



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***O Impacto do Governo das Sociedades na
Manipulação de Resultados em Portugal***

Alexandra Sofia Almeida Costa

Leiria, setembro de 2018



Dissertação

Mestrado em Controlo de Gestão

***O Impacto do Governo das Sociedades na
Manipulação de Resultados em Portugal***

Alexandra Sofia Almeida Costa

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Doutora Inês Lisboa,
Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, setembro de 2018

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Agradecimentos

A concretização da presente dissertação encerra mais uma etapa do meu percurso académico. Não foi uma etapa fácil mas graças às palavras de apoio e de motivação recebidas foi possível a sua conclusão. Desta forma, gostaria de deixar o meu apreço por todas as pessoas que me auxiliaram nesta etapa.

Agradeço primeiramente à minha orientadora Doutora Inês Lisboa, uma pessoa que admiro pela sua dinâmica e proatividade, por todo o seu apoio e motivação durante este percurso, mostrando-se sempre disponível para qualquer dúvida existente, contribuindo fortemente com os seus conhecimentos e sugestões para o desenvolvimento deste estudo.

Faço um agradecimento especial aos meus pais e aos meus amigos, que estiveram presentes durante a realização deste estudo, encorajo-me nos momentos mais difíceis com palavras de apoio e de incentivo. Agradeço também ao Michael, pelo carinho e pela força que sempre me transmitiu.

Não poderia deixar de expressar a minha gratidão, à minha amiga Inês Luís, pelas horas incalculáveis passadas em salas de estudo com a sua companhia, pelas palavras de apoio e encorajamento mútuas, pelas risadas proporcionadas nos momentos de descontração e por toda a entajuda.

A todos um muito obrigada.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Resumo

O governo das sociedades não é um tema novo. Em 1932, Berle e Means denunciaram a problemática dos conflitos de agência resultante da separação entre a propriedade e o controlo, dando destaque à necessidade de garantir boas práticas de governo de sociedade. Contudo, o seu (res)surgimento resultou da ocorrência de vários escândalos financeiros associados a práticas de manipulação de resultados. Deste modo, os mecanismos de governo tiveram de ser revistos com intuito de restabelecer a confiança dos investidores e a transparência da informação financeira.

Estando estes dois conceitos interligados, o presente estudo tem como objetivo analisar o impacto do governo das sociedades na manipulação de resultados em Portugal. Neste sentido selecionámos uma amostra de 36 empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, para um horizonte temporal de 5 anos (2012- 2016).

A análise empírica é caracterizada por uma regressão linear que relaciona os *accruals* discricionários (*proxy* da manipulação de resultados) e algumas características do governo das sociedades, bem como variáveis de controlo. De modo a mensurar a manipulação de resultados foram utilizados três modelos de estimação de *accruals* discricionários: o modelo de Jones (1991), o modelo de Dechow e Dichev (2002) e o modelo de Kothari, Leone, e Wasley (2005).

Os principais resultados obtidos mostram que apenas duas variáveis de governo das sociedades e uma variável de controlo influenciam estatisticamente a manipulação de resultados, nomeadamente a independência do conselho de administração e o tipo de modelo de governo de sociedade adotado, e o nível de endividamento. Os resultados demonstram que quanto mais independente for o conselho de administração, maior são os *accruals* discricionários. Verificou-se ainda que as empresas que adotam o modelo dualista são menos propensas à manipulação, devido a uma maior separação de funções e supervisão. Finalmente, encontrou-se evidência de que um elevado nível de endividamento é um fator dissuasor das práticas de manipulação de resultados.

Palavras-chave: governo das sociedades, manipulação de resultados, *accruals* discricionários, transparência

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Abstract

Corporate governance is not a new theme. In 1932, Berle and Means call the attention for the agency conflicts that result from the separation of ownership and control, emphasizing the need to ensure good corporate governance practices. However, its emergence resulted from the occurrence of various financial scandals associated with earning management practices. Therefore, governance mechanisms have had to be revised to restore investor confidence and transparency of financial reporting.

