

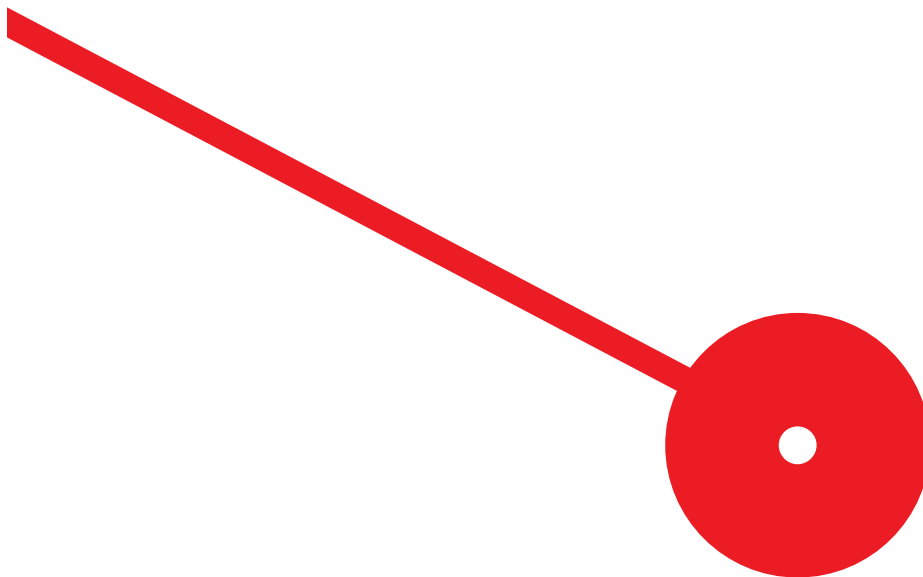


# Impacto do Investimento no Conservadorismo Condicional: Pequenas e Médias Empresas Portuguesas

Sofia Raquel Gouveia Pereira

Versão final (Esta versão contém as críticas e sugestões dos elementos do júri)

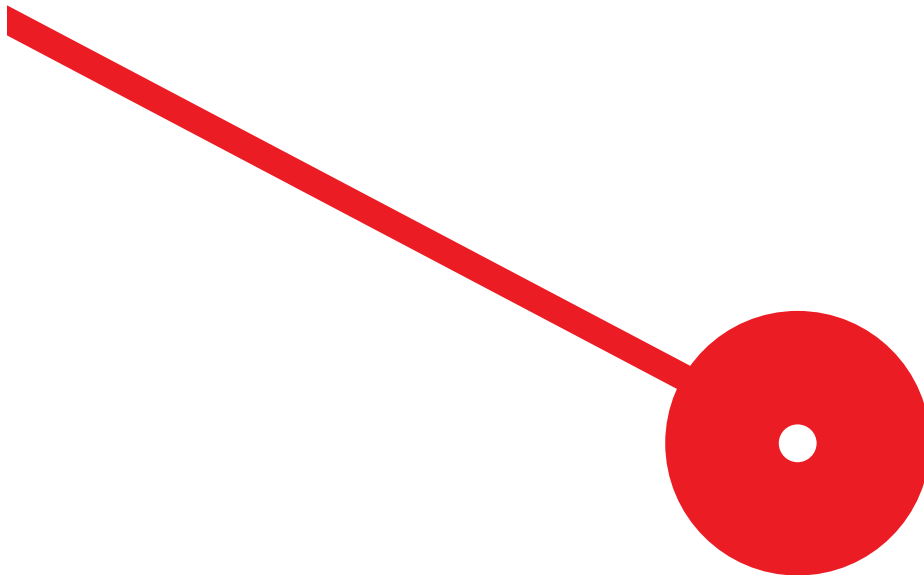
06/2021





Impacto do Investimento no Conservadorismo  
Condicional: Pequenas e Médias Empresas  
Portuguesas  
Sofia Raquel Gouveia Pereira

**Dissertação de Mestrado apresentado ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças, sob orientação de Professora Doutora Cláudia Maria Ferreira Pereira.**



## **Dedicatória**

Dedico este trabalho a todas as pessoas que me são importantes.

“Aprender é a única coisa de que a mente nunca se cansa, nunca tem medo e nunca se  
arrepende.”  
(Leonardo da Vinci)

## **Agradecimentos**

Em primeiro lugar quero deixar o meu profundo agradecimento à minha orientadora Professora Doutora Cláudia Pereira pela ajuda incansável que me concedeu ao longo destes últimos meses, onde a sua partilha de preciosos conhecimentos e o seu apoio foram essenciais para que conseguisse atingir os objetivos desta dissertação. Por isso, apresento a minha mais profunda gratidão.

Deixo, também, um agradecimento muito especial a todos os meus amigos e familiares, destacando obviamente os meus pais e o meu irmão, por todo o apoio, carinho, estímulo e confiança que sempre me concederam ao longo da vida, pois são de facto os pilares que me sustentam.

A todas as pessoas que de alguma forma me ajudaram e contribuíram para o meu sucesso académico, o meu muito obrigada por agora poder finalizar esta etapa, que é o termo do meu mestrado. Certamente, sem este auxílio, este percurso teria sido muito mais difícil.

Obrigada a todos!

## Resumo

Ao longo dos últimos anos, o conservadorismo tem estado presente na prática contabilística. Assim sendo, este trabalho apresenta como objetivo principal analisar se o nível de investimento afeta as práticas contabilísticas conservadoras.

A principal motivação para esta investigação reside no facto de a prática contabilística conservadora ser ainda atualmente um tema que necessita de uma investigação mais aprofundada, dada a dicotomia entre o custo histórico e o justo valor, entre a relevância e a fiabilidade. Tendo isto em consideração, este estudo é pertinente, pois pretende realizar uma análise quantitativa à variação dos investimentos nas empresas portuguesas. Para o efeito foram analisadas 54 empresas no período de 2014 a 2018, especificamente na presença do conservadorismo condicional para, deste modo, estudar a relação existente entre o nível de investimento e o conservadorismo nestas empresas. O estudo apoia-se no modelo econométrico proposto por Basu (1997), modificado por Ball & Shivakumar (2005), tendo sido estimadas três regressões para testar as hipóteses formuladas. A primeira com o objetivo de confrontar a influência que o investimento apresenta no conservadorismo condicional, a segunda com o propósito de analisar se a intensidade do investimento afeta mais o conservadorismo e a terceira se as empresas com subinvestimento apresentam diferenças no nível de conservadorismo.

Efetivamente, e de acordo com a revisão bibliográfica realizada às teorias defendidas acerca do conservadorismo e da sua relação com o nível de investimento, é comprovado que o conservadorismo contabilístico pode influenciar o nível de sensibilidade do investimento das empresas. Os resultados obtidos neste estudo são consistentes com o facto de as empresas que investem tenderem a ser mais conservadoras visando ganhar a confiança dos investidores. Acresce que a evidência empírica não permite concluir que a maior intensidade do investimento afete de forma significativa o conservadorismo. Um resultado semelhante é obtido relativamente às empresas com níveis baixos de investimento, não produzindo efeitos significativos no conservadorismo condicional.

Assim, este estudo contribui para o debate sobre a relevância da prática contabilística conservadora ao nível das decisões de investimento.

**Palavras-Chave:** Conservadorismo Condicional; Eficiência de Investimento; Aquisição; Relatórios Financeiros; Sobreinvestimento; Subinvestimento.

## **Abstract**

Over the past few years, conservatism has been present in accounting practice. Therefore, this work has as main objective to analyze if the level of investment affects conservative accounting practices.

The main motivation for this investigation relies in the fact that conservative accounting practice is still a topic that requires further investigation, given the dichotomy between historical cost and fair value, between relevance and reliability. Therefore, this study intends to carry out a quantitative analysis of the investments' impact on conservative accounting practices for Portuguese firms over the period from 2014 to 2018. For that purpose, the study was based on the econometric model proposed by Basu (1997), modified by Ball & Shivakumar (2005) to test the three formulated hypotheses. The first with the objective of confronting the influence that investment has on conditional conservatism, the second with the purpose of analysing whether the intensity of the investment affects conservatism more and the third if companies with underinvestment present differences in the level of conservatism.

Indeed, and according to the prior literature some argue that accounting conservatism can influence the level of investment sensitivity of companies. The results obtained in this study are consistent with the fact that the firms that invest tend to be more conservative aiming at capture investors' confidence. In addition, the empirical evidence does not allow us to conclude that the greater investment intensity significantly affects conservatism. A similar result is obtained for companies with low levels of investment, with no significant effects on conditional conservatism.

Thus, this study contributes to the debate on the relevance of conservative accounting practice in terms of investment decisions.

**Key words:** Conditional Conservatism; Investment Efficiency; Acquisition; Financial Reports; Overinvestment; Subinvestment.

## Lista de Abreviaturas

<b>Notação</b>	<b>Descrição</b>
AFT	– Ativos Fixos Tangíveis
CMVM	– Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNC	– Comissão de Normalização Contabilística
FASB	– Financial Accounting Standards Board
IASB	– International Accounting Standards Board
IFRS	– International Financial Reporting Standard
NIC	– Normas Internacionais de Contabilidade
OCC	– Ordem dos Contabilistas Certificados
OROC	– Ordem dos Revisores Oficiais de Contas
PME	– Pequenas e Médias Empresas
SABI	– Sistema de Análise de Balanços Ibéricos
SFAC	– Statement of Financial Accounting Concepts
SNC	– Sistema de Normalização Contabilística
VAL	– Valor Atual Líquido

# Índice Geral

Dedicatória.....	III
Agradecimentos.....	V
Resumo.....	VI
Abstract.....	VII
Lista de Abreviaturas.....	VIII
Índice Geral.....	IX
Índice de Tabelas.....	X
Índice de Figuras.....	XI
Capítulo I – Introdução.....	1
1.1. Contextualização e Motivação.....	2
1.2. Objetivos Gerais e Específicos.....	4
1.3. Metodologia de Investigação e Resultados.....	4
1.4. Estrutura da Dissertação.....	5
Capítulo II - Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses.....	6
2.1. Conservadorismo Contabilístico.....	7
2.1.1. Definições do Conservadorismo.....	8
2.1.2. Benefícios e Custos do Conservadorismo.....	10
2.1.3. Determinantes para a Prática do Conservadorismo.....	12
2.1.4. Diferenças entre Conservadorismo Condicional e Incondicional.....	18
2.2. Eficiência de Investimento.....	22
2.3. O Conservadorismo e a Eficiência de Investimento.....	24
Capítulo III - Estudo Empírico.....	28
3.1. Seleção de Dados e Amostra.....	30
3.2. Modelo Empírico.....	34
Capítulo IV - Apresentação e Discussão dos Resultados Empíricos.....	37
4.1. Estatística Descritiva.....	38
4.2. Resultados das Regressões.....	42
Capítulo V – Conclusões.....	48
5.1. Principais Conclusões.....	49
5.2. Limitações do Estudo.....	51
5.3. Perspetivas para Trabalhos Futuros.....	51
Referências Bibliográficas.....	52
Apêndice.....	60
Apêndice A – Descrição das empresas que compõem a amostra utilizada no estudo.....	61

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Classificação das Empresas por Área de Atuação. ....	31
Tabela 2 - Variação dos Investimentos por Setor de Atividade. ....	32
Tabela 3 - Variação dos Resultados Líquidos por Setor de Atividade. ....	33
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas da Variação Percentual do Resultado Líquido. ....	38
Tabela 5 - Estatísticas Descritivas da Variação Percentual do Investimento. ....	38
Tabela 6 - Indicadores de Posição e Dispersão da Variação do Resultado Líquido por Ano. ....	40
Tabela 7 - Indicadores de Posição e Dispersão da Variação do Investimento por Ano. ....	41
Tabela 8 - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005). ....	42
Tabela 9 - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Investimento. ....	44
Tabela 10 - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Sobreinvestimento. ....	45
Tabela 11 - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Subinvestimento. ....	46
Tabela A1 - Empresas da Amostra.....	61

## Índice de Figuras

Figura 1 - Fatores Relacionados com o Conservadorismo Contabilístico. ....	14
Figura 2 - Interação do Conservadorismo Incondicional e Condicional. ....	21
Figura 3 - Boxplot da Variação do Resultado Líquido no Período Considerado. ....	38
Figura 4 - Boxplot da Variação do Investimento no Período Considerado. ....	39
Figura 5 - Variação do Resultado Líquido por Ano. ....	39
Figura 6 - Variação do Investimento por Ano. ....	40
Figura 7 - Variação Percentual do Resultado Líquido e do Investimento ao Longo dos Anos...	41
Figura 8 - Variação Percentual do Sobreinvestimento e Subinvestimento ao Longo dos Anos.	42

# Capítulo I – Introdução

---

## **1.1. Contextualização e Motivação**

Os gestores utilizam as políticas contabilísticas para a obtenção de diversas informações, constituindo uma ferramenta essencial na comunicação sobre a situação económica/financeira atual da empresa e a esperada no futuro. Os investidores dependem dessas mesmas informações reportadas, utilizando-as para a tomada de decisões de investimento. Assim, as demonstrações financeiras devem-se pautar na fiabilidade e na credibilidade para, deste modo, reduzir a incerteza com a finalidade de diminuir também o custo de capital, e, por conseguinte, evitar como resultado o decréscimo do valor da empresa. O conservadorismo contabilístico pode também ter impacto no processo de tomada de decisões, na medida em que impossibilita que haja um comportamento oportunista por parte dos gestores e na gestão de ganhos que resultam no incremento do valor da empresa (Khalifa & Othman, 2015; Khalifa et al., 2016).

O conservadorismo tem vindo a ser amplamente utilizado nas práticas contabilísticas nas últimas três décadas, sendo considerado para o relatório financeiro um atributo deveras importante. No entanto, apesar da sua aceitabilidade geral, os seus benefícios económicos são continuamente questionáveis entre aqueles que são formuladores de políticas e académicos (Basu, 1997; Francis, 2004; Watts, 2003).

Os investigadores sobre esta matéria propõem quatro explicações para o conservadorismo, ou seja, a contratação, o litígio, a regulamentação e a tributação (Basu, 1997; Watts, 2003; Watts & Zimmerman, 1986).

Lafond & Watts (2008) confirmam ainda que a assimetria de informação pode ser considerada também determinante do conservadorismo. Os resultados após o controlo dos efeitos do litígio e da contratação evidenciam que o conservadorismo é afetado pela assimetria de informação. O estudo argumenta ainda que, os relatórios financeiros baseados no princípio do conservadorismo originam um mercado de capitais mais bem informado, ao passo que os relatórios financeiros que consistem em informações financeiras não verificáveis provocam assimetrias de informação.

As decisões de investimento de uma empresa são melhoradas pelo relatório oportuno, isto é, pela comunicação atempada das informações financeiras. À vista disso, essa melhoria nas informações financeiras permite solucionar os problemas de sobreinvestimento e subinvestimento em projetos das empresas (Biddle & Hilary, 2006; Hope & Thomas, 2008).

De acordo com Stein (2003) a eficiência de investimento das empresas é afetada sobretudo por dois tipos de problemas, como o risco de investimento excessivo e inadequado. No entanto, existem dois outros fatores que são vitais, nomeadamente, os problemas de agência e assimetria de informação, que afetam naturalmente a eficiência de investimento. As informações contabilísticas detêm um papel fundamental no controlo de mercado, contribuindo para a redução do problema de agência, uma vez que facilitam a supervisão dos acionistas e, portanto, constituem também uma parte essencial na seleção de projetos cujos resultados se apresentam favoráveis e, por isso, resultam na eficiência de investimento.

Este trabalho tem o intuito de permitir identificar a relação existente entre a eficiência de investimento das empresas e o conservadorismo contabilístico. É de conhecimento geral que as empresas enfrentam vários desafios como, por exemplo, o subinvestimento em projetos com um Valor Atual Líquido (VAL) positivo ou o sobreinvestimento em projetos com um VAL negativo que conduzem, assim, à ineficiência por parte da empresa. Além disso, os gestores podem contribuir para que haja o risco moral, bem como a seleção adversa às custas do financiador de fundos, devido à assimetria de informação entre gestores e acionistas. Perante estas situações, os formuladores de políticas necessitam de criar medidas regulamentares e princípios que impeçam que as mesmas ocorram. O conservadorismo é considerado, portanto, um desses princípios contabilísticos que exige a verificabilidade para o reconhecimento do ganho antecipado para, desta forma, evitar possíveis ocultações ou distorções das informações financeiras.

