisamento deve ser analisado em horizontes temporais alargados (*v.g*., Copeland, 1968; Eckel, 1981; Moses, 1987; Chalayer, 1994), a amostra seria inicialmente composta por empresas cotadas ao longo de um período de 10 anos (1993-2002), devendo para o efeito ser respeitadas algumas condições: (1) tratar-se de empresas cuja principal actividade não fosse financeira, seguradora ou similar, onde as regulamentações económicas e contabilísticas diferem sensivelmente das de outros ramos de actividade; (2) as empresas estarem cotadas durante todo o período de análise e existirem relatórios e contas anuais publicados para todas as empresas durante os 10 anos; (3) não ocorrência de alterações significativas nas empresas durante o período de estudo (por exemplo, fusões, alteração do ano fiscal, etc.).

No entanto, face às restrições impostas por estes pressupostos, apenas foi possível obter uma amostra final de 40 empresas para o período 1995-1999, pois antecipar ou dilatar o período de análise implicaria um número de empresas bastante reduzido, o que não se compadecia com os objectivos delineados, uma vez que estaria inviabilizada a realização de testes estatísticos e, logo, não seria possível concretizar o segundo objectivo da presente investigação. As empresas que constituem a nossa amostra são identificadas no Apêndice 1.

No tocante aos dados necessários para o desenvolvimento do estudo, estes foram recolhidos dos relatórios e contas anuais consolidados[5] depositados na Bolsa, da base de dados DATHIS e dos anuários publicados pela Bolsa.

3.2. Metodologia

O enfoque metodológico adoptado no presente estudo é composto por duas etapas claramente diferenciadas, em linha com os objectivos previamente traçados.

Com o intuito de aferir se as empresas portuguesas cotadas em bolsa enveredam por um comportamento de alisamento de resultados, foi calculado um índice de alisamento de resultados, correspondente à divisão entre o coeficiente de variação das oscilações no Resultado Antes de Impostos (RAI) no período 1995-1999 e o coeficiente de variação das oscilações no "Resultado Liberto de Discricionaridade Contabilística" (RLDC) para o mesmo período. O cálculo deste índice foi ainda complementado por uma análise de conteúdo aos documentos de certificação de

[5] De salientar, contudo, que no caso de 4 empresas foram utilizadas as contas individuais, uma vez que não existiam contas consolidadas para a totalidade do período de 5 anos, as quais apenas não foram excluídas da análise devido à já reduzida dimensão da amostra.

contas emitidos pelos revisores, a fim de se definir com maior rigor a variável RLDC.

Na segunda etapa do nosso estudo, direccionada a satisfazer o segundo objectivo da corrente pesquisa, foi efectuada uma análise univariada, tendo esta sido precedida de uma investigação da presença de casos com valores atípicos nas variáveis (*outliers*) que pudessem enviesar os resultados gerados pelos testes efectuados. Assim, na análise univariada, com o objectivo de identificar possíveis diferenças significativas entre as empresas que alisam o seu resultado e as que não aderem a estas práticas, foram aplicados o teste *t*, o teste de *Mann-Whitney* e o teste Qui-Quadrado (χ^2), consoante as variáveis definidas para explicar o comportamento de alisamento se tratassem, respectivamente, de variáveis contínuas com uma distribuição normal, variáveis contínuas que não seguissem uma distribuição normal e variáveis *dummy*.

3.3. Medida do alisamento e respectivos resultados

O procedimento que utilizamos para determinar a presença de práticas de alisamento de resultados baseia-se no método dos coeficientes de variação desenvolvido por Eckel (1981), o qual tem sido comummente utilizado na literatura para testar a ocorrência do fenómeno em apreço, destacando-se os estudos recentes desenvolvidos por Albrecht e Richardson (1990), Ashari *et al.* (1994), Booth *et al.* (1996), Carlson e Bathala (1997) e Michelson *et al.* (1995, 2000). Não obstante, contrariamente aos estudos supra referidos, a medida que propomos no corrente estudo como índice de alisamento apresenta como numerador o resultado objecto de alisamento (o Resultado Antes de Impostos) e como denominador uma medida de controlo formada pela parte do resultado que consideramos estar liberta de discricionaridade contabilística (que designamos de "Resultado Liberto de Discricionaridade Contabilística"), à semelhança da medida proposta por Iñiguez e Poveda (2004). Assim, na linha da investigação conduzida pelos referidos autores, o índice de alisamento que aplicámos neste estudo é definido da seguinte forma:

$$\text{Índice de Alisamento de Resultados (IAR)} = \frac{CV_{\Delta RAI}}{CV_{\Delta RLDC}}$$

Em que:

ΔRAI = Alteração anual no Resultado Antes de Impostos no período 1995-1999.

$\Delta RLDC$ = Alteração anual no "Resultado Liberto de Discricionaridade Contabilística" no período 1995-1999.

$CV_{\Delta Xi}$ = Coeficiente de variação da alteração anual na variável X_i, que segundo Eckel (1981) corresponde ao quociente do desvio padrão da alteração anual na variável X_i pelo seu valor esperado, isto é:

$$CV_{\Delta Xi} = \frac{\sqrt{\frac{\sum(\Delta X_i - \overline{X}_i \Delta)^2}{n-1}}}{\overline{X}_i \Delta}$$

Desta forma, o IAR pode ser apresentado como se segue:

$$\text{IAR} = \frac{\sqrt{\frac{\sum(\Delta RAI - \overline{RAI}\,\Delta)^2}{n-1}}}{\overline{RAI}\,\Delta} \div \frac{\sqrt{\frac{\sum(\Delta RLDC - \overline{RLDC}\,\Delta)^2}{n-1}}}{\overline{RLDC}\,\Delta} = \frac{CV_{\Delta RAI}}{CV_{\Delta RLDC}} \qquad [1]$$

No tocante à parte do resultado que consideramos estar liberta de discricionaridade contabilística, é conveniente relembrar que estamos perante uma variável que não é directamente observável, a qual só é passível de aproximação mediante o ajustamento de algumas componentes das demonstrações financeiras. Assim, partindo do RAI, e com base no procedimento empregue por Iñiguez e Poveda (2004) e numa análise de conteúdo que efectuámos à Certificação Legal das