With these two concepts interconnected, the present study aims to analyse the impact of corporate governance on the earning management in Portugal. In this way, we selected a sample of 36 Portuguese companies listed on Euronext Lisbon, for a 5 year period (2012-2016).

The empirical analysis is characterized by a linear regression that relates the discretionary accruals (*proxy* of earning management) and some characteristics of corporate governance, as control variables. To measure earning management, three models of discretionary *accruals* were used: Jones model (1991), Dechow and Dichev model (2002) and Kothari, Leone, & Wasley model (2005).

The main results show that only two corporate governance variables and one control variable cause impact in earning management, namely the independence of the board of directors and the type of corporate governance model adopted, and the level of indebtedness. The results show that as more independent the board of directors, the greater the discretionary *accruals*. It was also found that companies that adopt the two-tier model are less prone to manipulation due to a greater separation of functions and supervision. Finally, there was evidence that a high level of indebtedness is a deterrent to earning management practices.

Key words: corporate governance, earning management, discretionary accruals, transparency

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de figuras

Figura 1 - Modelo Monista ou Latino Reforçado.....	15
Figura 2 - Modelo Anglo-Saxónico.....	16
Figura 3 - Modelo Dualista.....	17
Figura 4 - Empresas excluídas da amostra	45

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de tabelas

Tabela 1- Principais características dos Sistemas de Governo.....	13
Tabela 2 - Resumo das hipóteses definidas	43
Tabela 3 - Modelo adotado pelas empresas no ano 2016.....	46
Tabela 4 - Variáveis de estudo do RGS.....	49
Tabela 5 - Variáveis de estudo SABI	51
Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis independentes	52
Tabela 7 - Estatísticas descritivas dos Accruals	59
Tabela 8 - Correlação entre Variáveis	61
Tabela 9 - Resultados do Modelo Empírico	63
Tabela 10 - Resultado do modelo com a variável alternativa (END_BAN)	68
Tabela 11 - Resumo dos resultados esperados e obtidos em cada hipótese	70

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Lista de siglas

AD – *Accruals* Discricionários

AND – *Accruals* Não Discricionários

AT – *Accruals* Totais

CA – Conselho de Administração

CEE - Comunidade Europeia Económica

CEO – *Chief Executive Officer*

CFO – *Cash flows* operacionais

CG – *Corporate Governance*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

EBITDA- Lucro antes de Juros Imposto Depreciações e Amortizações

EUA - Estados Unidos da América

I&D – Investigação e Desenvolvimento

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE - Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PwC - *PricewaterhouseCoopers*

RGS – Relatório do Governo das Sociedades

ROA - Retorno do Ativo

ROC - Revisor Oficial de Contas

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos

SOX - *Sarbanes-Oxley Act*

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Índice

AGRADECIMENTOS	III
RESUMO	V
ABSTRACT	VII
LISTA DE FIGURAS	IX
LISTA DE TABELAS	XI
LISTA DE SIGLAS	XIII
ÍNDICE	XV
1. INTRODUÇÃO	1
2. GOVERNO DAS SOCIEDADES	4
2.1 Conceito	6
2.2 Teorias	8
2.3 Principais Sistemas de CG	11
2.4 Modelos	14
2.4.1 Modelo Monista ou Latino	14
2.4.2 Modelo Anglo-Saxónico	15
2.4.3 Modelo Dualista	16
2.5 Governo das Sociedades em Portugal	18
3. MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS	20
3.1 Conceito	20
3.2 Motivos	22
	XV