A principal motivação desta investigação reside no facto de pretender analisar os efeitos que a variação no nível de investimento de uma empresa apresenta no conservadorismo condicional, e dado que a prática contabilística conservadora necessita ainda atualmente de um estudo mais aprofundado, advém assim o interesse para a realização deste trabalho. Este estudo é pertinente, devido ao facto de permitir esclarecer sobre a importância do conservadorismo nas demonstrações financeiras para clarificar de forma eficiente o justo valor da empresa, ao invés de demonstrar a distorção de resultados ou até mesmo a ocultação de informações. Assim, tanto os que detêm dívidas como ações na empresa poderão obter benefícios na aplicação do princípio do conservadorismo, já que poderão controlar os seus investimentos para a melhor opção disponível sem que com isso acarrete qualquer tipo de custo para os mesmos. Do mesmo modo, pode auxiliar os gestores a identificarem questões de subinvestimento e sobreinvestimento para investir com prudência e maximizar a riqueza dos acionistas.

## **1.2. Objetivos Gerais e Específicos**

No geral, o principal objetivo deste estudo consiste em analisar se o nível de investimento afeta as práticas contabilísticas conservadoras. O estudo incidirá particularmente sobre o conservadorismo condicional, visto que este condiciona a utilidade da informação contabilística através do reconhecimento diferenciado em termos de tempestividade das “boas” e “más” notícias.

Como objetivos específicos salienta-se o facto de se pretender verificar se as empresas que investem apresentam um nível de conservadorismo contabilístico maior, e de que modo estas investem, isto é, se investem mais ou menos em empresas propensas ao subinvestimento ou sobreinvestimento. Por outro lado, e perante os resultados que poderão ser obtidos, também se pretende averiguar quais são as razões que de algum modo possam levar a ter impacto nos mesmos.

## **1.3. Metodologia de Investigação e Resultados**

A amostra utilizada neste estudo compreende a análise de 54 empresas portuguesas, pequenas e médias entidades, ao longo do período de 2014 a 2018. Para tal, utiliza-se o modelo econométrico proposto por Basu (1997) modificado por Ball & Shivakumar (2005) comparando os níveis de conservadorismo neste intervalo de tempo. Para além disso, investiga-se se as empresas que investem apresentam um nível de conservadorismo contabilístico maior e se as empresas que são mais propensas ao sobreinvestimento/subinvestimento são mais/menos conservadoras, respetivamente.

Os principais resultados do estudo evidenciaram que as empresas que investem tendem a apresentar um nível de conservadorismo contabilístico maior.

Por outro lado, não é estatisticamente significativo que as empresas com sobreinvestimento são mais conservadoras. Resultado idêntico é obtido também para as empresas que estão propensas ao subinvestimento, já que os resultados alcançados relativamente às mesmas são consistentes com o facto de não produzirem efeitos significativos no conservadorismo condicional.

## **1.4. Estrutura da Dissertação**

Este trabalho divide-se em cinco capítulos, incluindo o presente, no qual o seu propósito é apresentar uma introdução do tema em estudo e a sua motivação, os objetivos da pesquisa, a metodologia de investigação e os principais resultados e, por fim, a organização do trabalho realizado.

No segundo capítulo é discutido o conservadorismo contabilístico, onde se aprofunda algumas das suas principais definições, quais os benefícios e os custos que acarreta a prática do conservadorismo para as partes envolvidas com a empresa, quais as determinantes para a sua prática e ainda são apresentadas as diferenças entre o conservadorismo condicional e incondicional. Em seguida e, ainda dentro deste capítulo, é apresentada a ideia geral sobre no que consiste a eficiência de investimento, como é que as empresas a conseguem atingir, evidenciando para isso algumas das suas teorias. Por último, é ainda exposto a relação existente entre o conservadorismo e a eficiência de investimento, sendo este último o enfoque principal do estudo aqui realizado e pretendido. Neste último subcapítulo são também desenvolvidas as hipóteses de investigação.

No terceiro capítulo descreve-se o projeto de pesquisa empírica, onde se identifica a amostra selecionada, demonstrando-se como a mesma foi definida para o desenvolvimento do trabalho empírico e o método de pesquisa que se adotou.

No quarto capítulo expõem-se as estatísticas descritivas, bem como os resultados dos testes empíricos e a análise destes mesmos resultados.

No quinto e último capítulo evidencia-se as conclusões do trabalho, as suas limitações e as perspetivas para os trabalhos futuros.

# Capítulo II - Revisão de Literatura e Desenvolvimento de Hipóteses

---

## 2.1. Conservadorismo Contabilístico

A filosofia do conservadorismo é comumente resumida na literatura pelo pensamento de que o conservadorismo não pretende antecipar lucros, mas prever todas as perdas que sejam prováveis de ocorrer (Bliss, 1924; Watts & Zimmerman, 1986).

Contudo, tanto o *International Accounting Standard Boards* (IASB) como o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) nos Estados Unidos, encontravam-se reticentes em abarcar o conservadorismo contabilístico nas suas estruturas conceituais. A ideia surgiu mais precisamente no *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) nº2 do FASB, como uma característica qualitativa, mas não como aparece atualmente na Estrutura Conceitual do IASB ou no SFAC mais recente do FASB (Penman, 2016).

No entanto, o facto de o conservadorismo não ser uma propriedade que seja conceitualmente desejável das demonstrações financeiras de objetivo geral por parte daqueles que são os definidores de normas internacionais, a sua implementação nas normas contabilísticas gerou alguma controvérsia.

Efetivamente, este trabalho pretende demonstrar através de estudos realizados sobre esta temática que o conservadorismo contabilístico existe, está a ser aplicado por parte das empresas e tem vindo a crescer ao longo dos últimos anos. O conservadorismo é cada vez mais visto como um princípio definidor de como a contabilidade deve ser realmente executada para transmitir informações credíveis aos investidores.

No presente capítulo pretende-se desenvolver uma revisão de literatura sobre a problemática geral do conservadorismo. Especificamente, será abordado com detalhe a temática do conservadorismo, designadamente algumas das suas definições que mais objetivamente o definem, tendo como suporte as opiniões de autores considerados base para o estudo do mesmo. Neste trabalho em concreto, o grande impulsionador e cuja contribuição foi bastante relevante para a compreensão do conservadorismo, bem como os seus efeitos nas demonstrações financeiras, foi o estudo realizado por Basu (1997).

Ainda relacionado com o conservadorismo, irá ser referido o contraponto entre benefícios e custos da utilização de tal prática contabilística, apresentar alguns estudos que têm sido desenvolvidos nos diversos contextos, económicos e legais, que de alguma forma contribuem para a identificação das determinantes para a prática do conservadorismo, assim como também irão ser apontadas as principais diferenças entre os dois tipos de conservadorismo que geram a subavaliação do valor contabilístico, nomeadamente o conservadorismo condicional e o incondicional.

### **2.1.1. Definições do Conservadorismo**

Ao longo dos últimos anos tem-se verificado que a influência do conservadorismo na prática contabilística tem sido longa e significativa (Basu, 1997; Watts, 2003) referenciado por Cerqueira & Pereira (2020).

O conservadorismo surge na necessidade de a contabilidade exigir um maior grau de verificação das “boas” e “más” notícias para reconhecê-las como lucro. A oportunidade, que é uma das características qualitativas da informação contabilística, pode interferir no resultado económico por estar relacionado com o conservadorismo (Maia et al., 2018).

A definição tradicional de conservadorismo é dada por Basu (1997), onde este estabelece que o conservadorismo é a tendência de os contabilistas exigirem um maior grau de verificação para o reconhecimento de “boas” notícias (lucros) do que para o reconhecimento de “más” notícias (perdas) nas demonstrações financeiras. Segundo o princípio da prudência, um sistema de contabilidade conservador reconhece não só potenciais reduções na receita ou até mesmo nos ativos antes de estes serem realizados, como também adia o reconhecimento do aumento da receita até que seja realizado ou seja suficientemente certo. Assim, Basu espera que os ganhos reconhecidos atuem de forma mais célere e eficaz aos choques negativos do que aos positivos no valor da empresa.

Também Guay & Verrecchia (2006), definem conservadorismo de forma similar a Basu. Os mesmos consideram que o conservadorismo é o reconhecimento mais oportuno de perdas do que de ganhos, como resultado de custos e benefícios na divulgação de informação assimétrica que seja verificável pelos gestores e/ou empresas.

No entanto, há duas questões que aqui se levantam. A primeira diz respeito à medição, especificamente no que se refere ao problema de que nem todos os ganhos e perdas são verificáveis em determinado momento. Para os valores do balanço que são incertos, a confiança na medição de um resultado está positivamente relacionada com a passagem do tempo. Portanto, existe uma compensação entre as propriedades informacionais de verificabilidade e de oportunidade. A segunda questão que se coloca é que este problema na medição de ganhos e perdas é resolvido de forma distinta dentro de um sistema contabilístico conservador, dependendo se é aplicado a perdas ou a ganhos (Barker & McGeachun, 2015).

Em relação a um sistema de contabilidade que visa captar informações atempadamente, Guay & Verrecchia (2006) esclarecem ainda que, a característica definidora do conservadorismo não é o reconhecimento da perda, mas sim o atraso do

reconhecimento dos ganhos. Assim, o problema que aqui surge relativamente a esta medição de ganhos e perdas entre a informação que é oportuna e a que é verificável é resolvida a favor deste último, isto é, através do adiamento do reconhecimento dos ganhos até que um limite superior de verificabilidade seja alcançado.

Do mesmo modo, o SFAC N° 2, evidencia uma noção clara de que o conservadorismo assenta num método prudente no que toca à incerteza, para assim tentar assegurar que as incertezas e os riscos intrínsecos às situações de negócio são corretamente considerados. Desta forma, o conservadorismo refere o uso da estimativa menos otimista, se duas estimativas de valores a serem recebidos ou pagos no futuro tiverem a mesma probabilidade de ocorrência (FASB, 1980).

O conservadorismo contabilístico é também tradicionalmente definido como um método em que o seu principal intuito não é o de antecipar nenhum lucro, mas sim efetivamente antecipar todas as perdas. Sendo que este antecipar de lucros se traduz em reconhecer os lucros antes que haja um reclamar das receitas que as geram e que de facto estas mesmas receitas são verificáveis (Watts, 2003). Segundo o mesmo, quanto maior a diferença entre o nível de verificação de ganhos em relação às perdas, maior é o nível de conservadorismo contabilístico utilizado.

Por seu turno, Beaver & Ryan (2005) estabelecem que o conservadorismo consiste na subavaliação do valor contabilístico nos ativos líquidos em relação ao seu valor de mercado. Ideia semelhante apresenta Penman (2007) onde afirma que o conservadorismo compreende práticas contabilísticas em que subvalorizam o valor dos ativos e sobrevalorizam o passivo no Balanço. Nomeadamente, o autor refere como exemplos algumas práticas conservadoras, tais como, considerar como custo de exercício as despesas de investigação e desenvolvimento, e publicidade quando incorridas, independentemente de estas virem a gerar *cash flows* futuros e também o acelerar das depreciações de ativos.

Em suma, as definições citadas anteriormente, sugerem visões distintas e complementares onde permite que o conservadorismo seja visto em duas perspetivas. Primeiramente pelo reconhecimento assimétrico das “boas” e “más” notícias nos resultados contabilísticos, ou seja, os contabilistas refletem as perdas económicas de forma mais célere que os ganhos económicos, e a segunda perspetiva reside na flexibilidade e discricionariedade existente nas normas contabilísticas, no qual possibilita um certo grau de interpretação no método contabilístico a adotar aquando do reconhecimento de determinada operação (Santos, 2009).

### 2.1.2. Benefícios e Custos do Conservadorismo

A utilização de tal prática contabilística acarreta benefícios e custos. Como tal, segundo LaFond & Roychowdhury (2008), sob ponto de vista positivo o conservadorismo é benéfico na medida em que minimiza a transferência de riqueza para os gestores dada a redução de pagamentos oportunistas em forma de compensação ou de dividendos.

Também LaFond & Watts (2008) descobriram que existe um crescimento do conservadorismo em resposta a aumentos nas assimetrias de informação nos mercados de ações. Confirma-se, assim, que o conservadorismo pode ser visto como um mecanismo que permite a redução da capacidade de os gestores manipularem e acentuarem o seu desempenho financeiro, aumentar os fluxos de caixa e o valor da empresa.

O estudo realizado por Lara et al., (2014) veio também reforçar que o conservadorismo reduz as assimetrias de informação entre os *insiders* e *outsiders* da empresa, evidenciando que o mesmo fornece resultados económicos positivos tanto para os detentores da dívida como também para os atuais e potenciais acionistas da empresa.

Ruch & Taylor (2015) confirmam, igualmente, que os benefícios do conservadorismo sob ponto de vista de contratação assentam na redução da assimetria de informação e na diminuição do custo de capital da dívida, proporcionando, desta forma, uma remuneração dos gestores mais sensível aos ganhos contabilísticos, conduzindo, assim, a tomadas de decisões de investimento mais eficientes.

Em suma, Watts (2003) referenciado por Andre et al., (2015) evidencia, de forma geral e resumidamente, quatro explicações que elucidam sobre os benefícios do conservadorismo. Primeiramente afirma que o conservadorismo é um mecanismo de contratação eficiente, em virtude de maximizar o valor da empresa. Complementarmente a este benefício, indica também que o conservadorismo restringe os custos de litígio resultantes de processos judiciais em curso. Estes custos têm maior probabilidade de serem gerados quando a empresa sobrestima os seus ganhos e ativos líquidos. Como terceira vantagem Watts (2003) aponta que o conservadorismo diminui a carga de impostos a serem desembolsados pelas empresas, aumentando, deste modo, o seu valor, dado que existe um adiamento no reconhecimento de ganhos e um acelerar do reconhecimento de gastos. Como último ponto, expõe que o conservadorismo pode auxiliar na medida em que impõe críticas caso os reguladores e normalizadores sobreavaliem o valor dos seus ativos líquidos e, assim sendo, os mesmos são incentivados

a integrarem normas mais conservadoras nos seus relatórios financeiros. É de salientar que, o que foi referido anteriormente por Watts (2003) poderá ser consultado com mais detalhe no tópico que se segue, onde se aborda os determinantes para a prática do conservadorismo.

Contrariamente ao que foi acima relatado, segundo os que são os definidores de normas internacionais, particularmente o IASB, chegaram a uma conclusão contrária.

Nos últimos anos tanto o FASB como o IASB consideravam que a neutralidade se deveria sobrepor à prudência, opondo-se assim à noção de conservadorismo (Barker & McGeachun, 2015).

Estes pesquisadores e definidores de padrões argumentam que o conservadorismo não é uma propriedade que seja conceitualmente desejável nas demonstrações financeiras de objetivo geral, devido ao facto de comprometer o princípio da neutralidade e, por conseguinte, contribui para uma tomada de decisão ineficiente (Barker & McGeachun, 2015 e Ruch & Taylor, 2015).

Se por um lado o conservadorismo requer neutralidade em relação a perdas, já que são reconhecidas atempadamente, quanto aos ganhos já requer mais cautela, tendo em conta que só são reconhecidos quando se tornam verificáveis (Barker & McGeachin, 2015). Ora tendo isto em conta, denota-se, de acordo com a posição tomada pelo IASB que o conservadorismo se debruça mais vincadamente sobre o princípio da fiabilidade do que propriamente sobre o princípio da neutralidade, onde este último se pauta por uma representação fiel da informação contabilística (Barker & McGeachin, 2015).

Considera-se que o papel das demonstrações financeiras é o de fornecer informações úteis para a tomada de decisão em tempo oportuno e neutro, independentemente se tais informações são verificadas ou não (Cascino et al., 2014).

No que toca às normas internacionais, as *International Financial Reporting Standard* (IFRS) constituem um modelo de mensuração misto, com alguns ativos e passivos a serem mensurados pelo modelo de custo e outros ativos e passivos a serem mensurados pelo justo valor. Em geral, a mensuração sob o modelo de custo está intrinsecamente aliada a uma prática contabilística mais conservadora em comparação com o modelo de justo valor, sob o qual o efeito de todas as mudanças em condições económicas é reconhecida imediatamente. O modelo de custo não permite o reconhecimento de ganhos não realizados, mas sim a inclusão de um teste de redução ao valor recuperável para ativos e um teste de adequação de passivos para passivos, ou seja, permite que as perdas sejam reconhecidas atempadamente (Barker & McGeachin, 2015).

Em termos gerais, nas IFRS a mensuração inicial é ao custo histórico e, na mensuração subsequente, o modelo de justo valor é opcional, ou seja, enquanto as IFRS dependem da contabilização do justo valor, que tende a sobreavaliar o valor contabilístico dos seus ativos, a flexibilidade subjacente a essas normas pode facultar a possibilidade de ajustar o nível de conservadorismo ao ambiente económico (Barker & McGeachin, 2015; Whalen, 2008).