Contas (CLC) e ao Relatório do Auditor Externo (RAE)[6] de cada empresa da amostra, todas as receitas e despesas consideradas como sendo susceptíveis de manipulação contabilística, bem como qualquer item atípico ou extraordinário, são ajustados, por forma a obter o visado resultado na presença de menor discricionaridade contabilística. Os ajustamentos que propomos são os seguintes:

Resultado Antes de Impostos (RAI) [2]

-/+ Resultados extraordinários

\+ Amortização do activo imobilizado (incluindo as diferenças de consolidação positivas)

\- Juros capitalizados e diferenças de câmbio capitalizadas

\+ Variação nas provisões

\- Variação em custos a ser distribuídos ao longo de diversos exercícios

\+ Variação em proveitos a ser distribuídos ao longo de diversos exercícios

-/+ Alterações em políticas contabilísticas com reflexo nos resultados

-/+ Procedimentos contabilísticos inadequados com reflexo nos resultados que mereceram opinião qualificada do revisor na CLC e RAE, sob a forma de reserva ou ênfase

≅ *Resultado Liberto de Discricionaridade Contabilística (RLDC)* [3]

Nos ajustamentos acima apresentados foram mantidas algumas das variáveis sugeridas por Iñiguez e Poveda (2004), com excepção das duas últimas, introduzidas na sequência da referida análise de conteúdo à CLC e RAE. Importa salientar que a justificação da pertinência dos ajustamentos supra mencionados decorre da análise que, adicionalmente, efectuámos aos pareceres dos revisores (CLC e RAE).

[6] Os resultados desta análise são apresentados em pormenor em Mendes e Rodrigues (2005).

Deste modo, de acordo com o método que vem sendo exposto, as práticas de alisamento artificial dos resultados traduzem-se por um índice de alisamento de resultados [1], formado pelo coeficiente de variação da alteração anual nas séries apresentadas em [2] e [3] para o período de 1995 a 1999, com um valor absoluto menor que 1. Com efeito, se $CV_{\Delta RLDC} > CV_{\Delta RAI}$ significa que o resultado na ausência de itens contabilísticos discricionários potencialmente manipulados (RLDC) varia mais do que o resultado que inclui todos itens contabilísticos passíveis de manipulação (RAI), de onde se depreende que algumas das variáveis contabilísticas susceptíveis de ser manipuladas (evidenciadas de [2] para [3]) foram utilizadas para reduzir a variabilidade do RAI.

Assim, o cálculo do índice de alisamento (definido em [1]) para as 40 empresas que compreendem a amostra, ao longo de uma série temporal de 5 anos, permitiu-nos distinguir dois grupos de empresas:

De um lado, 24 empresas (60%) nas quais o índice de alisamento é inferior a 1, em que os resultados antes de impostos são menos variáveis nas suas alterações do que o resultado ajustado através de itens contabilísticos discricionários potencialmente manipulados, fornecendo evidência de que tais itens são utilizados para reduzir a variabilidade do resultado – *empresas alisadoras*;

De outro lado, 16 empresas (40%) com um índice de alisamento superior a 1, não existindo, por conseguinte, evidência de que os itens contabilísticos discricionários estão a ser utilizados para assegurar a normalização do resultado – *empresas não alisadoras*.

3.4. Variáveis explicativas do comportamento de alisamento

Uma vez identificadas as empresas que alisam os seus resultados e aquelas que não o fazem, é nosso objectivo identificar os factores que justificam a incidência de práticas contabilísticas direccionadas a estabilizar os resultados publicados, a partir da definição prévia de um conjunto de hipóteses, que serão posteriormente testadas no âmbito de uma análise univariada.

3.4.1. Hipóteses a testar

Na presente secção são enunciadas as hipóteses subjacentes ao presente estudo, bem como as medidas seleccionadas para proceder à sua operacionalização, à luz do enquadramento teórico previamente efectuado. As três primeiras hipóteses visam testar a racionalidade dos investidores perante resultados artificialmente alisados

(isto é, determinar se os investidores têm consciência das manipulações contabilísticas efectuadas pelas empresas e das suas consequências artificiais sobre a variância dos resultados), seguindo-se um conjunto de hipóteses inerentes à teoria positivista da contabilidade, que associam o alisamento de resultados à visibilidade política da empresa e ao seu endividamento.[7] Por último, a estrutura de propriedade, a rendibilidade e o sector de actividade são incluídos na análise como potenciais determinantes do comportamento de alisamento de resultados.

3.4.1.1. Alisamento de resultados e risco da empresa

A evidência empírica tem corroborado a hipótese de que o nível de risco diminui em conformidade com o aumento da proporção de alisamento praticado pelas empresas (v.g., Lev e Kunitzky, 1974; Chalayer, 1994; Michelson et al., 1995; Iñiguez e Poveda, 2004). Com efeito, geralmente, os autores concordam em reconhecer que o alisamento de resultados diminui a incerteza associada aos cash-flows futuros da empresa, ao atenuar as flutuações dos resultados da empresa devido à evolução das condições económicas gerais. Por exemplo, o alisamento da produção e das despesas de investimento diminuiu a sensibilidade dos custos da empresa às flutuações económicas. Consequentemente, uma empresa que alise os seus resultados será menos sensível às flutuações económicas gerais, na medida em que o alisamento permite uma redução da covariância dos resultados da empresa com os de outras empresas no mercado (Lev e Kunitzky, 1974; Chalayer, 1994).

Nesta medida, à semelhança de Iñiguez e Poveda (2004), esperamos que o efeito que o alisamento de resultados produza no mercado seja uma menor percepção de risco por parte dos investidores, o que se traduz por um menor risco sistemático à medida que a proporção de alisamento aumenta. Desta forma, as hipóteses nula (H_0) e alternativa (H_a) subjacentes ao nosso teste estatístico são as seguintes:

H_{01}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o risco sistemático.

H_{a1}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados têm um risco sistemático inferior ao das empresas que não enveredam por tal comportamento.

[7] A outra hipótese desenvolvida pela teoria positivista da contabilidade, que relaciona as escolhas contabilísticas das empresas com a existência de contratos de remuneração da gestão estabelecidos por referência aos números contabilísticos, não pode ser objecto de testes empíricos, uma vez que em Portugal é difícil aceder às características dos contratos de remuneração dos gestores.