3.2.1 Incentivos relacionados com o mercado de capitais	22
3.2.2 Incentivos contratuais	23
3.2.3 Incentivos de regulação governamental	23
3.3 Modelos	24
 4. GOVERNO DAS SOCIEDADES E MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS	 34
 5. AMOSTRA, VARIÁVEIS E MODELO	 44
5.1 Amostra	44
5.2 Variáveis	47
5.2.1 Variável Dependente	47
5.2.2 Variáveis Independentes	48
5.3 Modelos	55
5.3.1 Modelos de Accruals	55
5.3.2 Formulação do modelo de investigação	57
 6. RESULTADOS	 59
6.1 Accruals	59
6.2 Correlação de dados	60
6.3 Análise Multivariada	63
 7.CONCLUSÕES	 71
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 73
 GLOSSÁRIO	 81

1. Introdução

Nos últimos anos, o crescente número de escândalos financeiros nomeadamente de grandes empresas como a *Enron* e a *WorldCom*, nos EUA, a Parmalat, na Europa, mais concretamente em Itália, e mais recentemente em Portugal o Banco Espírito Santo, despoletou um maior interesse pela temática da manipulação de resultados sendo vários os estudos internacionais e nacionais existentes na literatura.

Segundo Schipper (1989) a manipulação de resultados (*earning management*) é uma intervenção propositada no processo de relato da informação financeira, com o objetivo de obtenção de benefício para os gestores ou para a empresa. Constatase que a flexibilidade das normas tem tido uma utilização oportunista por parte dos gestores de modo a obterem benefícios privados e a divulgarem demonstrações financeiras que melhor se adequam a determinados interesses (Marques e Rodrigues, 2009).

Contudo, a qualidade da informação financeira é extremamente importante porque serve de base para a tomada de decisão dos investidores e de outros *stakeholders*, pelo que deve refletir a verdadeira situação económico-financeira (Cunha, 2013). Assim, o conhecimento das práticas de manipulação utilizadas pelos gestores, originou uma perda de confiança por parte dos investidores sobre a veracidade da informação financeira divulgada. Houve então a necessidade de criar ou rever mecanismos de controlo interno de modo a vigorar a transparência nos relatórios financeiros (Pereira, 2010).

Neste contexto, vários países reformaram as normas de governo societário, tendo como referência o Relatório *Cadbury*, aprovado em 1992 no Reino Unido, onde foram expressas diversas recomendações às empresas cotadas com o objetivo de melhorar o comportamento corporativo. Em Portugal, as práticas de *corporate governance* são efetivamente introduzidas nas empresas portuguesas, em 1999, por via das “Recomendações sobre o governo das sociedades”, publicado pela CMVM. Este conjunto de recomendações não pretende impor modelos rígidos e uniformes, mas sim otimizar o desempenho das sociedades e contribuir para o equilíbrio dos interesses dos acionistas (CMVM, 2007). Com o crescente interesse pela temática, várias recomendações e regulamentos têm sido emitidas ao longo dos anos, tanto a nível internacional como nacional, através de várias organizações, como são exemplo a OCDE, a CMVM e atualmente a IPCG, em Portugal.

O presente estudo pretende então analisar o impacto dos mecanismos de governo das sociedades na manipulação de resultados. Foi selecionada uma amostra de 36 empresas portuguesas cotadas na bolsa *Euronext* Lisboa, no período de 2012 a 2016.

Após recolhida toda a informação financeira necessária foram aplicados três modelos de estimação de *accruals* discricionários (*proxy* da manipulação de resultados): o modelo de Jones (1991), o modelo de Dechow e Dichev (2002) e o modelo de Kothari *et al.* (2005). De referir, que o modelo de Jones (1991) e o modelo de Kothari *et al.* (2005) são similares, dado que ambos utilizam as regressões para controlar os *accruals* não discricionários e estimar de forma indireta o valor dos *accruals* discricionários. No entanto, o modelo de Dechow e Dichev (2002) analisa a qualidade dos *accruals* através da relação entre os *accruals* e os *cash-flows* do período e períodos adjacentes.