Também Ruch & Taylor (2015) no seu estudo evidenciam que da perspetiva da avaliação o conservadorismo pode ser prejudicial, visto que reduz a permanência e a previsibilidade dos ganhos, favorece a gestão dos mesmos, e pode diminuir a importância do valor dos lucros.

Todavia, e contrariamente às opiniões referidas, Andre et al., (2015) referenciado por Cerqueira & Pereira (2020), vieram demonstrar com a sua pesquisa que os padrões contabilísticos são predominantemente conservadores condicionais e que, segundo Barker & McGeachin (2015), vários são os exemplos de requisitos de reconhecimento que levam ao conservadorismo condicional e incondicional, assim como requisitos de apresentação/divulgação que sustentam uma vez mais os padrões contabilísticos conservadores.

Francis (2013), refere também que o conservadorismo tem sido uma convenção importante nos relatórios financeiros, e estudos empíricos recentes sugerem que o conservadorismo contabilístico existe e está em ascensão nos últimos anos, o que indica que esta prática acarreta benefícios para as empresas.

### **2.1.3. Determinantes para a Prática do Conservadorismo**

Uma questão que tem suscitado diversos estudos, é o facto de tentar encontrar uma resposta que elucide sobre o que determina e motiva a adoção das práticas e procedimentos conservadores nos resultados contabilísticos, na vertente condicional e incondicional (Santos, 2009).

É geralmente aceite que as funções das demonstrações financeiras são distintas para os diversos utilizadores, dependendo principalmente se existe separação entre a propriedade e o controle da empresa, isto é, entre acionistas e gestores, sendo esta uma característica dos países cujas economias empresariais são desenvolvidas (Moreira, 2006).

Nestes casos, em que o mercado de capitais é o principal financiador das empresas, é de notar que os principais utilizadores da informação contabilística são principalmente

os acionistas, analistas e a imprensa financeira. Já no que concerne, aos contextos de economias empresariais menos desenvolvidas, que é o caso português, sendo este alvo de estudo neste trabalho em específico, o mercado de capitais não assume um papel relevante no financiamento das empresas, mas sim o sistema bancário é que assume um papel preponderante no financiamento das mesmas. A principal função da informação contabilística direciona-se, sobretudo, para efeito de acesso a financiamento nas instituições bancárias (Banca) e para efeitos de tributação de rendimentos (Estado) (Moreira, 2006).

A maioria dos estudos realizados a nível internacional que investigam os determinantes do conservadorismo contabilístico, centram-se nos motivos identificados por Watts (2003), que foram referidos anteriormente de forma abrangente.

Watts (2003) identifica no seu estudo quatro fatores que geram o conservadorismo contabilístico, sendo alguns destes fatores característicos de países cujas economias empresariais se destacam por serem mais desenvolvidas. As quatro principais explicações para a existência de práticas contabilísticas conservadoras segundo Watts (2003), são as seguintes:

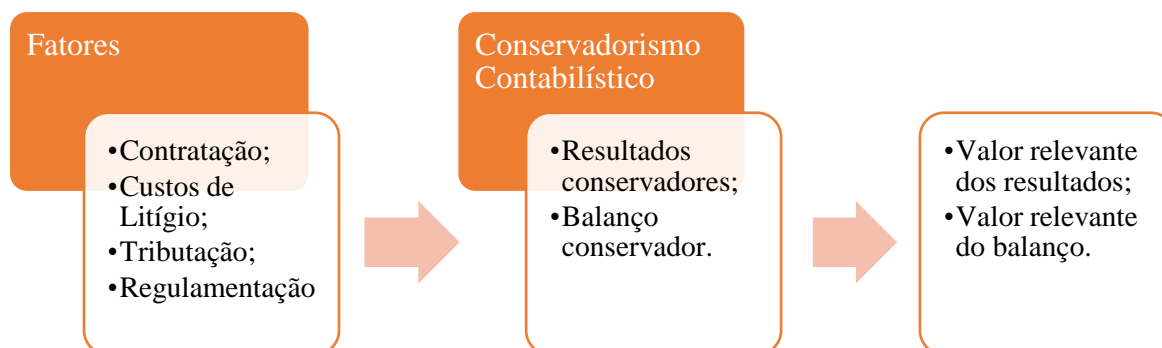
- (i) Contratação;
- (ii) Custos de Litígio;
- (iii) Tributação;
- (iv) Regulamentação.

Lara et al., 2009, estudam como os custos de contratação, litígio, tributação e regulamentação contribuem para a existência de conservadorismo condicional. Os mesmos argumentam que a contratação induz apenas conservadorismo condicional, enquanto litígio, tributação e regulamentação induz tanto conservadorismo condicional como incondicional.

Contudo, pesquisas anteriores de Ball (2001), Ball & Shivakumar (2005), Basu (2005) e Qiang (2007) demonstram que a tributação e a regulamentação induzem conservadorismo apenas na sua forma incondicional, o que implica que aspetos do processo contabilístico determinados no início dos ativos ou passivos gerem um *goodwill* esperado não registado (Beaver & Ryan, 2005).

De seguida, na Figura 1, apresenta-se de forma sintética os quatro fatores que geram conservadorismo contabilístico identificados por Watts (2003):

**Figura 1** - Fatores Relacionados com o Conservadorismo Contabilístico.



**Fonte:** Adaptado de Santos (2009).

Considera-se que, alguns dos fatores a seguir apresentados, são característicos de países cujas economias empresariais são mais desenvolvidas.

#### Contratação:

Segundo Watts (2003), a maioria dos contratos existentes numa empresa têm subjacente na sua realização os números contabilísticos, designadamente no que se refere aos contratos estabelecidos entre a empresa, credores e gestores. Existe, desta forma, um maior incentivo por parte dos gestores para desenvolverem práticas contabilísticas conservadoras, nomeadamente através da flexibilidade existente dentro dos princípios contabilísticos geralmente aceites para divulgar resultados que vão de encontro aos seus objetivos. Uma forma de salvaguardar-se do risco de investimento é, por exemplo, a celebração de contratos de endividamento, quer através do mercado de capitais como também através do sistema bancário, dado que geralmente estes incluem cláusulas de restrição à gestão da empresa para assim, existir uma proteção contra o risco de investimento (Santos, 2009).

De acordo com este mesmo autor, os contratos de compensações que se definem como sendo contratos em que se recebe um determinado bónus mediante certos resultados atingidos, e que são estabelecidos entre os gestores e os detentores de capital, sempre que exista separação entre a propriedade e a gestão, constituem um forte incentivo para a

prática de conservadorismo originando um *trade off* entre gestores e acionistas. Este *trade off* dá-se devido ao facto de que, enquanto os credores requerem resultados conservadores para limitar as compensações, os gestores procuram incrementar os ganhos correntes e maximizar o valor da empresa devido às compensações que vigoram nesse contrato.

Mendes & Rodrigues (2007) defendem ainda mais vantagens para que os credores da empresa prefiram resultados mais conservadores. Assim, conseguem evitar a distribuição de dividendos aos acionistas e assegurar um montante mínimo de ativos líquidos na empresa, isto é, um fundo de maneio mínimo para fazer face às responsabilidades da mesma.

Evidências nos estudos de Ahmed & Duellman (2007), Beekes et al., (2004) e Lara et al., (2009) confirmam que, o facto de as empresas se tornarem mais fortes e robustas financeiramente, está associado ao aumento da aplicação do conservadorismo condicional na prática contabilística das empresas.

#### Custos de Litígio:

Particularmente, nos últimos anos, o litígio (conflito de interesses judiciais) dos acionistas tem constituído uma fonte significativa de conservadorismo. O risco de litígio surge numa empresa quando as diferentes partes que a constituem podem processar (ou pode ameaçar processar) gerentes, diretores ou auditores na tentativa de recuperar as perdas incorridas que se devem ao facto de as demonstrações financeiras não espelharem o verdadeiro fundamento económico do desempenho da empresa. Para reverter esta situação, o conservadorismo condicional desempenha um papel fundamental para mitigar os efeitos negativos na assimetria de informação, reduzindo o risco moral, a seleção adversa e outros problemas de agência e, portanto, contribui para reduzir o risco de litígio (Lara et al., 2009).

Os custos com litígio resultam, então, quando existem processos judiciais em curso, no entanto, é de todo pertinente salientar que, estes custos têm maior probabilidade de serem gerados quando os resultados e os ativos líquidos da empresa estão sobrestimados e não quando efetivamente estão subestimados. Em consequência disto, existem incentivos para os gestores divulgarem resultados e ativos líquidos mais conservadores, visto que quando os mesmos estão sobrestimados os custos judiciais esperados serão superiores (Watts, 2003).

Espera-se, portanto, que quanto maior for o risco de litígio, maior será o nível de conservadorismo condicional esperado aplicado (Lara et al., 2009).

### Tributação:

As considerações fiscais afetam as escolhas da contabilidade financeira (Shackelford & Shevlin, 2001), isto porque a taxa de tributação dos rendimentos e o método de cálculo dos impostos, apresentam uma grande influência sobre o cálculo dos resultados correntes. As empresas diferem os resultados, como forma de reduzir o valor presente do imposto a pagar, constituindo, assim, um incentivo para apresentarem resultados e ativos líquidos subestimados (Watts, 2003).

Tanto o conservadorismo condicional como o incondicional são usados pelos gestores como meio para reduzir o valor presente do imposto a pagar e, portanto, constitui uma forma de aumentar o valor da empresa (Lara et al., 2009).

Moreira (2006) demonstra empiricamente a realidade portuguesa em que o incentivo de ordem fiscal motiva as empresas a adotarem ações de redução dos resultados para reduzir o valor dos impostos a pagar. O mesmo autor refere ainda que, este incentivo não implica necessariamente que as empresas tenham de evidenciar resultados negativos, referindo-se aos pagamentos especiais por conta, uma vez que estes continuam a ser obrigatórios de se efetuar o pagamento, independentemente das empresas apresentarem resultados positivos ou negativos, no entanto, só é reembolsável caso a empresa evidencie resultados positivos. Tradicionalmente em Portugal, as taxas de tributação são elevadas, o que influencia de certo modo as práticas contabilísticas utilizadas.

Marques (2008) salienta ainda através dos seus resultados empíricos que, no contexto português, sobre o impacto do pagamento especial por conta numa perspetiva de manipulação de resultados, as empresas em que a estimativa do imposto especial estava compreendida entre os limites, máximo e mínimo, evidenciavam sinais de manipulação no sentido descendente, induzida pela minimização da despesa com o pagamento especial por conta.

As pressões fiscais permitem reduzir os incentivos para a manipulação dos resultados. Os gestores podem reduzir os ganhos em conformidade com o imposto contabilístico, não antecipando o reconhecimento da receita e não retardando o reconhecimento das despesas operacionais reais, reduzindo, deste modo, o valor presente do pagamento de impostos. Espera-se, portanto, que os incentivos para minimizar o pagamento de impostos por meio do conservadorismo condicional será maior à medida que aumenta a pressão tributária sobre as empresas (Lara et al., 2009).

## Regulamentação:

Watts (2003) afirma que a regulamentação pode induzir a práticas contabilísticas conservadoras.

A informação contabilística é influenciada pela origem jurídica do país *civil law* ou *common law* (Ball et al., 2000).

No contexto português, Guimarães (2000) referenciado por Santos (2009), considera como fatores que influenciam o processo de elaboração e apresentação da informação contabilística os seguintes: o sistema legal, os vínculos políticos e económicos, o sistema de financiamento da empresa e as relações entre a contabilidade e a fiscalidade. O mesmo apresenta ainda as duas áreas de atuação de influência jurídica, a saber: países de influência Anglo-Saxónica e países de influência Europa-Continental.

Países de influência Anglo-Saxónica ou *common law*, inserindo-se, neste caso, países como o Reino Unido, Dinamarca, Holanda e Irlanda, onde os mesmos apresentam uma relação fraca entre a contabilidade e a fiscalidade, ou seja, nestes países, a contabilidade está fora da esfera da influência do governo. Os investidores são as principais fontes de financiamento e apresentam como principal objetivo que a informação contabilística seja a prossecução da imagem verdadeira e apropriada da situação financeira da empresa.

Países de influência Europa-Continental ou *civil law*, como são os casos da Alemanha, Itália, França, Espanha e Portugal, onde existe uma relação estreita entre a vertente contabilística e fiscal, predomina como fontes de financiamento empresarial os bancos e a regulamentação contabilística é dirigida principalmente à proteção dos credores.

Portugal, caracteriza-se por apresentar uma estrutura bastante regulamentada em que o mercado de capitais é constituído por algumas dezenas de empresas classificadas como de média dimensão, quando comparado com os padrões internacionais. O sistema bancário assume um papel importante no financiamento e a estrutura de acionista das empresas é pouco dispersa (Moreira, 2006).

O sistema contabilístico é juridicamente e altamente regulado pelo governo e Banco de Portugal e alinhado com o sistema fiscal. As empresas estão obrigadas por lei a elaborarem os relatórios financeiros anuais, visando atender principalmente e prioritariamente a administração fiscal, no que respeita às suas necessidades na estimativa dos impostos sobre o rendimento (Moreira, 2006).

A regulamentação contabilística em Portugal está hierarquizada da seguinte forma: Comissão de Normalização Contabilística (CNC), Sistema de Normalização

Contabilística (SNC); Diretrizes Contabilísticas; Normas Internacionais de Contabilidade (NIC'S).

As regulamentações efetuadas pelos órgãos privados incluem a Ordem dos Contabilistas Certificados (OCC) e a Ordem dos Revisores Oficiais de Contas (OROC).

O mercado de capitais é supervisionado e regulamentado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Em suma, as normas contabilísticas em Portugal visam, sobretudo, proteger os credores e investidores. As principais fontes de financiamento são as instituições financeiras (Banca) e as práticas contabilísticas estão fortemente ligadas aos efeitos fiscais (Estado), influenciando na grande maioria das vezes as escolhas dentro dos princípios contabilísticos geralmente aceites no registo de determinadas operações. Desta forma, evidencia-se que em Portugal as práticas contabilísticas são mais conservadoras do que quando comparadas com países de *common law*, isto porque possui um sistema de financiamento de crédito forte e também porque priva pela proteção dos credores levando, assim, a que se tomem medidas mais conservadoras no que diz respeito ao reconhecimento de lucros e ativos (Fearnley & Gray, 2015).

#### **2.1.4. Diferenças entre Conservadorismo Condicional e Incondicional**

Estudos anteriores identificam dois tipos de conservadorismo contabilístico que geram, como mencionado acima, a subavaliação do valor contabilístico, designadamente o conservadorismo condicional e o conservadorismo incondicional.

A principal diferença entre estas duas formas de conservadorismo assenta no facto de que a aplicação do conservadorismo condicional depende da ocorrência de notícias económicas, enquanto a aplicação do conservadorismo incondicional já não tem isto em consideração, isto é, não depende da ocorrência de notícias económicas Ruch & Taylor (2015). Exemplos de conservadorismo condicional incluem o valor de mercado para o apuramento das imparidades para ativos tangíveis e intangíveis de longa duração e o reconhecimento sistemático das despesas de investigação como gastos e não como ativos no caso de exemplos de conservadorismo incondicional (Beaver & Ryan, 2005).

De acordo com o Ruch & Taylor (2015), o conservadorismo condicional ocorre quando as notícias económicas negativas são reconhecidas nos ganhos contabilísticos de forma mais oportuna do que as notícias económicas positivas. De outro modo, o conservadorismo condicional é caracterizado pelo reconhecimento assimétrico de notícias

económicas positivas e negativas, já que as “más” notícias são reconhecidas antecipadamente enquanto que as “boas” notícias não são antecipadas. Por outro lado, o conservadorismo incondicional verifica-se através do sub-reconhecimento consistente dos ativos líquidos contabilísticos. Ao invés do conservadorismo condicional, o conservadorismo incondicional não depende da ocorrência de notícias.

É de todo pertinente diferenciar o conservadorismo condicional do incondicional especificamente por três razões segundo este último autor. A primeira razão baseia-se no facto de estas duas formas de conservadorismo terem impactos distintos nas demonstrações financeiras, isto é, têm efeitos diferentes no momento do reconhecimento na demonstração de resultados e, portanto, aquando do reconhecimento no balanço patrimonial, essas diferenças são também notórias, visto que há redução no valor do ativo líquido.