Por seu lado, autores como Lev e Kunitzky (1974) e Chalayer (1994) consideraram ser razoável admitir que o alisamento de resultados é também uma função do nível de risco não sistemático, componente do risco da empresa não associada às condições económicas gerais. Com efeito, trata-se de uma componente do risco que se encontra estritamente relacionada com factores específicos da empresa ou do sector em que ela se insere, afectando-a somente a ela e, eventualmente, aos seus concorrentes mais próximos. Desta forma, admitem, por exemplo, que as actividades de alisamento podem atenuar diferentes conflitos, tais como conflitos laborais, visto que oscilações significativas dos resultados podem gerar reivindicações salariais ou indiciar situações de crise (caso tais oscilações sejam em sentido ascendente ou descendente, respectivamente), as quais podem conduzir à paragem ou abrandamento da actividade, com consequentes flutuações na produtividade. Deste modo, entendemos ser igualmente oportuno determinar se o alisamento se encontra negativamente relacionado com o risco total, pelo que as hipóteses inerentes a tal análise são as seguintes:

H_{02}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o risco total.

H_{a2}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados têm um risco total inferior ao das empresas que não desenvolvem tais práticas.

3.4.1.2. Alisamento de resultados e valor da empresa

Numerosos trabalhos no domínio do alisamento de resultados postulam que o alisamento se traduz por uma melhor avaliação da empresa por parte dos investidores. De entre as várias justificações apresentadas para este aumento esperado do valor da empresa, alguns autores destacam o facto de os resultados estáveis constituírem um instrumento de sinalização ao mercado da qualidade da gestão da empresa (Ronen e Sadan, 1981; Gibbins *et al*., 1990; Chaney e Lewis, 1995; Bhat, 1996).[8] Nesta linha, admitimos ser sensato assumir que o valor de mercado da empresa se encontra positivamente associado com a magnitude da redução da volatilidade dos resultados via alisamento de resultados. As hipóteses que resultam desta análise são as seguintes:

H_{03}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o valor bolsista.

[8] Para uma análise mais detalhada ver, por exemplo, Gordon (1964), Trueman e Titman (1988), Chalayer (1994), Wang e Williams (1994), Chaney e Lewis (1998), os quais apresentam outros argumentos para este esperado aumento de valor.

H_{a3}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados têm um valor bolsista superior ao das empresas que não alisam os seus resultados.

3.4.1.3. Alisamento de resultados e visibilidade política

A teoria positivista da contabilidade avançou com novas variáveis para explicar a escolhas contabilísticas das empresas e, consequentemente, para compreender as práticas de alisamento contabilístico dos resultados. Uma das hipóteses desenvolvidas por esta teoria associa as práticas de alisamento de resultados à visibilidade política da empresa e aos custos políticos resultantes de uma maior atenção dos poderes públicos.

Desta forma, é geralmente assumido que as empresas com maior visibilidade política são mais propensas a alisar os seus resultados, uma vez que flutuações nestes últimos atraem a atenção dos poderes públicos. De salientar ainda que a literatura associa normalmente a visibilidade política e os custos que daí decorrem à dimensão da empresa, pelo que tem sido proposto e validado empiricamente que as empresas de maior dimensão têm um maior incentivo para alisar o resultado do que as empresas de menor dimensão, uma vez que as grandes empresas estão sujeitas a um maior escrutínio por parte do governo e do público em geral (Moses, 1987; Craig e Walsh, 1989; Chalayer, 1994; Michelson *et al*., 1995, 2000; Iñiguez e Poveda, 2004). Assim, as hipóteses subjacentes ao nosso teste estatístico podem ser resumidas da seguinte forma:

H_{04}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e a dimensão da empresa.

H_{a4}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados apresentam maior dimensão do que empresas que não desenvolvem estratégias de alisamento.

3.4.1.4. Alisamento de resultados e endividamento

A teoria positivista da contabilidade avançou igualmente com a hipótese de que os contratos de endividamento e as cláusulas restritivas patentes nos mesmos influenciam as escolhas contabilísticas das empresas, em particular, estabelece como asserção que as empresas onde os contratos de endividamento possuem cláusulas restritivas definidas por referência aos números contabilísticos preferem métodos contabilísticos que aumentem os resultados publicados (Chalayer, 1994). Não obstante, Trueman e Titman (1988) introduziram o endividamento no seu

modelo de agência, accionistas/credores, como variável explicativa do alisamento. Com efeito, os autores demonstraram que uma menor volatilidade dos resultados reduz a estimação da probabilidade de falência por parte dos credores e, por conseguinte, menor será a taxa de juro requerida aquando da emissão de uma dívida, pelo que o endividamento pode, por esta via, constituir um incentivo para que as empresas alisem os seus resultados. Deste modo, à semelhança de Chalayer (1994), pretendemos testar em que medida a probabilidade de falência associada ao endividamento é diferente segundo a empresa alise ou não alise os seus resultados e em que medida o alisamento de resultados se traduz por um montante de juros suportados mais fraco. Como tal, são duas as hipóteses inerentes ao nosso teste estatístico. Assim, de um lado, temos que:

H_{05}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e a probabilidade de falência.

H_{a5}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados têm uma probabilidade de falência mais reduzida do que empresas que não alisam os seus resultados.

Por outro lado, a hipótese nula e alternativa são as seguintes:

H_{06}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o montante de juros suportados.

H_{a6}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados suportam menos juros do que empresas que não enveredam por tais práticas.

Paralelamente, Chalayer (1994) argumenta que as empresas com forte probabilidade de falência são menos incitadas a alisar o seu resultado, uma vez que nesta circunstância os credores exigirão de qualquer modo uma taxa de juro relativamente elevada para as novas dívidas emitidas, pelo que na opinião do autor um fraco endividamento é uma condição necessária para que o alisamento produza efeitos positivos sobre os juros suportados. Defende, assim, que uma empresa que alise os seus resultados e esteja fortemente endividada suportará juros idênticos aos de uma empresa fortemente endividada e que não alise os seus resultados. Por conseguinte, à semelhança do postulado por Chalayer (1994), esperamos que as empresas que alisem os seus resultados sejam menos endividadas do que as empresas que não os alisem, pelo que as hipóteses inerentes a tal teste podem ser sintetizadas da seguinte forma:

H_{07}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o nível de endividamento da empresa.

H_{a7}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados têm um nível de endividamento mais fraco do que empresas que não os alisam.