Em segundo lugar, apontam os autores, Ruch & Taylor (2015), que ao se aplicar um tipo de conservadorismo, pode de certa forma influenciar a aplicação do outro tipo. Beaver & Ryan (2005) descobriram que o conservadorismo incondicional pode favorecer uma “folga contabilística” onde pode dificultar a aplicação do conservadorismo condicional. Os mesmos acrescentam ainda que, a subavaliação incondicional de ativos limita a importância das depreciações/amortizações reconhecidas na presença de eventos de “más” notícias e, portanto, reduz a exatidão/precisão assimétrica observada nos lucros. Por conseguinte, as conclusões retiradas acerca da presença do conservadorismo condicional podem ser confundidas pela presença do conservadorismo incondicional.

Como terceira e última razão indicam que as condições que dão origem ao conservadorismo condicional podem divergir das condições que dão origem ao conservadorismo incondicional.

Qiang (2007) aprofunda a presença do conservadorismo incondicional e condicional em cada uma das quatro explicações proferidas por Watts (2003), nomeadamente no que se refere à contratação, litígio, tributação e regulamentação, e chega à conclusão de que o conservadorismo condicional surge em ambientes onde os custos de litígio e contratação são elevados, enquanto o conservadorismo incondicional surge em ambientes onde os custos de litígio, fiscais e regulamentares são elevados.

De salientar que, de entre estas duas formas de conservadorismo, o condicional prevalece sobre o incondicional tendo por base pesquisas realizadas sobre o conservadorismo contabilístico (Ruch & Taylor, 2015).

Tendo em conta o que foi anteriormente mencionado, importa, então, referir que a sua principal distinção assenta no facto de o conservadorismo incondicional subestimar sistematicamente o valor contabilístico de ativos devido às práticas contabilísticas predeterminadas e independentes de circunstâncias futuras (Sodan et al., 2013).

Jackson (2008) referenciado por Gutiérrez e Rodriguez (2017), acrescenta no seu estudo que o conservadorismo incondicional está associado ao baixo nível de qualidade dos ganhos.

As medidas empíricas mais comuns para o conservadorismo incondicional são o *Price to Book Value* (Beaver & Ryan, 2000), a acumulação de acréscimos negativos (Givoly & Hayn, 2000) e a existência de reservas ocultas (Penman & Zhang, 2002).

Como exemplos deste tipo de conservadorismo apontam-se a amortização de ativos de longo prazo a uma taxa de depreciação económica esperada, o reconhecimento imediato de despesas de custo no desenvolvimento de intangíveis, etc. (Beaver & Ryan, 2005).

Em oposição ao conservadorismo condicional, Ball & Shivakumar (2005) referem que o conservadorismo incondicional é ineficiente ou, na melhor das circunstâncias, neutro na contratação. Já que o conservadorismo condicional envolve o reconhecimento da perda atempadamente, isto é, reconhece mais facilmente perdas do que reconhece ganhos, aumenta, desta forma, a eficiência da contratação da dívida e da sua compensação.

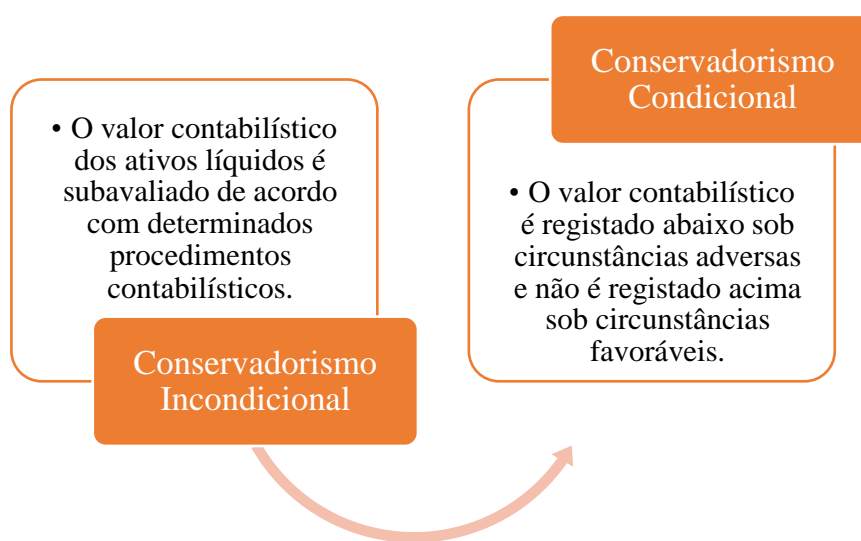
Segundo a interpretação de Basu (1997) acerca do conservadorismo condicional, as demonstrações financeiras refletem as “más” notícias mais rapidamente do que as “boas” notícias, ou seja, as perdas não realizadas são geralmente reconhecidas primeiramente do que os ganhos não realizados. Desta forma, perspetiva-se que os resultados publicados reflitam as perdas económicas de forma mais tempestiva do que os ganhos económicos, devido ao facto de existir assimetria no tratamento dado à verificabilidade requerida para o registo antecipado dos dois tipos de fenómeno (Coelho & Lima, 2007).

As medidas empíricas mais comuns do conservadorismo condicional apoiam-se no conceito de perda de oportunidade diferencial desenvolvido por Basu (1997). Perante o conservadorismo condicional, os requisitos para o reconhecimento de “boas” notícias (ganhos) são mais rigorosos do que os requisitos para reconhecer “más” notícias (perdas), pelo que se verifica que as perdas serão registadas no momento mais oportuno em relação aos ganhos (Rodrigues, 2019).

Como exemplos de conservadorismo condicional incluem-se o registo do menor custo, entre o valor de mercado ou o valor histórico na contabilização dos inventários e na contabilização de imparidade para ativos tangíveis e intangíveis de longa duração (Beaver & Ryan, 2005).

Segundo este último autor, o conservadorismo surge primeiramente na vertente incondicional e posteriormente na vertente condicional conforme demonstra a Figura 2:

**Figura 2** - Interação do Conservadorismo Incondicional e Condicional.



**Fonte:** Adaptado de Beaver & Ryan (2005).

Dadas as razões apresentadas anteriormente este trabalho incide sobre o conservadorismo condicional, visto que este condiciona a utilidade da informação contabilística através do reconhecimento diferenciado em termos de tempestividade das “boas” e “más” notícias.

Outra razão para o foco no conservadorismo condicional prende-se no facto de este transmitir informações sobre eventos incertos e, por conseguinte, considerado de maior relevância para o estudo de questões que dizem respeito à perspetiva da contratação e da avaliação (Ball & Shivakumar, 2005; Ryan, 2006).

## 2.2. Eficiência de Investimento

Segundo a teoria neoclássica, as empresas investem até que o benefício marginal seja igualado ao custo marginal, com o objetivo de maximizar o lucro (Yoshikawa, 1980).

Tendo em conta a estrutura Keynesiana o investimento esperado será estabelecido de acordo com a preferência da administração, isto é, ou pelo crescimento da empresa ou pela segurança financeira da mesma (Crotty 1992). Na estrutura de agência, Myers (1977), referenciado por Gomariz e Ballesta (2014), considera que os entraves da assimetria de informação podem levar a que as empresas se afastem do considerado nível ideal de investimento, provocando, assim, um subinvestimento (menor investimento que o esperado) ou um sobreinvestimento (superior ao investimento esperado).

Em mercados financeiros perfeitos, considera-se que todos os projetos cujo VAL é positivo devem ser financiados e realizados (Gomariz & Ballesta, 2014). Todavia, obtém-se um conjunto significativo de estudos que contrariam essa mesma suposição, como por exemplo o de Hubbard (1998), nomeadamente, no que concerne a imperfeições de mercado, bem como assimetrias de informação e custos de agência podem induzir as empresas a atingirem projetos de VAL negativos (sobreinvestimento) e à rejeição de projetos de VAL positivos (subinvestimento) (Gomariz & Ballesta, 2014).

Assim sendo, pode-se denotar que a eficiência de investimento diz respeito a empresas onde todos os projetos com VAL positivo são executados (Wang et al., 2015). É de todo pertinente referir que, define-se o VAL como sendo a diferença entre o valor presente dos *cashes flows* futuros e o investimento inicial. Posto isto, considera-se que os projetos que apresentam o VAL maior que zero (positivo) são economicamente viáveis, sendo considerado o melhor aquele que evidenciar maior VAL (Rodrigues, 2019). Deste modo, o subinvestimento é associado a investimentos que teriam um VAL positivo na ausência de seleção adversa, enquanto o sobreinvestimento, estaria associado a um VAL negativo (Bliddle et al., 2009) referenciado por Rodrigues (2019).

De acordo com Hodgson et al., (2000), a eficiência de investimento trata-se de uma função do risco, retorno e custo total da gestão de investimento, onde está sujeito a restrições, pelas quais os investidores se devem reger e operar. No entanto, é de salientar tal como já foi abordado anteriormente, que as decisões tomadas nem sempre estão assentes no nível ótimo de investimento e, por isso, resulta num subinvestimento ou até mesmo num sobreinvestimento.

Há duas imperfeições consideradas por Biddle, et al., (2009) que apoiam o afastamento do nível ótimo de investimento, designadamente o risco moral e a seleção adversa, estando ambas as imperfeições relacionadas com a assimetria de informação entre gestores e credores/investidores e, por conseguinte, tal circunstância poderá desencadear influências na eficiência do capital.

Tanto o sobreinvestimento como o subinvestimento, segundo a Teoria da Agência, podem ser explicados pela existência de informações assimétricas entre as partes interessadas (Gomariz & Ballesta, 2014), tendo por base o estudo realizado por Jensen & Meckling (1976) em que desenvolvem uma estrutura para o papel da assimetria de informação na eficiência de investimento, através de problemas de informação, como por exemplo o risco moral e a seleção adversa.

No que concerne ao risco moral, de acordo com o estudo efetuado por estes últimos autores, a divergência de interesses entre acionistas e a falta de controle dos gerentes pode influenciar a administração a procurar incrementar os seus interesses pessoais, podendo resultar, desta forma, em investimentos que podem não ser os mais apropriados e adequados aos acionistas.

Já no que diz respeito aos modelos de seleção adversa, estes sugerem que, caso os gestores estejam mais bem informados do que os investidores relativamente às perspetivas de uma determinada empresa, estes tentarão agilizar as emissões de capital para conseguir vender títulos sobrevalorizados. Se eventualmente tiverem sucesso, poderão investir demasiado esses recursos e, desta forma, levar a que haja um subinvestimento (Biddle et al., 2009).

Biddle & Hilary (2006) indicam que os relatórios financeiros que são considerados de melhor qualidade, aumentam a eficiência dos investimentos ao reduzir a assimetria de informação entre gestores e fornecedores de capital (acionistas).

Também Balakrishnan et al., (2016) apontam que o efeito dos relatórios financeiros conservadores sobre o investimento é mais acentuado quando se verifica maior assimetria de informação, sendo esta relação entre o conservadorismo e a eficiência de investimento abordado no ponto seguinte com mais pormenor e cuidado.

### **2.3. O Conservadorismo e a Eficiência de Investimento**

Neste capítulo pretende-se apresentar a associação da prática contabilística com o nível de investimento, pois tal como destacam no seu artigo Francis & Martin (2010), um benefício potencialmente importante do conservadorismo é o facto de permitir tomar melhores decisões de investimento. Portanto, procura-se analisar se o nível de investimento afeta efetivamente as práticas contabilísticas conservadoras.

Assim sendo, é de destacar que vários estudos nesta área referem que os relatórios financeiros conservadores podem de algum modo influenciar a eficiência do investimento ao limitar as atitudes oportunistas que advêm dos gestores na existência de atritos de informação (LaFond & Roychowdhury, 2008; LaFond & Watts, 2008; Watts, 2003).

Estes atritos de informação encaminha-nos para aquela que é a definição da Teoria da Agência. Esta teoria resulta essencialmente na divergência entre os incentivos do agente (gestor) face aos do principal (acionista) (Contreira, 2016). Estas discrepâncias de interesses surgem principalmente quando existe uma separação entre aqueles que detêm a propriedade da empresa e aqueles que efetivamente a controlam, isto é, quando a identidade dos gestores é distinta da dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

O relatório financeiro conservador vem, de certo modo, restringir os gestores a aumentarem o valor dos ativos, bem como os ganhos líquidos atuais e diminuir a sua possível expropriação (Balakrishnan et al., 2016). Além disso, os relatórios financeiros conservadores tornam os gestores menos suscetíveis a fazerem investimentos em projetos que reconhecem à partida que acarretam perdas para a empresa, assim como ficam menos predispostos a continuar a operar investimentos cujos fluxos de caixa são negativos, pois a aplicação do reconhecimento oportuno das perdas diminuirá a sua remuneração baseada em ganhos (Ball & Shivakumar, 2005).

Segundo Ahmed & Duellman (2011), para retirar as devidas conclusões acerca dos benefícios potenciais do conservadorismo na administração das empresas é necessário que sejam observáveis nas decisões de investimento a lucratividade futura. Se o conservadorismo resultar na restrição de investimentos em projetos cujo VAL é negativo e/ou na identificação oportuna de projetos com desempenho insatisfatório, irá fazer com que se consiga obter maior lucro no futuro. Além disso, acrescenta ainda o referido autor que, na presença do conservadorismo contabilístico, os gestores são incentivados a agir de forma célere para limitar as perdas económicas em projetos considerados deficitários, que acarretam baixo desempenho para a empresa. As empresas que não agem segundo

estas práticas contabilísticas, continuarão a operar em projetos com VAL negativo e, por conseguinte, não atingem o desempenho económico e financeiro que seria desejado.

Bushman et al., (2011), num estudo internacional, depararam-se com bases que sustentam a ideia de que com o reconhecimento atempado das perdas, as respostas de investimento para as oportunidades de aplicação de capitais em declínio aumentam. No entanto, estes não encontraram indícios de que o reconhecimento das perdas atempadamente exerça influência sobre a sensibilidade do investimento para expandir as oportunidades de aplicação de capitais.

Francis & Martin (2010), descobriram também que as empresas que reconhecem mais oportunamente as perdas económicas conseguem realizar investimentos mais lucrativos e, que são menos propícias a fazerem desinvestimentos pós-aquisição, porém quando o fazem atuam mais rapidamente para desinvestir. Pode-se afirmar, deste modo, que o conservadorismo proporciona uma melhoria na eficiência de investimento das empresas, diminuindo a capacidade de sobreinvestimento. Todavia, aponta Balakrishnan et al., (2016) referenciando os trabalhos realizados por Bushman et al., (2011); Francis & Martin (2010); Guay & Verrecchia (2006) e Lambert (2010), que existem diversos estudos que indicam os prováveis efeitos disfuncionais do conservadorismo contabilístico em provocar o subinvestimento, uma vez que impulsiona um comportamento de investimento demasiado cauteloso.

Louis et al., (2012), dado acreditar-se que a característica de reconhecimento de perda oportuna do conservadorismo restringe o investimento em projetos cujo VAL é negativo, descobrem que o valor de mercado dos saldos de caixa é superior na presença de conservadorismo, o que indica que o mesmo está associado a um investimento mais eficiente de ativos.

Enquanto Francis & Martin (2010) e Louis et al., (2012), demonstram evidências de que o conservadorismo limita o investimento em projetos cujo VAL é negativo, Kravet (2014) no seu estudo indica que isso poderia acarretar um custo para a empresa, por não apoiar o investimento em projetos que são considerados de risco, mas que poderão ser lucrativos.

Ahmed & Duellman (2011) alertam também para o facto de que com o uso de uma contabilidade conservadora, pode levar a que os gestores renunciem a pequenos projetos com VAL positivo ou encerrem prematuramente projetos com fluxos de caixa negativos em períodos iniciais. Porém, realça o facto de que apesar do que foi mencionado

anteriormente poder acontecer, esse efeito contrabalança os benefícios da contabilidade conservadora no controlo da política de investimentos.

A pesquisa efetuada por Ruch & Taylor (2015) sobre os efeitos do conservadorismo sobre os usuários da gestão de empresas, nomeadamente acionistas, gestores, conselho de administração, etc., evidencia que o conservadorismo condicional favorece a gestão das empresas ao proporcionar ganhos que são considerados mais relevantes para as opções de remuneração e elucida a administração a realizar decisões de investimento mais adequadas.

Entre as várias medidas das qualidades dos relatórios financeiros, considera-se que o conservadorismo contabilístico pode apreender um efeito de primeira ordem da qualidade dos relatórios financeiros sobre a eficiência de investimento. Assim, acredita-se que o conservadorismo melhore a eficiência de investimento por meio de quatro vias: (1) reduzindo a assimetria de informação entre gestores e acionistas; (2) fornecer um desincentivo para realizar investimentos ineficientes por meio de sinais de alerta antecipado sobre a lucratividade dos projetos realizados; (3) reduzir o excesso de confiança dos gestores; e (4) promover uma orientação de longo prazo nas decisões de investimento de gestão (Ha & Feng, 2018).

Tendo em conta o que foi argumentado anteriormente, leva a que se formule a seguinte primeira hipótese:

H1: As empresas que investem apresentam um nível mais elevado de conservadorismo contabilístico.

Efetivamente, de acordo com as teorias defendidas acima, o conservadorismo contabilístico pode influenciar o nível de sensibilidade do investimento das empresas.

De facto, entre as empresas que necessitam de elevado financiamento ou cujos entraves lhe são colocados aquando do pedido deste, as empresas que apresentam um menor grau de conservadorismo terão um maior obstáculo em que lhe seja facultado este mesmo financiamento em comparação com aquelas empresas em que apresentam relatórios financeiros conservadores. Por conseguinte, denota-se nestas últimas um maior nível de investimento do que quando comparado com empresas menos conservadoras (Balakrishnan et al., 2016).

O conservadorismo facilita o acesso a recursos externos, diminui a possibilidade de subinvestimento e minimiza os custos de financiamento, limitando o papel dos acionistas,

bem como reduz os problemas de agência, segundo os resultados do estudo realizado por Razzaq et al., (2016). Este trabalho evidencia que, o conservadorismo desempenha um papel fundamental na gestão para identificar perdas com antecedência e retardar a sobreavaliação dos ativos da empresa em resposta ao rápido reconhecimento das receitas ou valorização de ativos, desencorajando o investimento em projetos com VAL negativos e considerados de maior risco. O estudo dos mesmos conclui argumentando que o conservadorismo condicional aumenta a eficiência de investimento, apresentando um relacionamento positivo e significativo, visto que o problema de subinvestimento e sobreinvestimento das empresas é mitigado através do conservadorismo contabilístico.

O estudo realizado por Lara et al., (2016) veio, também, demonstrar que o conservadorismo melhora a eficiência do investimento. Em particular descobriram que as empresas mais conservadoras apresentam um nível de investimento mais acentuado em projetos considerados prudentes, mas menos lucrativos, emitindo mais dívida em ambientes propensos a subinvestimento. Evidencia, igualmente, que o conservadorismo está associado à redução do sobreinvestimento. Nestes ambientes de sobreinvestimento (empresas de elevada capacidade de investimento), o conservadorismo auxilia na medida em que conduz os gestores a escolherem projetos que são rentáveis e, deste modo, promove o abandono precoce dos projetos considerados deficitários. Todavia, quando se tratam de empresas propensas ao subinvestimento (empresas com reduzida capacidade de investimento), o conservadorismo favorece o acesso ao financiamento adicional, particularmente para projetos considerados de baixo risco e menos voláteis e que não provocam uma taxa de retorno superior àqueles projetos já existentes. Isto sugere, então, que o conservadorismo apoia investimentos de baixo risco e com VAL positivo e promove que os novos investimentos sejam financiados com nova dívida.

Pode-se afirmar, portanto, que o conservadorismo melhora a eficiência do investimento, mitigando tanto o sobreinvestimento como o subinvestimento.

Dada a importância do que foi acima referido, leva a que se postulem as seguintes hipóteses:

H2: As empresas com sobreinvestimento são mais conservadoras.

H3: As empresas com subinvestimento são menos conservadoras.

## Capítulo III - Estudo Empírico

---

Neste capítulo desenvolve-se a metodologia utilizada no presente estudo para investigar o desempenho das empresas portuguesas cotadas e não cotadas em bolsa na presença do conservadorismo condicional. O principal objetivo deste estudo empírico consiste em analisar quantitativamente o impacto que o investimento empresarial apresenta no conservadorismo condicional. Esta análise terá como suporte a recolha de dados das Demonstrações Financeiras das empresas portuguesas disponíveis no Sistema de Análise de Balanços Ibéricos (SABI).

O método de investigação deste trabalho caracteriza-se por uma pesquisa quantitativa com recurso a uma análise de dados em painel, visto considerar os efeitos das empresas da amostra e o efeito do tempo (5 anos). Através desta análise quantitativa pretende-se averiguar a veracidade das várias teorias que foram citadas ao longo da revisão de literatura e com a recolha de dados procura-se confirmar as hipóteses levantadas.

Para isso, descreve-se de seguida a amostra, definem-se as medidas de conservadorismo utilizadas neste estudo, bem como o modelo empírico para testar as hipóteses da pesquisa.

### 3.1. Seleção de Dados e Amostra

A amostra agrega as empresas portuguesas mais representativas do tecido empresarial português, isto é, pequenas e médias entidades (PME's). As empresas consideradas na amostra foram obtidas apenas de acordo com o critério do total de Balanço e apenas com parte das pequenas entidades, dado que foram selecionadas as empresas cujos valores estavam compreendidos entre 350 000 e 1 000 000 de euros, sendo os dados retirados da base de dados SABI para o período de 2014 a 2018. Com a amostra definida procura-se atingir como objetivo o reconhecimento do comportamento conservador condicional, tendo por base a realização de uma análise de estatística descritiva (média, mediana, desvio padrão, máximo e mínimo), como também a realização de uma estimativa de correlação entre as variáveis e a relação entre a variável dependente, sendo neste trabalho o conservadorismo e a variável independente ou explicativa, o nível de investimento. Para isso, este estudo recai, então, numa análise quantitativa através da utilização de um modelo de regressão linear múltipla.

A amostra inicial é composta por 79 empresas portuguesas, tendo sido posteriormente excluídas empresas enquadradas como pertencentes aos setores financeiro e de seguros, visto seguirem normas bastante específicas, assim como também foram excluídas as empresas cujos dados apresentados não detinham a informação necessária para a sua posterior análise. Por último, foram também retiradas as empresas que detinham um comportamento bastante atípico, designando-se de *outliers*. Assim, a amostra fez o total de 54 empresas analisadas, num total de 270 observações. Adicionalmente, foi também necessário recolher os dados relativos aos resultados líquidos e aos ativos fixos tangíveis no ano de 2013 para assim, deste modo, calcular a variação dos resultados líquidos e a variação dos investimentos no ano de 2014.

Esta amostra serviu de apoio às três regressões econométricas efetuadas, não tendo a mesma sofrido qualquer alteração, considerando-se, portanto, que esta constitui um grupo representativo das empresas portuguesas existentes e estáveis devido ao facto de serem empresas que ainda continuam no ativo. A amostra em causa integra, assim, uma panóplia de dados, no qual as empresas incluídas dispõem de toda a informação necessária aos anos investigados. É de salientar também que, todas as regressões são realizadas tendo por base o programa *R. Studio*.

Desta forma, para se obter uma melhor perceção acerca das áreas de atuação das empresas, procedeu-se a uma análise individualizada por setor, para identificar as

atividades das mesmas. De seguida apresenta-se a Tabela 1 com a distribuição da amostra por setor de atividade, realizada por intermédio dos dados fornecidos da base de dados SABI.

**Tabela 1** - Classificação das Empresas por Área de Atuação.

<b>Setor de Atividade</b>	<b>Observações</b>	<b>Porcentagem</b>
Aluguer de máquinas e equipamentos	1	1.85%
Associações Culturais e Recreativas	1	1.85%
Ativ. das Socied. Gest. de Particip. Soc. Não Financ.	1	1.85%
Atividades de Consultoria	4	7.41%
Atividades de Saúde	1	1.85%
Bens Imobiliários	1	1.85%
Captação e Tratamento de Água	2	3.70%
Comércio Não Especializado	2	3.70%
Construção	8	14.81%
Distribuição e Transporte de Serviços	6	11.11%
Fabricação de Cimento e Betão	2	3.70%
Fabricação de Medicamentos	1	1.85%
Fabricação de Vidro	1	1.85%
Fabricação e Comércio de Alimentos e Bebidas	4	7.41%
Fabricação e Comércio de Veículos Automóveis	3	5.56%
Indústria	1	1.85%
Mineração	1	1.85%
Produção e Comércio de Eletricidade	9	16.67%
Produtos Petrolíferos e Seus Derivados	3	5.56%
Telecomunicações	2	3.70%
<b>TOTAL</b>	<b>54</b>	<b>100%</b>

**Fonte:** Elaboração Própria.

Observa-se, portanto, na Tabela 1 que os setores de maior destaque são “Produção e Comércio de Eletricidade”, seguido de “Construção” e “Distribuição e Transporte de Serviços”. Para se obter um melhor entendimento acerca da evolução dos investimentos e dos resultados líquidos das empresas por setor de atividade relativamente ao período considerado, 2014 a 2018, considere-se as Tabela 2 e Tabela 3 que apresentam a variação dos investimentos e dos resultados líquidos, respetivamente.

**Tabela 2 - Variação dos Investimentos por Setor de Atividade.**

<b>Setor de Atividade</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Aluguer de máquinas e equipamentos	1.35%	-1.95%	-27.72%	-11.46%	-7.54%
Associações Culturais e Recreativas	10.38%	-2.34%	9.17%	16.25%	2.64%
Ativ. das Soc. Gest. de Particip. Sociais Não Financ.	-3.03%	-3.12%	-3.23%	-3.33%	-3.45%
Atividades de Consultoria	10.90%	-11.25%	-5.61%	-4.84%	301.99%
Atividades de Saúde	-70.58%	371.41%	114.50%	-34.34%	62.41%
Bens Imobiliários	-0.96%	9.07%	0.02%	-1.82%	-1.08%
Captação e Tratamento de Água	-1.13%	-2.03%	-1.79%	-1.47%	-1.85%
Comércio Não Especializado	-3.03%	-1.58%	-1.87%	1.38%	-0.23%
Construção	11.20%	-11.74%	-12.21%	-20.23%	-22.83%
Distribuição e Transporte de Serviços	-0.84%	1.97%	-2.67%	-1.05%	-2.42%
Fabricação de Cimento e Betão	14.20%	-9.30%	-10.14%	-2.15%	0.99%
Fabricação de Medicamentos	-2.04%	0.05%	23.61%	22.15%	21.20%
Fabricação de Vidro	-14.23%	-12.32%	-12.04%	10.26%	-9.75%
Fabricação e Comércio de Alimentos e Bebidas	-3.86%	-0.10%	3.11%	-0.26%	1.28%
Fabricação e Comércio de Veículos Automóveis	-4.59%	11.02%	30.70%	40.70%	2.44%
Indústria	-4.29%	-7.62%	-6.21%	-9.94%	-2.83%
Mineração	1.97%	-3.69%	-3.37%	5.21%	31.92%
Produção e Comércio de Eletricidade	-2.35%	-4.44%	-0.80%	6.33%	6.75%
Produtos Petrolíferos e Seus Derivados	-12.89%	8.10%	6.50%	1.98%	2.16%
Telecomunicações	-8.03%	75.92%	-1.84%	-4.22%	2.06%

**Fonte:** Elaboração Própria.

**Tabela 3 - Variação dos Resultados Líquidos por Setor de Atividade.**

<b>Setor de Atividade</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Aluguer de máquinas e equipamentos	49.80%	-47.63%	-1224.70%	-152.87%	-67.89%
Associações Culturais e Recreativas	349.22%	17.60%	265.40%	100.80%	-21.62%
Ativ. das Soc. Gest. de Particip. Sociais Não Financ.	32.14%	-56.65%	-401.14%	-120.96%	179.65%
Atividades de Consultoria	19.87%	65.14%	-30.83%	58.27%	29.09%
Atividades de Saúde	62.77%	-11.75%	56.09%	-92.01%	234.67%
Bens Imobiliários	15.71%	24.76%	-40.30%	79.85%	43.20%
Captação e Tratamento de Água	37.43%	-8.61%	4.54%	1.49%	-1.88%
Comércio Não Especializado	120.58%	-6.70%	2.76%	14.04%	69.09%
Construção	8.35%	-110.21%	-409.96%	-516.43%	-115.03%
Distribuição e Transporte de Serviços	-3.52%	1.98%	-1.28%	-4.33%	18.19%
Fabricação de Cimento e Betão	-133.68%	-340.53%	-130.24%	-182.92%	-82.63%
Fabricação de Medicamentos	-75.27%	-89.95%	-2512.65%	-299.07%	-92.25%
Fabricação de Vidro	13.91%	1.16%	4.68%	7.29%	-6.00%
Fabricação e Comércio de Alimentos e Bebidas	-533.32%	-10.10%	-39.04%	90.53%	-26.96%
Fabricação e Comércio de Veículos Automóveis	-6.31%	11.17%	5.03%	1.53%	2.93%
Indústria	-6.52%	-16.08%	-29.42%	67.84%	-50.88%
Mineração	-19.44%	-66.57%	119.15%	22.78%	16.84%
Produção e Comércio de Eletricidade	3.01%	-10.71%	8.78%	15.95%	-35.53%
Produtos Petrolíferos e Seus Derivados	15.50%	11.45%	-2.45%	-36.78%	-8.90%
Telecomunicações	-302.49%	-35.09%	259.55%	80.94%	-14.63%

**Fonte:** Elaboração Própria.

### 3.2. Modelo Empírico

Com base na informação apresentada pretende-se perceber se o nível de investimento e o conservadorismo condicional estão positivamente relacionados.

Para isso, e perante as informações constatadas em estudos anteriores, este trabalho apoia-se no modelo econométrico proposto por Basu (1997), modificado por Ball & Shivakumar (2005) que permitirá estimar o conservadorismo contabilístico. Neste caso, opta-se por utilizar o modelo modificado por Ball & Shivakumar (2005), dado se considerar o modelo mais adequado para a investigação pretendida neste trabalho. A regressão desenvolvida por este último é uma adaptação do modelo de Basu (1997), já que o modelo de Basu (1997) apenas faz menção ao uso de variáveis económicas e somente é aplicado às empresas com valores cotados em bolsa, e o modelo de Ball & Shivakumar (2005) tem em consideração o uso de variáveis contabilísticas, e também pode ser aplicado às empresas com valores não cotados em bolsa. Tendo em conta que se pretende analisar as Demonstrações Financeiras das empresas portuguesas cotadas e não cotadas em bolsa, o modelo de Ball & Shivakumar (2005) demonstra-se o mais apropriado para o estudo considerado.

Este modelo analisa a variação do resultado líquido do período atual sobre a variação do resultado líquido do período anterior, utilizando uma *dummy* que regista a variação negativa do resultado líquido no período anterior e um termo de interação dado pela *dummy* na mudança do resultado líquido no período anterior.

O modelo de Ball & Shivakumar (2005) é descrito pela seguinte fórmula:

$$\Delta RL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

As variáveis consideradas no modelo são:

- $\Delta RL_{i,t}$  : Variação do resultado líquido da empresa  $i$ , do ano  $t - 1$  para o ano  $t$  ajustada pelo valor do ativo total do início do ano  $t$ ;
- $\Delta RL_{i,t-1}$  : Variação do resultado líquido da empresa  $i$ , do ano  $t - 2$  para o ano  $t - 1$  ajustada pelo valor do ativo total do início do ano  $t - 1$ ;
- $D\Delta RL_{i,t}$  : Variável *dummy*, indica se existe variação negativa no resultado líquido contabilístico da empresa  $i$  do ano  $t - 1$  para o ano  $t$ , assumindo valor 1 se  $\Delta RL_{i,t} < 0$  e 0 nos restantes casos;
- $\varepsilon_{i,t}$  : Componente de erro ou resíduos.

A especificação da variável *dummy*  $D\Delta RL_{i,t}$ , assume que o reconhecimento atempado de ganhos refletidos num aumento temporário na receita tende a reverter-se no período seguinte, que é consistente com um coeficiente negativo, isto é,  $\beta_2 < 0$ . No caso de resultarem perdas, a variável *dummy*  $D\Delta RL_{i,t}$  é igual a um e, por isso, o coeficiente que explica a reversão é a soma de  $\beta_2 + \beta_3$ . Assim sendo, um reconhecimento de perda atempada implica que esta soma seja negativa  $\beta_2 + \beta_3 < 0$ . Por último, se as perdas são reconhecidas de forma atempada, então os ganhos  $\beta_3 < 0$ , e esta última condição é o que reflete uma prática contabilística conservadora.

Tendo em conta o modelo original de Ball & Shivakumar (2005), acrescenta-se a variável INV aos termos para compreender os efeitos do investimento no conservadorismo condicional nas empresas que foram apresentadas anteriormente. Elabora-se esta regressão com o objetivo de verificar a primeira hipótese formulada, isto é, se as empresas que investem apresentam um nível de conservadorismo maior.