3.4.1.5. Alisamento de resultados e estrutura de propriedade

Numerosos trabalhos empíricos (*v.g*., Kamin e Ronen, 1978; Koch, 1981; Amihud, *et al*., 1983; Beattie *et al*., 1994; Chalayer, 1994; Carlson e Bathala, 1997; Godfrey e Jones, 1999) documentam evidência de que as empresas controladas pela gestão (empresas com propriedade diversificada), em que o gestor é nomeado para tomar decisões em nome dos accionistas, apresentam uma variabilidade mais reduzida dos seus resultados do que as empresas controladas pelos proprietários (empresas com propriedade concentrada), em que a propriedade e direcção recai sobre as mesmas pessoas.

Um conjunto de razões para esta relação têm sido invocadas, todas elas derivadas genericamente do facto de, como realça Carlson e Bathala (1997), neste tipo de empresas a vigilância dos proprietários (accionistas) ser menor, pelo que o gestor tem maior liberdade para escolher as alternativas contabilísticas que lhe permitam publicar um resultado que vá de encontro aos seus objectivos. Nesta medida, as hipóteses subjacentes ao nosso teste empírico são as seguintes:

H_{08}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e a estrutura de propriedade da empresa.

H_{a8}: As empresas com propriedade diversificada (controladas pela gestão) manifestam um maior comportamento de alisamento artificial dos resultados do que as empresas com propriedade concentrada (controladas pelos proprietários).

3.4.1.6. Alisamento de resultados e rendibilidade

Alguns estudos prévios incluíram igualmente nas suas análises a rendibilidade da empresa como um potencial factor associado com a incidência de alisamento de resultados, não obstante a evidência empírica a este respeito seja mista. Assim, de um lado, encontramos estudos que documentam evidência de que o alisamento é mais frequente em empresas cuja rendibilidade é inferior (*v.g*., Archibald, 1967; White, 1970; Ashari *et al*., 1994). Uma possível justificação para que as empresas menos lucrativas sejam mais propensas a alisar os seus resultados prende-se com o

facto de o alisamento transmitir a noção de um declínio controlado, enquanto que uma elevada variabilidade em desempenhos negativos pode gerar nos investidores e credores uma maior percepção de risco e, consequentemente, originar uma perda de confiança na gestão (White, 1970). Em contraste, Carlson e Bathala (1997) obtêm suporte empírico que valida a sua hipótese de que quanto mais lucrativas são as empresas mais oportunidades têm os gestores para assegurar a normalização das suas tendências de resultados, argumentando que as empresas que apresentam anos sucessivos de fraco desempenho tendem a encontrar menos instrumentos disponíveis para alisar os seus resultados. Perante tais resultados, a hipótese nula e alternativa inerentes à nossa nona hipótese são apresentadas da seguinte forma:

H_{09}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e a rendibilidade da empresa.

H_{a9}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados apresentam uma rendibilidade diferente das empresas que não alisam os seus resultados.

3.4.1.7. Alisamento de resultados e sector de actividade

Estudos previamente efectuados (*v.g.*, Ronen e Sadan, 1981; Belkaoui e Picur, 1984; Ashari *et al*., 1994; Kinnunen *et al*., 1995; Michelson *et al*., 2000; Iñiguez e Poveda, 2004) concluíram que as empresas a operar em diferentes sectores alisam o seu resultado em proporções diferentes. Com efeito, é possível que empresas em determinados sectores tenham maior oportunidade e estejam mais predispostas a alisar o seu resultado, pois as características empresariais e a forma como são afectadas por factores exógenos pode variar consoante o sector em que se integrem. Assim, uma vez que em Portugal o único estudo sobre alisamento de que temos conhecimento, conduzido por Ferreira *et al*. (2003), versou exclusivamente sobre empresas do sector bancário, entendemos ser oportuno testar na presente análise o impacto do sector empresarial[9] no comportamento de alisamento, pelo que as hipóteses inerentes a este teste estatístico são as seguintes:

H_{010}: Não existe relação entre o alisamento artificial dos resultados e o sector em que a empresa opera.

H_{a10}: As empresas que alisam artificialmente os seus resultados pertencem a sectores diferentes das empresas que não desenvolvem estratégias de alisamento.

Uma vez definidas as hipóteses, no Apêndice 2 são apresentadas as variáveis utilizadas para proceder à sua operacionalização.

9 Que neste caso engloba outros sectores que não o sector bancário.

3.4.2. Análise univariada e respectivos resultados

Na presente secção, e relativamente às *variáveis contínuas*[10], é nosso objectivo comparar o nível médio de cada variável em duas amostras independentes (empresas alisadoras *versus* empresas não alisadoras) e determinar se as diferenças observadas são estatisticamente significativas e em conformidade com as nossas previsões. No entanto, a realização de análises univariadas requer que primeiramente se verifique se os dados seguem uma distribuição normal, pelo que: (1) observada a hipótese da normalidade deverão ser conduzidos testes paramétricos (teste *t*); (2) rejeitada a hipótese da normalidade deverão ser realizados testes não paramétricos (teste de *Mann-Whitney*) (Field, 2000; Kinnear e Gray, 2001; Pestana e Gageiro, 2003). Deste modo, como se observa pelo Apêndice 3, os resultados do teste *Shapiro-Wilk* apenas conduzem à não rejeição da hipótese nula de normalidade da variável no caso das variáveis RSIST, RTOT, PER, RENDA e ROA (*p-value*>.05), pelo que apenas a estas variáveis será aplicado o teste *t*, sendo que às restantes (não distribuídas normalmente) será aplicado o teste de *Mann-Whitney*. Os resultados de tais testes univariados são sintetizados na Tabela 1.

Tabela 1 - Resultados dos testes paramétricos (teste *t*) e não paramétricos (teste de *Mann-Whitney*)

Variáveis	Teste *t*				Teste de *Mann-Whitney*					
	M_0	M_1	t	Sig. (bilateral)	R_0	R_1	*Mann-Whitney* U	*Wilcoxon* W	Z	Sig. (bilateral)
RSIST	.57010	.45221	1.405	.168						
RTOT	.02618	.02702	-.509	.614						
PER	20.3942	20.0419	.185	.854						
PCE					22.94	18.88	153	453	-1.077	.282
RENDA	.00051	.00065	-.696	.491						
ACTL					22.00	19.50	168	468	-.663	.508
VOLN					21.31	19.96	179	479	-.359	.720
CAPB					21.81	19.63	171	471	-.580	.562
SOLV1					20.75	20.33	188	488	-.110	.912
SOLV2					20.50	20.50	192	492	.000	1.000
JSUP					15.00	24.17	104	240	-2.429	.015
END1					21.13	20.08	182	482	-.276	.782

[10] Variáveis RSIST, RTOT, PER, PCE, RENDA, ACTL, VOLN, CAPB, SOLV1, SOLV2, JSUP, END1, END2, MAOP, ROE e ROA (Apêndice 2).

END2					20.75	20.33	188	488	-.110	.912
MAOP					22.19	19.38	165	465	-.745	.456
ROE					20.69	20.38	189	489	-.083	.934
ROA	2.44281	2.43542	.008	.994						

Notas:

M_0= Média no grupo de empresas que não alisa os seus resultados

M_1= Média no grupo de empresas que alisa os seus resultados

R_0= Rank médio no grupo de empresas que não alisa os seus resultados

R_1= Rank médio no grupo de empresas que alisa os seus resultados

Assim, pela análise da Tabela 1, constata-se que apenas a proporção de juros suportados constitui um factor associado com a incidência de alisamento de resultados, com um *p-value* = .015 (<.05). No entanto, embora tal resultado permita a rejeição da hipótese nula H_{06}, a evidência obtida sugere que as empresas que enveredam por estratégias de alisamento suportam em média mais juros do que as empresas que não o fazem ($R_1 > R_0$), o que se revela contrário à nossa previsão. Tal pode significar, como sublinha Chalayer (1994), que os credores são racionais, ou seja, que têm em conta a influência das operações de alisamento contabilístico dos resultados sobre a sua variância, o que os incita a exigir taxas de juro superiores no caso das empresas alisadoras, até porque, como se observa na Tabela 1, a probabilidade de falência (SOLV1 e SOLV2) e o nível de endividamento (END1 e END2) dos dois grupos de empresas não são significativamente diferentes.

Por seu lado, as hipóteses avançadas para relacionar o risco, o valor, a visibilidade política e a rendibilidade com as práticas de alisamento não são validadas pelos testes paramétricos e não paramétricos. Com efeito, as variáveis utilizadas para operacionalizar estas hipóteses não evidenciam diferenças estatisticamente significativas nos dois grupos de empresas (*p-value* >.05), não sendo, por conseguinte, possível rejeitar as respectivas hipóteses nulas (H_{01}, H_{02}, H_{03}, H_{04} e H_{09}).

No que concerne às *variáveis dummy* do presente estudo, que permitem relacionar o alisamento com a estrutura de propriedade (ESTP1 e ESTP2) e o sector de actividade em que as empresas operam (SECT1), a literatura sugere que se aplique o teste não paramétrico Qui-Quadrado (χ^2), uma vez que é mais adequado quando se pretende verificar se existe associação significativa entre duas variáveis categóricas (Field, 2000). Os resultados do presente teste constam da Tabela 2.

Pela análise da Tabela 2 (Quadro 2) concluímos pela rejeição das hipóteses nulas H_{08} e H_{010} de inexistência de relação entre o alisamento artificial dos resultados e a estrutura de propriedade da empresa (*p-value* = .027 e .046) e o sector em que a mesma opera (*p-value* = .020), respectivamente.[11] Com efeito, e de acordo com as nossas expectativas, no Quadro 1 da Tabela 2 verificamos que quando a estrutura de propriedade é operacionalizada pela variável ESTP1, a proporção de empresas que alisam os seus resultados é maior quando os accionistas não detêm mais de 30% do capital da empresa (84,6%), o mesmo sucedendo no caso da variável ESTP2. Estes resultados corroboram a nossa premissa de que o comportamento de alisamento é mais frequente no caso de empresas com propriedade diversificada, os quais se manifestam consistentes com o argumento de Carlson e Bathala (1997) de que neste tipo de empresas a vigilância é menos apertada, pelo que o gestor possui mais liberdade para efectuar escolhas contabilísticas que lhe permitam publicar resultados consistentes com os seus objectivos (*v.g.*, garantia da continuidade dos seus mandatos e de remunerações variáveis).

Paralelamente, à semelhança de estudos prévios neste domínio (*v.g.*, Ashari *et al.*, 1994; Kinnunen *et al.*, 1995; Michelson *et al.*, 2000; Iñiguez e Poveda, 2004), os resultados do presente teste fornecem evidência de que a propensão para alisar os resultados varia em função do sector em que a empresa opera, em particular que as estratégias de alisamento de resultados são mais frequentes em empresas que operam no comércio e indústria (78,9%), contrastando com o sector serviços onde 57,1% das empresas não evidenciam um comportamento de alisamento (Quadro 1 da Tabela 2).

[11] Mesmo considerando o teste Qui-Quadrado com correcção de continuidade para tabelas 2x2 os resultados permanecem significativos, embora no caso das variáveis ESTP1 e ESTP2 com um *p-value* < .10.

Tabela 2 - Resultados do teste Qui-Quadrado

Quadro 1: Crosstabulation

			ALISAMENTO		Total
			0	1	
ESTP1	0	N	2	11	13
		%	15.4%	84.6%	100.0%
	1	N	14	13	27
		%	51.9%	48.1%	100.0%
	Total	N	16	24	40
		%	40.0%	60.0%	100.0%
ESPP2	0	N	7	18	25
		%	28.0%	72.0%	100.0%
	1	N	9	6	15
		%	60.0%	40.0%	100.0%
	Total	N	16	24	40
		%	40.0%	60.0%	100.0%
SECT1	0	N	12	9	21
		%	57.1%	42.9%	100.0%
	1	N	4	15	19
		%	21.1%	78.9%	100.0%
	Total	N	16	24	40
		%	40.0%	60.0%	100.0%

Quadro 2: Testes Qui-Quadrado

	Valor	gl	Sig. (bilateral)
ESTP1			
Pearson Chi-square	4.862	1	.027
ESTP2			
Pearson Chi-square	4.000	1	.046
SECT1			
Pearson Chi-square	5.414	1	.020

4. Conclusões

A imprensa económica e financeira sublinha regularmente as manipulações contabilísticas efectuadas pelos gestores das empresas com vista a modificar o nível de resultado publicado. Perante este cenário, uma das vertentes da manipulação que tem recebido considerável atenção por parte da literatura é o fenómeno de alisamento de resultados, existindo numerosos estudos, essencialmente no contexto internacional, que documentam evidência consistente com a hipótese de que as empresas desenvolvem práticas direccionadas a reduzir a natureza cíclica dos resultados, sujeitos a um ciclo intermitente de bons e maus momentos. A presente investigação não constitui excepção e mostra empiricamente que as empresas portuguesas cotadas em bolsa desenvolvem activamente práticas de alisamento contabilístico dos resultados, isto é, aproveitam a flexibilidade inerente ao normativo contabilístico e, na proporção permitida por este último, seleccionam políticas contabilísticas que lhes permitam publicar um resultado com uma variância artificialmente reduzida.