A fórmula original com o novo termo resulta na seguinte forma:

$$\Delta RL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 INV + \beta_5 INV * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 INV * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 INV * D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que as variáveis anteriormente já apresentadas permanecem na fórmula, acrescentando apenas a variável:

- INV: Variável *dummy* que indica se a observação é de um ano em que se registou um aumento do investimento, onde assumirá o valor 1 se a variação do investimento for positiva e 0 nos restantes casos.

O coeficiente de interesse nesta nova regressão é  $\beta_7$  onde se espera que evidencie um sinal negativo, tendo em conta que se existe mais investimento perspectiva-se que haja mais conservadorismo. Os pressupostos assumidos na regressão original de Ball & Shivakumar (2005) permanecem igualmente nesta regressão, o que implica que  $\beta_3 < 0$  e  $\beta_2 + \beta_3 < 0$ . Considerando que, com o aumento do investimento é expectável que exista um incremento no nível de conservadorismo condicional aplicado, pressupõem-se que o coeficiente  $\beta_7$  seja menor que a soma de  $\beta_2 + \beta_3$ .

Na segunda parte da investigação pretende-se desenvolver duas novas regressões com o objetivo de testar a segunda e terceira hipóteses, ou seja, verificar se as empresas

mais propensas ao sobreinvestimento/subinvestimento são mais/menos conservadoras, respetivamente.

Desta forma, o modelo original de Ball & Shivakumar (2005) foi uma vez mais modificado para incluir as variáveis SOBRE e SUB para analisar a sensibilidade no que diz respeito às variações do nível de investimento no conservadorismo condicional nas empresas já apresentadas.

Assim sendo, as fórmulas das regressões utilizadas consistem no seguinte:

$$\begin{aligned} \Delta RL_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 SOBRE \\ & + \beta_5 SOBRE * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 SOBRE * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 SOBRE \\ & * D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

- SOBRE: Variável *dummy* que capta a sensibilidade face a variações do nível de investimento superiores ao valor médio da variação do investimento. Assim, o sobreinvestimento assume valor 1 se a taxa de variação do investimento for superior à média da amostra e 0 nos restantes casos.

$$\begin{aligned} \Delta RL_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 SUB \\ & + \beta_5 SUB * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 SUB * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 SUB * D\Delta RL_{i,t-1} \\ & * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

- SUB: Variável *dummy* que capta a sensibilidade face a variações do nível de investimento inferiores ao valor médio da variação do investimento. Assim, o subinvestimento assume valor 1 se a taxa de variação do investimento for inferior à média da amostra e 0 nos restantes casos.

Espera-se, portanto, dos coeficientes das regressões apresentadas, o mesmo da regressão anterior. Perspetivando-se que as empresas que estão mais propensas ao sobreinvestimento gerem um aumento no nível de conservadorismo condicional dos resultados, e as empresas mais propensas ao subinvestimento gerem uma diminuição no nível de conservadorismo condicional aplicado por parte das mesmas, conjectura-se que a soma entre  $\beta_2 + \beta_3$  seja inferior a 0, que  $\beta_3$  analisado individualmente seja também menor que 0 e, ainda, que  $\beta_7$  seja menor que a adição de  $\beta_2 + \beta_3$ .

# Capítulo IV - Apresentação e Discussão dos Resultados Empíricos

---

## 4.1. Estatística Descritiva

No presente subcapítulo são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis, nomeadamente o resultado líquido e o investimento.

As Tabela 4 e Tabela 5 expõem as estatísticas descritivas destas variáveis em estudo, designadamente a média, mediana, desvio padrão, o valor máximo e mínimo e os valores do primeiro e terceiro quartis relativamente à variação do resultado líquido e do investimento, respetivamente.

**Tabela 4** - Estatísticas Descritivas da Variação Percentual do Resultado Líquido.

Mínimo	1ºQuartil	Mediana	3ºQuartil	Máximo	Média	Desvio Padrão
-0.8738	-0.8147	-0.2860	-0.2024	-0.0399	-0.4434	0.3771

**Fonte:** Elaboração Própria.

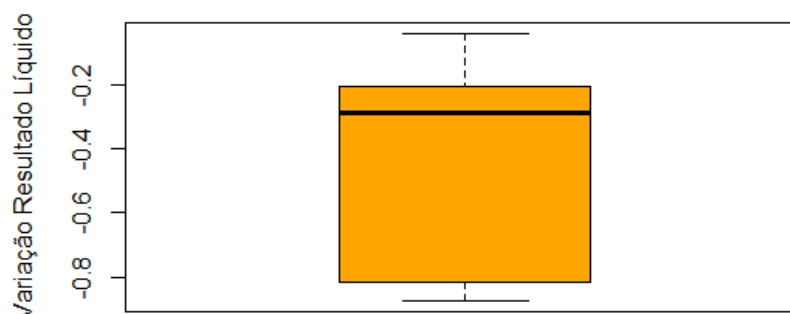
**Tabela 5** - Estatísticas Descritivas da Variação Percentual do Investimento.

Mínimo	1ºQuartil	Mediana	3ºQuartil	Máximo	Média	Desvio Padrão
0.0153	0.0351	0.0449	0.1945	0.2380	0.1056	0.1027

**Fonte:** Elaboração Própria.

A Figura 3 evidencia o comportamento da variação do resultado líquido face aos anos 2014 a 2018.

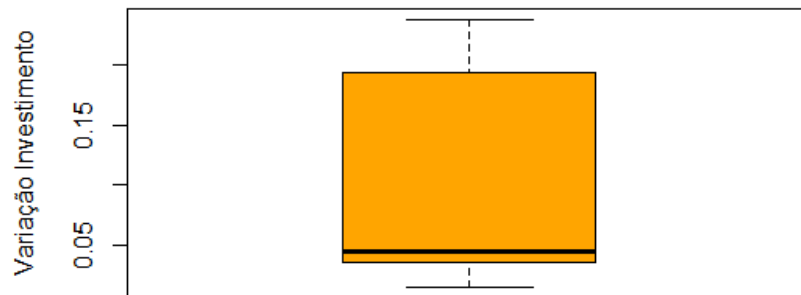
**Figura 3** - Boxplot da Variação do Resultado Líquido no Período Considerado.



**Fonte:** Elaboração Própria.

A Figura 4 permite visualizar o comportamento da variação do investimento relativamente aos anos considerados no estudo.

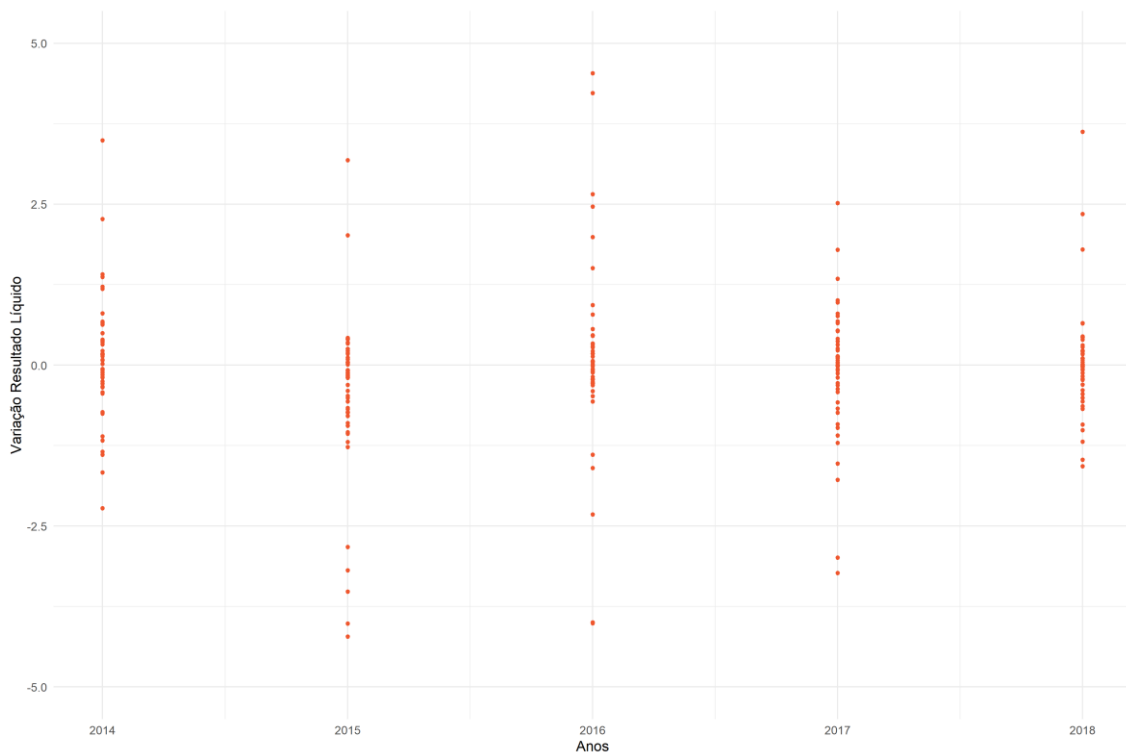
**Figura 4** - Boxplot da Variação do Investimento no Período Considerado.



**Fonte:** Elaboração Própria.

Nas Figura 5 e Figura 6 observa-se o comportamento da variação do resultado líquido e do investimento ao longo do período analisado, onde é possível constatar que existe indícios de estacionariedade no decorrer do tempo.

**Figura 5** - Variação do Resultado Líquido por Ano.



**Fonte:** Elaboração Própria.

**Figura 6 - Variação do Investimento por Ano.**



**Fonte:** Elaboração Própria.

Para se analisar de forma mais pormenorizada o comportamento da variável de interesse, o resultado líquido, pelos diferentes anos, evidencia-se de seguida a Tabela 6 com os respetivos indicadores de posição e de dispersão desta variável.

**Tabela 6 - Indicadores de Posição e Dispersão da Variação do Resultado Líquido por Ano.**

Anos	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Média</b>	-0.2860	-0.8147	-0.8738	-0.0399	-0.2024
<b>Desv. Padrão</b>	5.7701	2.3443	4.8168	0.9552	3.0583
<b>Coef. Var.</b>	33.2936	5.4959	23.2017	0.9124	9.3530

**Fonte:** Elaboração Própria.

É possível constatar que, os valores médios desta variável em estudo apresentam-se ao longo dos anos negativos, revelando uma queda sistemática dos resultados líquidos.

Relativamente ao coeficiente de variação, de acordo com Bussab (2010) é recomendado a utilização da média como medida representativa quando o coeficiente de

variação for menor que 0,35 e pode-se verificar que em todos os anos este coeficiente é inferior a este valor, levando a que se retirem conclusões acerca da viabilidade das premissas dos modelos utilizados neste estudo.

A Tabela 7 a seguir apresentada evidencia os valores da média, desvio padrão e coeficiente de variação para a variável investimento ao longo dos anos analisados.

**Tabela 7 - Indicadores de Posição e Dispersão da Variação do Investimento por Ano.**

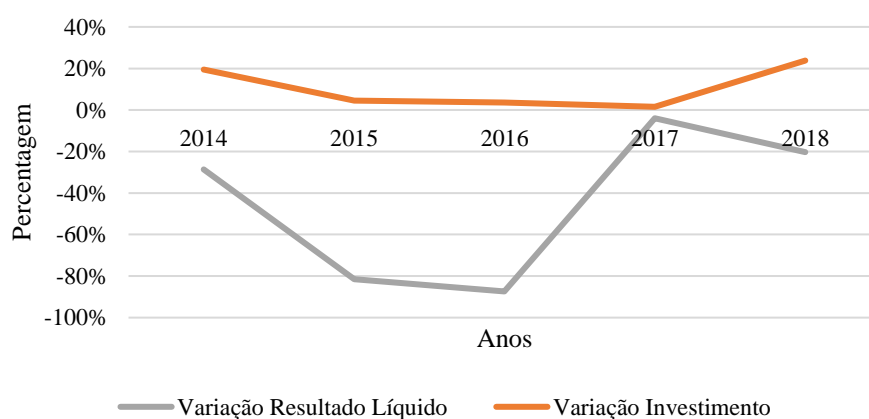
Anos	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Média</b>	0.1945	0.0449	0.0351	0.0153	0.2380
<b>Desv. Padrão</b>	1.0719	0.5304	0.3655	0.2774	2.1810
<b>Coef. Var.</b>	1.1491	0.2813	0.1336	0.0769	4.7566

**Fonte:** Elaboração Própria.

Ao invés do que se observa relativamente à variável resultado líquido, é possível constatar que, quanto à variação do investimento, este evidencia ao longo dos anos observados valores médios positivos, denotando-se um investimento mais acentuado no ano de 2018 e um investimento menos intenso no ano de 2017. Por fim, no que se refere ao coeficiente de variação este manifesta-se sempre abaixo dos 0.35 nos anos considerados no estudo.

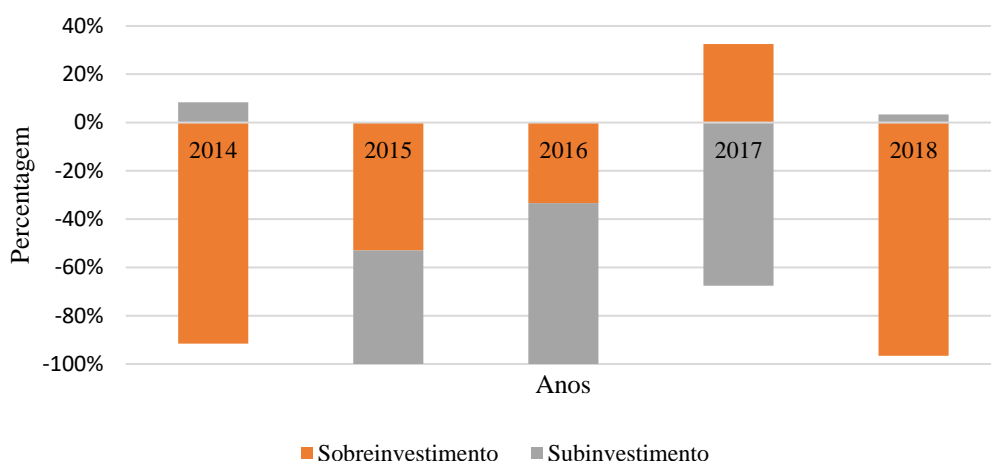
Nas Figura 7 e Figura 8 que se seguem é possível observar a variação que o resultado líquido e o investimento apresentam ao longo dos anos, assim como a variação que o sobreinvestimento e o subinvestimento assumem no decorrer dos anos analisados.

**Figura 7 - Variação Percentual do Resultado Líquido e do Investimento ao Longo dos Anos.**



**Fonte:** Elaboração Própria.

**Figura 8 - Variação Percentual do Sobreinvestimento e Subinvestimento ao Longo dos Anos.**



**Fonte:** Elaboração Própria.

## 4.2. Resultados das Regressões

Neste subcapítulo de resultados empíricos, fornece-se os coeficientes estimados das respectivas regressões já mencionadas anteriormente.

O primeiro modelo analisado foi o modelo original de Ball & Shivakumar (2005), sem ter em consideração o acréscimo das variáveis *dummies*, evidenciando-se na seguinte fórmula:

$$\Delta RL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Os valores dos coeficientes obtidos são apresentados na Tabela 8.

**Tabela 8 - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005).**

Sinal Esperado	Estimativa	Erro Padrão	Valor t	Valor p	Nível de Significância
$\beta_0$	0.6947	0.2862	2.4277	0.0163	**
$\beta_1$	-2.0470	0.4180	-4.8973	0.0000	***
$\beta_2$	-0.2561	0.0873	-2.9347	0.0038	***
$\beta_3$	-	0.2072	1.8989	0.0594	**
<b>Valor Estatística F= 1.8437; Prob(Estatística F)= 0.0015; <math>R^2 = 0.1880</math></b>					

**Fonte:** Elaboração Própria.

Nota: \*\*\* nível de significância a 1%, \*\* nível de significância a 5%, \* nível de significância a 10%.

Através da tabela anterior verifica-se que o valor da estatística F, que é o que permite avaliar a significância global desta regressão e que relaciona com o teste de análise da variância, é de 1.8437 correspondendo um valor p de 0.0015, pelo que leva a concluir que pelo menos um dos coeficientes da regressão é estatisticamente diferente de zero para qualquer nível de significância razoável utilizado.