Além disso, a evidência obtida no âmbito da análise univariada permite-nos concluir que a incidência de alisamento é superior em empresas com propriedade diversificada e que operam em sectores no ramo do comércio e indústria. Por outro lado, a análise univariada tende a confirmar a racionalidade dos credores, visto que as empresas que enveredam por estratégias de alisamento suportam em média juros mais elevados do que as empresas que não desenvolvem tal comportamento, quando a estimação da probabilidade de falência e o nível de endividamento dos dois grupos não é significativamente diferente, o que denota que os credores estão atentos às manipulações efectuadas pelas empresas no sentido de normalizar as tendências de resultados. Sublinhe-se, contudo, que esta análise, contrariamente à evidência documentada em estudos previamente efectuados, não permitiu validar a existência de uma associação estatisticamente significativa entre o alisamento artificial dos resultados e o risco, o valor de mercado, a visibilidade política e a rendibilidade da empresa. Ainda assim, importa salientar que tais resultados constituem um dado adicional para a investigação no contexto português, pois o estudo realizado por Ferreira *et al*. (2003) apenas havia analisado e corroborado a presença de práticas de alisamento de resultados no sector bancário.

No entanto, o estudo desenvolvido não está isento de críticas, pelo que é importante salientar o cuidado a ter na interpretação dos resultados obtidos, dadas algumas limitações subjacentes à amostra e metodologias utilizadas, das quais decorrem sugestões para o desenvolvimento de futuros estudos mais exaustivos e complexos nesta temática. Assim, perante a reduzida dimensão da amostra e o

consequente horizonte temporal analisado[12], uma possível extensão deste estudo passaria, por exemplo, pela inclusão na análise de empresas cotadas em diversos países, o que além de certamente se reflectir em testes estatísticos mais robustos, permitiria igualmente dilatar o período de análise e efectuar análises comparativas do alisamento de resultados (i.e., determinar se tais práticas existem com a mesma intensidade e pelas mesmas razões em diferentes países). Por sua vez, em termos metodológicos, em estudos futuros seria interessante identificar as práticas de alisamento de resultados em Portugal recorrendo também a outras metodologias que se vêm utilizando actualmente, como é o caso da identificação de comportamentos de alisamento por meio da especificação de modelos de *accruals* discricionários (ver, por exemplo, Gill e Alcarria, 2003). Além disso, no que respeita à metodologia utilizada para identificar os factores associados com a incidência de alisamento, a mesma não nos permite aferir se as diversas variáveis individuais explicam no seu conjunto a probabilidade de uma empresa enveredar por um comportamento de alisamento. Deste modo, em estudos futuros seria igualmente interessante a realização em paralelo de uma análise multivariada, em particular o desenvolvimento de modelos de regressão logística, técnica que a literatura considera mais indicada quando a variável explicada é dicotómica, que, no nosso estudo, assumiria o valor 1 se a empresa alisasse os seus resultados e o valor 0 no caso contrário (Field, 2000; Kinnear e Gray, 2001; Tabachnick e Fidell, 2001).

Pesem embora as suas limitações, consideramos que os resultados obtidos neste estudo podem ter implicações práticas importantes, em particular para os utilizadores das demonstrações financeiras e organismos de normalização contabilística, uma vez que fornecem evidência de que as empresas se servem da discricionaridade contabilística para estabilizar as tendências de resultados. Com efeito, os resultados do presente estudo podem servir como informação suplementar para os utilizadores das demonstrações financeiras, alertando-os a tomar as necessárias precauções aquando da interpretação da informação veiculada nos números contabilísticos. Paralelamente, face a estas práticas de alisamento contabilístico dos resultados, os organismos de normalização deveriam interrogar-se sobre a oportunidade de uma regulamentação menos flexível, capaz de restringir a latitude oferecida aos gestores em matéria de política contabilística. Do mesmo modo, esperamos que os resultados obtidos nesta análise possam exercer algum impacto ao nível da responsabilidade social da empresa e da ética empresarial, assim como no que respeita ao trabalho de revisão de contas.

[12] Note-se que o universo de empresas cotadas, além de não ser muito extenso, está constantemente a sofrer alterações, o que inviabilizou igualmente que se dilatasse o período de análise (pois o objectivo do estudo era analisar empresas que estivessem cotadas durante todo o período seleccionado). Ver, a este respeito, a secção 3.1.

APÊNDICE 1

LISTAGEM DAS EMPRESAS QUE CONSTITUEM A AMOSTRA

1	Atlantis - Cristais de Alcobaça, S.A.
2	B.A. - Fábrica de Vidros Barbosa & Almeida, S.A.
3	Centralcer - Central de Cervejas, S.A.
4	CIMPOR - Cimentos de Portugal - SGPS, S.A.
5	CIN - Corporação Industrial do Norte, S.A.
6	Cires - Companhia Industrial de Resinas Sintéticas, S.A.
7	Colep Portugal - Embalagens, Produtos, Enchimentos e Equipamentos, S.A.
8	Companhia de Celulose do Caima, S.A.
9	Compta - Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.
10	Corticeira Amorim - SGPS, S.A.
11	Efacec - Capital - SGPS, S.A.
12	Engil - SGPS, S.A.
13	Espart - Espírito Santo Participações Financeiras - SGPS, S.A.
14	Estoril-Sol, S.A.
15	F. Ramada - Aços e Indústrias, S.A
16	Fábrica de Porcelana da Vista Alegre, S.A.
17	Fisipe - Fibras Sintéticas de Portugal, S.A.
18	Imobiliária Construtora Grão-Pará, S.A.
19	Inapa - Investimentos, Participações e Gestão, S.A.
20	ITI - Sociedade de Investimentos Turísticos na Ilha da Madeira, S.A.
21	Jerónimo Martins - SGPS, S.A.
22	Lisgráfica - Impressão e Artes Gráficas, S.A.
23	Lusomundo - SGPS, S.A.
24	Modelo Continente - SGPS, S.A.
25	Mota & Companhia, S.A.
26	Mundicenter - SGPS, S.A.
27	Papelaria Fernandes - Indústria e Comércio, S.A.
28	Portucel Industrial - Empresa Produtora de Celulose, S.A.
29	Portugal Telecom, S.A.
30	Reditus - SGPS, S.A.
31	Salvador Caetano - Indústrias Metalúrgicas e Veículos de Transporte, S.A.
32	Semapa - Sociedade de Investimento e Gestão - SGPS, S.A.
33	Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.
34	Sociedade de Construções Soares da Costa, S.A.
35	Soja de Portugal - SGPS, S.A.
36	Somague - SGPS, S.A.
37	Sonae Indústria - SGPS, S.A.
38	Soporcel - Sociedade Portuguesa de Papel, S.A.
39	Sumolis - Companhia Industrial de Frutas e Bebidas, S.A.
40	Tertir - Terminais de Portugal, S.A.

APÊNDICE 2

SÍNTESE DAS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

Hipótese	Variável	Abreviatura	Medida
	Risco		
H_1	Risco Sistemático	RSIST	$\beta_i = \frac{Cov_{Ri,RM}}{\sigma^2_{RM}}$ R_i - Rendibilidade diária das acções da empresa i, 1996-1999. R_M - Rendibilidade diária de mercado, 1996-1999.
H_2	Risco Total	RTOT	Desvio padrão da rendibilidade diária das acções da empresa i (Ri).
	Valor		
H_3	*Price Earnings Ratio*	PER	$PER\ Médio = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Última\ Cotação\ do\ Ano}{\frac{Resultado\ Líquido}{N.º\ Médio\ de\ Acções}}$
H_3	*Price Cash Earnings*	PCE	$PCE\ Médio = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Última\ Cotação\ do\ Ano}{\frac{Cash\ Earnings}{N.º\ Médio\ de\ Acções}}$
H_3	Rendibilidade das Acções	RENDA	Média da rendibilidade diária das acções da empresa i (R_i).
	Dimensão		
H_4	Activo Total Líquido	ACTL	$Activo\ Total\ Líquido\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} Activo\ Total\ Líquido$
H_4	Volume de Negócios	VOLN	$Volume\ de\ Negócios\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} Volume\ de\ Negócios$
H_4	Capitalização Bolsista	CAPB	$Capitalização\ Bolsista\ (Média) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} Capitalização\ Bolsista$
	Endividamento		
H_5	Rácio de Solvabilidade 1	SOLV1	$Rácio\ de\ Solvabilidade\ 1\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Activo\ Total\ Líquido}{Passivo\ Total}$
H_5	Rácio de Solvabilidade 2	SOLV2	$Rácio\ de\ Solvabilidade\ 2\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Capitais\ Próprios}{Passivo\ Total}$
H_6	Proporção de Juros Suportados	JSUP	$J/PF\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Juros\ Suportados}{Passivo\ de\ Financiamento} \times 100$
H_7	Rácio de Endividamento 1	END1	$D/E\ 1\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999} \frac{Passivo\ de\ Financiamento}{Capitais\ Próprios} \times 100$

H_7	Rácio de Endividamento 2	END2	$D/E\ 2\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999}\frac{Passivo\ Total}{Capitais\ Próprios}\times 100$
	Estrutura de Propriedade		
H_8	Estrutura de Propriedade 1	ESTP1	1 Propriedade concentrada se um accionista particular ou grupo de accionistas dominante detém mais de 30% do capital da empresa 0 Propriedade diversificada se um accionista particular ou grupo de accionistas dominante não detém mais de 30% do capital da empresa
H_8	Estrutura de Propriedade 2	ESTP2	1 Propriedade concentrada se um accionista particular ou grupo de accionistas dominante detém mais de 50% do capital da empresa 0 Propriedade diversificada se um accionista particular ou grupo de accionistas dominante não detém mais de 50% do capital da empresa
	Rendibilidade		
H_9	Margem Operacional	MAOP	$Margem\ Operacional\ (Média) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999}\frac{Resultado\ Operacional}{Vendas\ e\ Prestações\ de\ Serviços}\times 100$
H_9	*Return on Equity*	ROE	$ROE\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999}\frac{Resultado\ Líquido}{Capitais\ Próprios}\times 100$
H_9	*Return on Assets*	ROA	$ROA\ (Médio) = \frac{1}{4}\sum_{1996}^{1999}\frac{Resultado\ Líquido}{Activo\ Total\ Líquido}\times 100$
	Sector de Actividade		
H_{10}	Sector 1	SECT1	1 Comércio e indústria 0 Serviços
H_{10}	Sector 2	SECT2	1 Nova economia 0 Velha economia

Nota:

Após a análise dos *outliers*, a variável sector de actividade 2 foi excluída do estudo, pois uma das categorias (velha economia) concentrava 90% das observações e, nestes casos, a literatura recomenda que a variável seja excluída, uma vez que a elevada concentração de observações numa só categoria deteriora as correlações com outras variáveis (Tabachnick e Fidell, 2001).

APÊNDICE 3

TESTES DE ADERÊNCIA À NORMALIDADE

Variáveis	*Kolmogorov-Smirnov*			*Shapiro-Wilk*		
	Estatística	gl	Sig.	Estatística	gl	Sig.
RSIST	.124	40	.122	.954	40	.106
RTOT	.068	40	.200	.976	40	.548
PER	.125	40	.117	.971	40	.396
PCE	.125	40	.117	.940	40	.035
RENDA	.059	40	.200	.976	40	.537
ACTL	.324	40	.000	.430	40	.000
VOLN	.322	40	.000	.539	40	.000
CAPB	.376	40	.000	.398	40	.000
SOLV1	.272	40	.000	.757	40	.000
SOLV2	.279	40	.000	.741	40	.000
JSUP	.394	40	.000	.273	40	.000
END1	.230	40	.000	.802	40	.000
END2	.188	40	.001	.873	40	.000
MAOP	.235	40	.000	.752	40	.000
ROE	.264	40	.000	.621	40	.000
ROA	.106	40	.200	.963	40	.214

Referências Bibliográficas

Albrecht, W.D. & Richardson, F.M. (1990). Income smoothing by economy sector. *Journal of Business Finance and Accounting*, 7 (5), Winter, 713-730.