No que diz respeito aos coeficientes, denota-se que o valor estimado para  $\beta_3$  é positivo (0.2072), sendo estatisticamente significativo ao nível de 5%. Este coeficiente evidencia um sinal contrário ao esperado, tendo em conta que de acordo com Ball & Shivakumar (2005) deveria o mesmo apresentar um valor negativo, indicando, portanto, que não há um reconhecimento atempado das perdas em relação aos ganhos, isto é, não vai de encontro com a prática contabilística conservadora. Os resultados sugerem, assim, que as empresas portuguesas tendem a não ser conservadoras. Em contrapartida verifica-se que  $\beta_2 + \beta_3$  é menor que zero, dado que o coeficiente  $\beta_2$  se encontra negativo e, deste modo, assume-se que existe um reconhecimento atempado dos ganhos. No que concerne ao valor do  $R^2$  ajustado este é de 0.1880, indicando que 18.80% da variação da variável dependente é explicada pela variação da variável independente.

Posteriormente avalia-se o modelo com a introdução da variável *dummy* INV, sendo este modelo representado por:

$$\Delta RL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 INV + \beta_5 INV * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 INV * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 INV * D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Os coeficientes estimados para esse modelo são apresentados na Tabela 9.

**Tabela 9** - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Investimento.

Sinal Esperado	Estimativa	Erro Padrão	Valor t	Valor p	Nível de Significância
$\beta_0$	0.3739	0.3600	1.0385	0.3007	
$\beta_1$	-1.6708	0.5118	-3.2647	0.0014	***
$\beta_2$	-0.3250	0.0908	-3.5795	0.0005	***
$\beta_3$	-	0.2736	0.1120	2.4434	**
$\beta_4$	1.1199	0.7002	1.5995	0.1118	
$\beta_5$	-1.3671	0.9475	-1.4428	0.1511	
$\beta_6$	1.0324	0.4719	2.1878	0.0302	**
$\beta_7$	-	-0.9820	0.5490	-1.7887	*
<b>Valor Estatística F= 1.8609; Prob(Estatística F)= 0.0011; <math>R^2</math> =0.2015</b>					

**Fonte:** Elaboração Própria.

Nota: \*\*\* nível de significância a 1%, \*\* nível de significância a 5%, \* nível de significância a 10%.

O valor da estatística F é de 1.8609 implicando assim que pelo menos um dos coeficientes da regressão é estatisticamente diferente de zero para qualquer nível de significância razoável utilizado. O valor apresentado pelo  $R^2$  ajustado foi de 0.2015, ou seja, com a incorporação da variável INV no modelo de Ball & Shivakumar (2005) denota-se que houve um acréscimo em termos percentuais pouco significativo, cerca de 1.35% na soma dos quadrados da regressão, concluindo, deste modo, que o investimento aumenta a qualidade do ajustamento.

As empresas continuam a não ser conservadoras, tendo em conta que  $\beta_3$  permanece com valor positivo, apresentando-se estatisticamente significativo ao nível de 5%. Relativamente ao coeficiente  $\beta_7$  em que exhibe a interação das três variáveis em estudo, este revela um valor negativo sendo estatisticamente significativo para um nível de significância de 10%, permitindo, desta forma, confirmar a primeira hipótese formulada, isto é, as empresas que investem apresentam um nível de conservadorismo contabilístico maior.

Estes resultados vão na mesma linha dos estudos realizados por Balakrishman et al., (2016), Francis (2010) e Lara et al., (2016), onde os mesmos defendem que as empresas que evidenciam relatórios financeiros conservadores apresentam um maior nível de investimento do que quando comparado às empresas que são menos conservadoras.

No modelo que se apresenta a seguir, procura-se compreender o efeito do comportamento do sobreinvestimento para explicar a variável de interesse. Com a inclusão da *dummy* SOBRE a equação traduz-se no seguinte:

$$\begin{aligned} \Delta RL_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 SOBRE \\ & + \beta_5 SOBRE * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 SOBRE * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 SOBRE \\ & * D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Na Tabela 10 que se segue evidenciam-se os coeficientes estimados para o modelo exibido anteriormente.

**Tabela 10** - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Sobreinvestimento.

Sinal Esperado	Estimativa	Erro Padrão	Valor t	Valor p	Nível de Significância
$\beta_0$	0.6832	0.3334	2.0488	0.0422	**
$\beta_1$	-1.8823	0.4679	-4.0227	0.0001	***
$\beta_2$	-0.2525	0.0890	-2.8365	0.0052	***
$\beta_3$ -	0.2062	0.1107	1.8619	0.0645	**
$\beta_4$	0.0541	0.8351	0.0648	0.9484	
$\beta_5$	-0.9289	1.1458	-0.8107	0.4188	
$\beta_6$	0.0101	0.8697	0.0116	0.9907	
$\beta_7$ -	-0.0131	0.9327	-0.0141	0.9888	
<b>Valor Estatística F= 1.7113; Prob(Estatística F)= 0.0041; <math>R^2</math> =0.1725</b>					

**Fonte:** Elaboração Própria.

Nota: \*\*\* nível de significância a 1%, \*\* nível de significância a 5%, \* nível de significância a 10%.

O valor da estatística F é de 1.7113, o que implica que pelo menos um coeficiente da regressão é estatisticamente diferente de zero para qualquer nível de significância razoavelmente utilizado. O  $R^2$  ajustado evidencia um valor de 0.1725, indicando que ao incluir-se a variável SOBRE no modelo em estudo origina uma perda percentual na soma dos quadrados da regressão, uma vez que sem a sua inclusão o  $R^2$  ajustado estimava-se em 0.2015.

As empresas portuguesas permanecem não conservadoras, já que  $\beta_3$  continua uma vez mais a evidenciar um valor positivo, demonstrando-se estatisticamente significativo ao nível de 5%. Quanto ao coeficiente  $\beta_7$  este revela o valor negativo de 0.0131, no entanto, não se apresenta estatisticamente significativo, logo não é possível concluir que as empresas que mais investem são mais conservadoras, não confirmando, por isso, a segunda hipótese formulada. A ausência de significância estatística pode ser explicada pelo facto de haver uma menor necessidade de se captar investidores e, portanto, o conservadorismo não se demonstra tão essencial a estas empresas cujo nível de investimento se revela mais acentuado.

Por último, pretende-se aferir o comportamento do subinvestimento na variável de interesse com a introdução da variável *dummy* SUB, expressando-se este modelo por:

$$\Delta RL_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_2 \Delta RL_{i,t-1} + \beta_3 D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_4 SUB + \beta_5 SUB * D\Delta RL_{i,t-1} + \beta_6 SUB * \Delta RL_{i,t-1} + \beta_7 SUB * D\Delta RL_{i,t-1} * \Delta RL_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Os valores obtidos são apresentados na Tabela 11 que se expõe abaixo.

**Tabela 11** - Coeficientes Estimados para o Modelo de Ball & Shivakumar (2005) com a Inclusão do Impacto do Subinvestimento.

Sinal Esperado	Estimativa	Erro Padrão	Valor t	Valor p	Nível de Significância
$\beta_0$	0.7373	0.7293	1.0110	0.3136	
$\beta_1$	-2.8112	1.0452	-2.6896	0.0080	***
$\beta_2$	-0.2424	0.8641	-0.2805	0.7795	
$\beta_3$	-	0.1931	0.9290	0.2078	
$\beta_4$	-0.0541	0.8351	-0.0648	0.9484	
$\beta_5$	0.9289	1.1458	0.8107	0.4188	
$\beta_6$	-0.0101	0.8697	-0.0116	0.9907	
$\beta_7$	-	0.0131	0.9327	0.0141	
<b>Valor Estatística F= 1.7113; Prob(Estatística F)= 0.0041; R<sup>2</sup> =0.1725</b>					

**Fonte:** Elaboração Própria.

Nota: \*\*\* nível de significância a 1%, \*\* nível de significância a 5%, \* nível de significância a 10%.

O valor da estatística F e o valor do  $R^2$  ajustado são iguais aos valores calculados na regressão anterior, sendo de 1.7113 e 0.1725, respetivamente. A incorporação da variável SUB no modelo de Ball & Shivakumar (2005) não origina nem um ganho nem uma perda na soma dos quadrados da regressão relativamente à regressão anterior.

Não é estatisticamente significativo que as empresas portuguesas não permaneçam conservadoras, já que  $\beta_3$  continua uma vez mais a evidenciar um valor positivo, mas não se apresenta estatisticamente significativo para nenhum nível de significância razoável. Observa-se ainda que a interação das três variáveis, captado pelo coeficiente  $\beta_7$  apresenta um valor positivo de 0.0131, evidenciando um sinal contrário ao esperado, não sendo também estatisticamente significativo que as empresas que menos investem são menos conservadoras, não permitindo, também, confirmar a última hipótese. Esta ausência de significância estatística poderá ser explicada pela existência de um desempenho económico destas empresas mais enfraquecido, tendo sido este último agravado pela descida dos resultados no período analisado e, por conseguinte, a aplicação do conservadorismo nestas empresas iria ainda piorar a situação económica destas entidades e afastar mais os investidores.

# Capítulo V – Conclusões

---

## 5.1. Principais Conclusões

O presente trabalho teve como objetivo principal identificar e explicar a relação existente entre o conservadorismo e a eficiência de investimento nas pequenas e médias empresas portuguesas, no período de 2014 a 2018.

Perante a existência da prática contabilística conservadora, numa primeira análise procura-se investigar se o nível de investimento é influenciado pela prática contabilística conservadora condicional ou se pelo contrário as empresas portuguesas se encontram reticentes na aplicação do conservadorismo nas suas demonstrações financeiras. Numa segunda análise teve-se o propósito de averiguar se as empresas que sobreinvestem afetam mais a utilização do conservadorismo contabilístico e, numa última análise, se na presença do subinvestimento as empresas evidenciam desigualdades no que diz respeito ao nível de conservadorismo.

Na realização dos testes empíricos recorre-se à regressão de Ball & Shivakumar (2005), à qual foram adicionadas várias *dummies* com o intuito de se verificar o comportamento que as variáveis INV, SOBRE e SUB adotam sobre o conservadorismo condicional nos resultados reportados.

A evidência empírica recolhida sugere que as pequenas e médias empresas portuguesas não são contabilisticamente conservadoras. Isto pode justificar-se pelo facto de apresentarem resultados negativos e, por isso, a motivação para não agravar os resultados. Adicionalmente, os resultados empíricos deste estudo sugerem que o conservadorismo e o investimento têm uma relação positiva significativa, estando em concordância com o facto de que as empresas portuguesas que investem tenderem a apresentar relatórios financeiros mais conservadores, confirmando a primeira hipótese que formula que as empresas que investem apresentam um nível de conservadorismo contabilístico maior. Estes resultados são consistentes com as empresas investidoras tenderem a ser conservadoras motivadas pela necessidade de captar a confiança dos investidores. Assim, com base na Teoria da Agência, os investidores têm de monitorizar a atuação dos gestores servindo o conservadorismo como um mecanismo de *Corporate Governance*. Estes resultados sustentam os estudos realizados por e Balakrishnan et al., (2016) e Razzaq et al., (2016) onde os mesmos defendem que o conservadorismo condicional aumenta a eficiência de investimento, assim como facilita a redução dos problemas de agência.

Em relação ao sobreinvestimento, a evidência empírica não permite aferir que as empresas que mais investem afetem significativamente o conservadorismo, não havendo significância estatística que permita confirmar, deste modo, a segunda hipótese em que se postulou que as empresas com sobreinvestimento são mais conservadoras. Este resultado sugere que nos níveis mais elevados de investimento, o conservadorismo não se revela tão fundamental, dada a necessidade de captar investidores já não ser tão premente e, portanto, umas empresas tenderão a estar preocupadas com a aplicação do conservadorismo e outras nem tanto, não se denotando um comportamento que seja congénere e estatisticamente significativo.

Relativamente à terceira e última hipótese obteve-se também como resultado que as empresas com baixos níveis de investimento não evidenciam impacto significativo no conservadorismo condicional e, por conseguinte, não foi possível confirmar que as empresas com subinvestimento são menos conservadoras. A ausência de significância estatística entre empresas com um nível de investimento baixo e o conservadorismo pode dever-se ao facto de existir um fraco desempenho económico das pequenas e médias empresas, agravado pela descida dos resultados no período considerado. A aplicação do conservadorismo nestas empresas que apresentam resultados negativos iria prejudicar ainda mais a sua situação económica e financeira, e de algum modo afastar também os investidores.

Em suma, a evidência empírica não permite concluir que tanto as empresas que realizam mais investimentos em Portugal, como as que realizam menos investimentos assumam grande relevância na prática contabilística conservadora, isto é, não apresentam significância estatística. Isto pode ser justificado, então, pelo facto de as empresas apresentarem comportamentos diferenciados quando estão em situações de sobreinvestimento, ou seja, não precisam de captar investidores e dessa forma não necessitam de ser tão conservadoras, sendo que algumas empresas ainda tenderão a ser. No caso do subinvestimento, devido ao facto de as empresas evidenciarem maus desempenhos e ao apresentarem resultados negativos acaba por fazer com que não hajam investimentos nas mesmas e, portanto, o conservadorismo iria de algum modo prejudicar estas empresas e agravar ainda mais a sua situação económica.

Assim sendo, este trabalho é pertinente, pois contribui para aprofundar o conhecimento e a discussão sobre a temática da importância da prática contabilística conservadora e o seu impacto no que diz respeito às tomadas de decisões de investimento, especificamente no contexto português.

## **5.2. Limitações do Estudo**

Uma das limitações do estudo é o facto de no modelo de Ball & Shivakumar (2005) para que seja estatisticamente mais representativo requerem alguma homogeneidade nos dados da empresa. Tendo em consideração que a amostra recolhida não possuía essa homogeneidade, sendo comprovável pelos valores apurados nas médias e desvio padrão, e por ser também esta uma limitação do modelo, faz com que restrinja a abrangência do estudo.

Outra das limitações que se pode referir foi o facto de se ter utilizado uma amostra de reduzida dimensão, apenas 54 empresas de pequena e média dimensão. Uma amostra superior com a inclusão de grandes empresas permitiria obter resultados estatísticos mais fíáveis, assim como aumentar o poder explicativo das regressões.

Por último, refere-se o facto de neste estudo terem sido incluídas na amostra empresas que evidenciam desempenhos económicos negativos e a variação negativa nesse desempenho poderá condicionar a utilização do conservadorismo.

## **5.3. Perspetivas para Trabalhos Futuros**

Assim, para futuras investigações seria importante alargar a amostra, nomeadamente comparar com as grandes empresas, cotadas em bolsa e com melhores desempenhos económicos relatados nas Demonstrações Financeiras para assim, deste modo, poder perceber qual o comportamento que adotam face ao conservadorismo.

Adicionalmente, seria também interessante aplicar o estudo em período pós-Covid 19 no sentido de analisar se em período de crise as empresas tendem a alterar as práticas contabilísticas para mais ou menos conservadoras.

# Referências Bibliográficas

---

- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of accounting and economics*, 43(2-3), 411-437. DOI:10.1016/j.jacceco.2007.01.005.
- Ahmed, A. S., & Duellman, S. (2011). Evidence on the role of accounting conservatism in monitoring managers' investment decisions. *Accounting & Finance*, 51(3), 609-633. DOI: 10.1111/j.1467-629X.2010.00369.x.
- André, P., Filip, A., & Paugam, L. (2015). The effect of mandatory IFRS adoption on conditional conservatism in Europe. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4): 482-514. DOI: 10.1111/jbfa.12105.
- Balakrishnan, K., Watts, R., & Zuo, L. (2016). The effect of accounting conservatism on corporate investment during the global financial crisis. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(5-6): 513-542. DOI: 10.1111/jbfa.12206.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of accounting and economics*, 29(1), 1-51. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(00\)00012-4](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(00)00012-4).
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton papers on financial services*, 2001(1), 127-169.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of accounting and economics*, 39: 83-128. DOI: 10.1016/j.jacceco.2004.04.001.
- Barker, R., & McGeachin, A. (2015). An analysis of concepts and evidence on the question of whether IFRS should be conservative. *Journal of Accounting Business and Business Studies*, 51: 169–207. DOI: 10.1111/abac.12049.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of accounting and economics*, 24: 3-37. DOI: 10.1016/S0165-4101(97)00014-1.
- Basu, S. (2005). Discussion of “Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and modeling”. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 311-321.

- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of accounting research*, 38(1), 127-148.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of accounting studies*, 10(2-3), 269-309.
- Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), 47-59.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting quality and firm-level capital investment. *The accounting review*, 81(5), 963-982.
- Biddle, G., Hilary, G., & Verdi, R. (2009). How does financial reporting quality relate to investments efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2-3), 112-131. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.09.001>.
- Bliss, J. H. (1924). *Management through accounts*. Ronald Press Company.
- Bushman, R. M., Piotroski, J. D., & Smith, A. J. (2011). Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38 (1-2): 1-33. DOI: 10.1111/j.1468-5957.2010.02231.
- Bussab, W. D. O., & Morettin, P. A. (2010). Estatística básica. In *Estatística básica* (pp. xvi-540).
- Cascino, S., Clatworthy, M., García Osma, B., Gassen, J., Imam, S., & Jeanjean, T. (2014). Who uses financial reports and for what purpose? Evidence from capital providers. *Accounting in Europe*, 11(2), 185-209. DOI: 10.1080/17449480.2014.940355.
- Cerqueira, A., & Pereira, C. (2020). The Effect of Economic Conditions on Accounting Conservatism under IFRS in Europe. *Review of Economic Perspectives*, 20(2): 137-169. DOI: 10.2478/revecp-2020-0007.

- Coelho, A., & Lima, I. (2007). Qualidade informacional e conservadorismo nos resultados contábeis publicados no Brasil. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 18(45), 38-49. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000400004>.
- Contreira, M. S. D. M. (2016). Os desafios da teoria da agência no seio das sociedades comerciais. Dissertação de Mestrado na Escola de Ciências Sociais e Humanas, Instituto Universitário de Lisboa.
- Crotty, J. R. (1992). Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment. *Journal of Post Keynesian Economics*, 14(4), 483-496. <https://doi.org/10.1080/01603477.1992.11489912>.
- Fearnley, N., Gray, S., (2015). National institutional factors and IFRS implementation in Europe: the case of investment property companies. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3): 271–288. DOI: 10.1108/IJAIM-05-2014-0038.
- Financial Accounting Standards Board (FASB) (1980). Statement of Financial Accounting Concepts No. 2, Qualitative characteristics of accounting information. Norwalk, CT: FASB.
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British accounting review*, 36(4), 345-368. DOI:10.1016/j.bar.2004.09.003.
- Francis, J. R., & Martin, X. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of accounting and economics*, 49(1-2): 161-178. DOI: 10.1016/j.jacceco.2009.11.003.
- Francis, B., Hasan, I., & Wu, Q. (2013). The benefits of conservative accounting to shareholders: Evidence from the financial crisis. *Accounting Horizons*, 27(2): 319-346. DOI: 10.2308/acch-50431.
- Givoly, D., & Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of accounting and economics*, 29(3), 287-320.

- Gomariz F., & Ballesta J. (2014). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*, 40(2): 494-506. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.07.013>.
- Guay, W., & Verrecchia, R. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and Bushman and Piotroski (2006). *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2):149-165. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.03.003>.
- Guimarães, J. (2000). O sistema contabilístico e fiscal português—uma abordagem aos relatórios e contas das empresas. *Viseu: Vislis Editores, Lda*.
- Gutiérrez, A. L., & Rodríguez, M. C. (2019). A review on the multidimensional analysis of earnings quality. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 22(1), 41-60. <https://www.doi.org/10.6018/rc-sar.22.1.354301>.
- Ha, J., & Feng, M. (2018). Conditional Conservatism and Labor Investment Efficiency. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14 (2), 143-163.
- Hodgson, T. M., Breban, S., Ford, C. L., Streatfield, M. P., & Urwin, R. C. (2000). The concept of investment efficiency and its application to investment management structures. *British Actuarial Journal*, 451-545. <https://doi.org/10.1017/S1357321700001884>.
- Hope, O. K., & Thomas, W. B. (2008). Managerial empire building and firm disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 591-626. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00289.x.
- Hubbard, R. (1998). Capital- market imperfections and Investment. *Journal of Economic Literature*, 36 (1),193-225. <https://www.nber.org/papers/w5996>.
- Jackson, S. B. (2008). The effect of firms' depreciation method choice on managers' capital investment decisions. *The Accounting Review*, 83(2), 351-376.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.

- Khalifa, M., & Othman, H. B. (2015). The effect of conservatism on cost of capital: MENA evidence. *Applied Economics*, 47(1), 71-87. DOI: 10.1080/00036846.2014.962223.
- Khalifa, M., Othman, H. B., & Hussainey, K. (2016). Temporal variation and cross-sectional differences of accounting conservatism in emerging countries. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 12(1), 45-69.
- Kravet, T. D. (2014). Accounting conservatism and managerial risk-taking: Corporate acquisitions. *Journal of Accounting and Economics*, 57(2-3): 218-240. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.04.003>.
- Lafond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of accounting research*, 46(1): 101-135. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00268.x.
- LaFond, R., & Watts, R. L. (2008). The information role of conservatism. *The Accounting Review*, 83(2): 447-478. DOI: 10.2308/accr.2008.83.2.447.
- Lambert, R. (2010). Discussion of “Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting”. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3): 287-295. DOI: 10.1016/j.jacceco.2010.09.006.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2009). The economic determinants of conditional conservatism. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(3-4), 336-372. DOI:10.1111/j.1468-5957.2008.02122.x.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2014). Information consequences of accounting conservatism. *European Accounting Review*, 23(2): 173-198. DOI: 10.1080/09638180.2014.882263.
- Lara, J. M. G., Osma, B. G., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1): 221-238.
- Louis, H., Sun, A. X., & Urcan, O. (2012). Value of cash holdings and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 29(4): 1249-1271. DOI:10.1111/j.1911-3846.2011.01149.x.

- Maia, V., Azevedo, G., & Oliveira, J. (2018). Investigação sobre conservadorismo: uma análise bibliométrica. *Estudos do ISCA*, (18).
- Marques, M. (2008). A manipulação de Resultados Induzida pelo Planeamento Fiscal: O Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Auditoria, Universidade do Minho.
- Mendes, C. A., & Rodrigues, L. L. (2007). Determinantes da manipulação contabilística. *Revista de Estudos Politécnicos*, (7), 189-210.
- Moreira, J. (2006). Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private portuguese firms. *Discussion Papers*, 10.
- Myers, S. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5 (2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0).
- Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The accounting review*, 77(2), 237-264. <https://doi.org/10.2308/accr.2002.77.2.237>.
- Penman, S. H., & Penman, S. H. (2007). Financial statement analysis and security valuation (Vol. 3). New York: McGraw-Hill.
- Penman, S. (2016). Conservatism as a defining principle for accounting. *The Japanese Accounting Review*, 6(2016), 1-16. DOI: 10.11640/tjar.6.2016.03.
- Qiang, X. (2007). The effects of contracting, litigation, regulation, and tax costs on conditional and unconditional conservatism: Cross-sectional evidence at the firm level. *The accounting review*, 82(3), 759-796.
- Razzaq, N., Rui, Z., & Donghua, Z. (2016). Accounting conservatism alleviates firm's investment efficiency: An evidence from China. *International Journal of Business and Economics Research*, 5(4), 85-94. DOI:10.11648/j.ijber.20160504.12.
- Rodrigues, S. C. G. (2019). Eficiência do investimento versus qualidade da informação financeira: estudo para empresas cotadas em Portugal. Mestrado em Contabilidade e Finanças, Instituto Politécnico de Bragança.

- Ruch, G. W., & Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34: 17-38. DOI: 10.1016/j.acclit.2015.02.001.
- Ryan, S. G. (2006). Identifying conditional conservatism. *European accounting review*, 15(4): 511-525. DOI: 10.1080/09638180601102099.
- Santos, C. (2009). O conservadorismo contabilístico: Evidências nas empresas cotadas no mercado de capitais português. Dissertação de Mestrado em Gestão, Universidade de Aveiro.
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 321-387. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00022-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00022-2).
- Sodan, S., Barac, Z. A., & Vuko, T. (2013). Lessons From Financial Crisis: Has Accounting in Central and Eastern Europe Become More Conservative? *Economic research-special issue*, 26: 399-414. DOI: 10.1080/1331677X.2013.11517659.
- Stein, J. C. (2003). Agency, information and corporate investment. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 111-165.
- Wang, F., Zhu, Z., & Hoffmire, J. (2015). Financial reporting quality, free cash flow, and investment efficiency. In *SHS Web of Conferences*, 17. EDP Sciences. <https://doi.org/10.1051/shsconf/20151701027>.
- Watts, R. L. (2003). Conservatism in accounting part I: Explanations and Implications. *Accounting horizons*, 17(3): 207-221. DOI: 10.2308/acch.2003.17.3.207.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). Positive accounting theory.
- Whalen, R. C. (2008). The subprime crisis—cause, effect and consequences. *Journal of Affordable Housing & Community Development Law*, 219-235.
- Yoshikawa, H. (1980). On the "q" Theory of Investment. *The American Economic Review*, 70(4), 739-743. <https://www.jstor.org/stable/1803570>.

# Apêndice

---

**Apêndice A** – Descrição das empresas que compõem a amostra utilizada no estudo

**Tabela A1** - Empresas da Amostra

<b>Empresas</b>	<b>CAE</b>
ÁGUAS DO ALGARVE, S.A.	36001 - Captação e tratamento de água
APDL - ADMINISTRAÇÃO DOS PORTOS DO DOURO, LEIXÕES E VIANA DO CASTELO, S.A.	52220 - Atividades auxiliares dos transportes por água
APL - ADMINISTRAÇÃO DO PORTO DE LISBOA, S.A.	52220 - Atividades auxiliares dos transportes por água
APS - ADMINISTRAÇÃO DOS PORTOS DE SINES E DO ALGARVE, S.A.	52220 - Atividades auxiliares dos transportes por água
ASCENDI BEIRAS LITORAL E ALTA - AUTO ESTRADAS DAS BEIRAS LITORAL E ALTA, S.A.	52211 - Gestão de infraestruturas dos transportes terrestres
ASCENDI GRANDE PORTO - AUTO ESTRADAS DO GRANDE PORTO, S.A.	52211 - Gestão de infraestruturas dos transportes terrestres
AUCHAN RETAIL PORTUGAL, S.A.	47111 - Comércio a retalho em supermercados e hipermercados
AUTO-ESTRADAS NORTE LITORAL - SOCIEDADE CONCESSIONÁRIA - AENL, S.A.	52211 - Gestão de infraestruturas dos transportes terrestres
BA GLASS PORTUGAL, S.A.	23131 - Fabricação de vidro de embalagem
BIAL - PORTELA & CA., S.A.	21201 - Fabricação de medicamentos
BP PORTUGAL - COMÉRCIO DE COMBUSTÍVEIS E LUBRIFICANTES, S.A.	46711 - Comércio por grosso de produtos petrolíferos
CONDURIL - ENGENHARIA, S.A.	42130 - Construção de pontes e túneis
CONTINENTAL MABOR - INDÚSTRIA DE PNEUS, S.A.	22111 - Fabricação de pneus e câmaras-de-ar
EDA - ELECTRICIDADE DOS AÇORES, S.A.	35112 - Produção de eletricidade de origem térmica
EDIA - EMPRESA DE DESENVOLVIMENTO E INFRA-ESTRUTURAS DO ALQUEVA, S.A.	42910 - Engenharia hidráulica
EDP COMERCIAL - COMERCIALIZAÇÃO DE ENERGIA, S.A.	35140 - Comércio de eletricidade
EDP RENOVÁVEIS PORTUGAL, S.A.	35113 - Produção de eletricidade de origem eólica, geotérmica, solar e de origem, n. e
EEM - EMPRESA DE ELECTRICIDADE DA MADEIRA, S.A.	35112 - Produção de eletricidade de origem térmica
EL CORTE INGLÊS - GRANDES ARMAZÉNS, S.A.	47191 - Comércio a retalho não especializado, sem predominância de produtos alimentares, bebidas ou tabaco, em grandes armazéns e similares

Empresas	CAE
ELEVOOLUTION - ENGENHARIA, S.A.	23630 - Fabricação de betão pronto
ELEVOOLUTION GROUP - SGPS, S.A.	64202 - Atividades das sociedades gestoras de participações sociais não financeiras
ELOALIANÇA - SERVIÇOS INTERNACIONAIS, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	43992 - Outras atividades especializadas de construção diversas, n. e
EMPRESA HIDROELÉCTRICA DO GUADIANA, S.A.	35111 - Produção de eletricidade de origem hídrica
EPAL - EMPRESA PORTUGUESA DAS ÁGUAS LIVRES, S.A.	36001 - Captação e tratamento de água
GALENO - ESTUDOS E INVESTIMENTOS, S.A.	70220 - Outras atividades de consultoria para os negócios e a gestão
GALP - GÁS NATURAL, S.A.	46712 - Comércio por grosso de combustíveis sólidos, líquidos e gasosos, não derivados do petróleo
GRUPO VISABEIRA, S.A.	69200 - Atividades de contabilidade e auditoria; consultoria fiscal
IBERDROLA GENERACIÓN S.A.U. - SUCURSAL EM PORTUGAL	35111 - Produção de eletricidade de origem hídrica
IBERWIND II PRODUÇÃO, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA	35113 - Produção de eletricidade de origem eólica, geotérmica, solar e de origem, n. e
IMORETALHO - GESTÃO DE IMÓVEIS, S.A.	68100 - Compra e venda de bens imobiliários
INAPA - INVESTIMENTOS, PARTICIPAÇÕES E GESTÃO, S.A.	82990 - Outras atividades de serviços de apoio prestados às empresas, n. e
LACTOGAL - PRODUTOS ALIMENTARES, S.A.	10510 - Indústrias do leite e derivados
LAFORTA - GESTÃO E INVESTIMENTOS, SOCIEDADE UNIPessoal, LDA (ZONA FRANCA DA MADEIRA)	77390 - Aluguer de outras máquinas e equipamentos, n. e
LENA - ENGENHARIA E CONSTRUÇÕES, S.A.	41200 - Construção de edifícios (residenciais e não residenciais)
MOTA-ENGIL- ENGENHARIA E CONSTRUÇÃO, S.A.	42110 - Construção de estradas e pistas de aeroportos
NORS, S.A.	45190 - Comércio de outros veículos automóveis
NOS TECHNOLOGY - CONCEPÇÃO, CONSTRUÇÃO E GESTÃO DE REDES DE COMUNICAÇÕES, S.A.	61900 - Outras atividades de telecomunicações
REN PORTGÁS DISTRIBUIÇÃO, S.A.	35220 - Distribuição de combustíveis gasosos por condutas
REPSOL PORTUGUESA, LDA	46711 - Comércio por grosso de produtos petrolíferos

Empresas	CAE
ROBERT BOSCH, S.A.	46520 - Comércio por grosso de equipamentos eletrónicos, de telecomunicações e suas partes
SACYR SOMAGUE, S.A.	42990 - Construção de outras obras de engenharia civil, n. e
SANTA CASA DA MISERICÓRDIA DE LISBOA	94991 - Associações culturais e recreativas
SAUDAÇOR - SOCIEDADE GESTORA DE RECURSOS E EQUIPAMENTOS DA SAÚDE DOS AÇORES, S.A.	84121 - Administração Pública — atividades de saúde
SCC - SOCIEDADE CENTRAL DE CERVEJAS E BEBIDAS, S.A.	11050 - Fabricação de cerveja
SDI - SUBCONCESSIONÁRIA DO DOURO INTERIOR, S.A.	42110 - Construção de estradas e pistas de aeroportos
SECIL - COMPANHIA GERAL DE CAL E CIMENTO, S.A.	23510 - Fabricação de cimento
SOCIEDADE DE CONSTRUÇÕES SOARES DA COSTA, S.A.	41200 - Construção de edifícios (residenciais e não residenciais)
SOMINCOR - SOCIEDADE MINEIRA DE NEVES-CORVO, S.A.	07290 - Extração e preparação de outros minérios metálicos não ferrosos
SUMOL+COMPAL - MARCAS, S.A.	11072 - Fabricação de refrigerantes e de outras bebidas não alcoólicas, n.
TEJO ENERGIA - PRODUÇÃO E DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉCTRICA, S.A.	35112 - Produção de eletricidade de origem térmica
TRUSTENERGY, S.A.	70220 - Outras atividades de consultoria para os negócios e a gestão
UNILEVER FIMA, LDA	46332 - Comércio por grosso de azeite, óleos e gorduras alimentares
VOLKSWAGEN AUTOEUROPA, LDA	29100 - Fabricação de veículos automóveis
WORTEN - EQUIPAMENTOS PARA O LAR, S.A.	47191 - Comércio a retalho não especializado, sem predominância de produtos alimentares, bebidas ou tabaco, em grandes armazéns e similares
ZAGOPE - CONSTRUÇÕES E ENGENHARIA, S.A.	42130 - Construção de pontes e túneis

**Fonte:** Elaboração Própria.