Amihud, Y., Kamin, J.Y. & Ronen, J. (1983). 'Managerialism', 'ownerism' and risk". *Journal of Banking and Finance*, 7 (2), June, 189-196.

Archibald, T.R. (1967). The return to straight-line depreciation: An analysis of a change in accounting method. *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting*, *Selected Studies* 5 (Supplement), 164-180.

Ashari, N., Koh, H.C., Tan, S.L. & Wong, W.H. (1994). Factors affecting income smoothing among listed companies in Singapore. *Accounting and Business Research*, 24 (96), 291-301.

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

Belkaoui, A. & Picur, R.D. (1984). The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences between core and periphery industrial sectors. *Journal of Business Finance and Accounting*, 11 (4), Winter, 527-545.

Bhat, V.N. (1996). Banks and income smoothing: An empirical analysis. *Applied Financial Economics*, 6 (6), December, 505-510.

Booth, G.G., Kallunki, J.P. & Martikainen, T. (1996). Post-announcement drift and income smoothing: Finnish evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 23 (8), October, 1197-1211.

Breton, G. & Chenail, J.P. (1997). Une étude empirique du lissage des bénéfices dans les entreprises canadiennes. *Comptabilité – Contrôle – Audit*, 3 (1), Mars, 53-67.

Carlson, S.J. & Bathala, C.T. (1997). Ownership differences and firms' income smoothing behaviour. *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (2), March, 179-196.

Chalayer, S. (1994). Identification et motivations des pratiques de lissage des résultats comptables des entreprises françaises cotées en Bourse. Tese de Doutoramento em Ciências de Gestão, Universidade de Saint-Etienne.

Chaney, P.K. & Lewis, C.M. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. *Journal of Corporate Finance*, 319-345.

Chaney, P.K. & Lewis, C.M. (1998). Income smoothing and underperformance in initial public offerings. *Journal of Corporate Finance*, 4, 1-29.

Copeland, R.M. (1968). Income smoothing. *Journal of Accounting Research, Empirical Research in Accounting*, *Selected Studies* 6 (Supplement), 101-116.

Craig, R. & Walsh, P. (1989). Adjustments for 'extraordinary items' in smoothing reported profits of listed Australian companies: Some empirical evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, 16 (2), Spring, 229-245.

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

Ferreira, A., Carmo, C., Cravo, D.J. & Alves, S. (2003). A problemática do alisamento dos resultados: Um estudo empírico no sector bancário português. *Revisores & Empresas*, 21, Ano 6, Abril-Junho, 7-14.

Field, A. (2000). *Discovering statistics – Using SPSS for windows*. London: SAGE Publications, Ltd.

Gaver, J.J., Gaver, K.M. & Austin, J.R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19 (1), February, 3-28.

Gibbins, M., Richardson, A. & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies, and process. *Journal of Accounting Research*, 28, Spring, 121-143.

Gill, B.A. & Alcarria, J.J. (2003). Analysis and diagnosis of income smoothing in Spain. *European Accounting Review*, 12 (3), 443-463.

Godfrey, J.M. & Jones, K.L. (1999). Political cost influences on income smoothing via extraordinary item classification. *Accounting and Finance*, 39 (3), November, 229-254.

Gordon, M.J. (1964). Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review*, 39 (2), April, 251-263.

Healy, P.M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.

Iñiguez, R. & Poveda, F. (2004). Long-run abnormal returns and income smoothing in the spanish stock market. *European Accounting Review*, 13 (1), 105-130.

Kamin, J.Y. & Ronen, J. (1978). The smoothing of income numbers: Some empirical evidence on systematic differences among management-controlled and owner-controlled firms. *Accounting, Organizations and Society*, 3 (2), 141-157.

Kinnear, P.R. & Gray, C.D. (2001). *SPSS for windows made simple - Release 10*. U.K.: Psychology Press, Ltd.

Kinnunen, J., Kasanen E. & Niskanen J. (1995). Earnings management and the economy sector hypothesis: Empirical evidence on a converse relationship in the finnish case. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22 (4), 497-520.

Koch, B.S. (1981). Income smoothing: An experiment. *The Accounting Review*, 56 (3), July, 574-586.

Lambert, R.A. (1984). Income smoothing as rational equilibrium behaviour. *The Accounting Review*, 59 (4), October, 604-618.

Lev, B. & Kunitzky, S. (1974). On the association between smoothing measures and the risk of common stocks. *The Accounting Review*, 49 (2), April, 259-270.

Mendes, C. & Rodrigues, L. (2005). Identificación de prácticas de alisamiento de resultados en el mercado de capitales portugués. Comunicação apresentada no "Primer Congreso Catalán de Contabilidad y Dirección", Barcelona, Maio, 1-29.

Michelson, S.E., Jordan-Wagner, J. & Wootton, C.W. (1995). A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22 (8), December, 1179-1193.

Michelson, S.E., Jordan-Wagner, J. & Wootton, C.W. (2000). The relationship between the smoothing of reported income and risk-adjusted returns. *Journal of Economics and Finance*, 24 (2), Summer, 141-159.

Moses, O.D. (1987). Income smoothing and incentives: Empirical tests using accounting changes. *The Accounting Review*, 62 (2), April, 358-377.

Pestana, M.H. & Gageiro, J.N. (2003). *Análise de dados para ciências sociais – A complementaridade do SPSS* (3.ª Edição). Lisboa: Edições Sílabo.

Ronen, J. & Sadan, S. (1981). *Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications*. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, Reading.

Smith, E.D. (1976). The effect of the separation of ownership from control on accounting policy decisions. *The Accounting Review*, 51 (4), October, 707-723.

Tabachnick, B.G. & Fidell, L.S. (2001). *Using multivariate statistics* (4th Edition). Boston: Allyn and Bacon.

Trueman, B. & Titman, S. (1988). An explanation for accounting income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 26 (Supplement), 127-139.

Wang, Z. & Williams, T.H. (1994). Accounting income smoothing and stockholder wealth. *Journal of Applied Business Research*, 10 (3), Summer, 96-110.

Watts, R.L. & Zimmerman, J.L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53 (1), January, 112-134.

White, G.E. (1970). Discretionary accounting decisions and income normalization. *Journal of Accounting Research*, Autumn, 260-273.