Posteriormente, foi desenvolvido o modelo empírico do presente estudo que relaciona algumas características do governo das sociedades e os *accruals* discricionários. As características do governo das sociedades selecionadas, foram: a percentagem de membros independentes no conselho de administração (segundo Fama e Jensen, 1983; Beasley, 1996; Peasnell *et al.*, 2005); a percentagem das participações qualificadas (segundo Shleifer e Vishny, 1997; Chtourou *et al.*, 2001); a percentagem de participações de capital detidas pelos gestores (segundo Ali *et al.*, 2008; Hermawan *et al.*, 2012; Amara, 2017); o número de reuniões realizadas pelo conselho de administração (segundo Vafeas, 1999; Xie *et al.*, 2003), a existência de auditora *Big4* (segundo Deumes *et al.*, 2011; Hermawan *et al.*, 2012) e o modelo de governo das sociedades adotado. Foram ainda incluídas algumas variáveis de controlo, nomeadamente a dimensão da empresa, o retorno do ativo, o nível de endividamento, as oportunidades de crescimento, e uma *dummy* que assume valor um se o resultado líquido do período anterior for negativo.

Os principais resultados evidenciam que um maior nível de membros independentes no conselho de administração tem um impacto positivo na manipulação de resultados e que as empresas que adotam pelo modelo dualista são menos propensas à manipulação. Por último, encontrou-se evidência de quanto maior for o nível de endividamento, menor serão os *accruals* discricionários, sugerindo que o endividamento funciona como um mecanismo de minimização de manipulação devido à existência de contratos com credores, cujas cláusulas contratuais devem ser cumpridas

O presente estudo encontra-se organizado em sete capítulos. Neste primeiro capítulo é apresentado um enquadramento do tema, os objetivos definidos para a realização do trabalho e as principais conclusões. O segundo capítulo aborda a revisão de literatura do tema do governo das sociedades, no que concerne ao conceito e teorias subjacentes, aos principais modelos aplicáveis e à evolução do governo das sociedades em Portugal. O terceiro capítulo integra a revisão de literatura sobre a manipulação de resultados, sendo apresentado o conceito e as motivações que estão na sua origem, e os modelos relevantes na literatura baseados em *accruals* para a deteção de práticas de manipulação. O quarto capítulo é composto pela pesquisa empírica existente sobre a relação entre o governo das sociedades e a manipulação de resultados e é efetuada a apresentação das hipóteses de estudo. O quinto capítulo é referente à metodologia que inclui a amostra, os modelos a testar e as variáveis definidas. O sexto capítulo revela os principais resultados e respetivas análises. Por último, no sétimo capítulo são apresentadas as principais conclusões, as limitações do estudo e sugestões para trabalhos futuros.

2. Governo das Sociedades

A temática do governo das sociedades, ou *corporate governance* em inglês (CG), tem vindo a suscitar um crescente interesse quer no meio académico, quer no meio empresarial. Esta questão não é novidade. Em 1932, Berle e Means já haviam denunciado a problemática em torno do governo das sociedades, nomeadamente os problemas de agência que representam uma ameaça para a maximização do valor da sociedade no seu livro “*The Modern Corporation and Private Property*”. Porém a maior preocupação emergiu em meados da década de noventa do séc. XX devido a vários fatores: o crescimento económico, a globalização, a crise Asiática (1997-1998), a falência de grandes empresas norte americanas provocadas por escândalos financeiros (nomeadamente *WorldCom*, *Enron*, etc.) e, mais recentemente a crise financeira mundial (2007-2008) cujas principais causas foram atribuídas a falhas nos respetivos governos societários (Fernandes, 2014). Os vários acontecimentos mencionados deram origem a novas preocupações tais como o reforço da credibilidade da informação financeira e a eficiência dos sistemas de fiscalização das sociedades cotadas na Bolsa (Cunha e Martins, 2007).

Consequentemente, estas preocupações deram origem ao movimento da reforma do direito societário que iniciou-se na Europa na década de noventa. Em 1992, no Reino Unido, foi aprovado o Relatório de *Cadbury* que passou a constituir uma referência pela essencialidade das suas regras (Pereira, 2013). Neste relatório são expressas diversas recomendações às empresas cotadas com o objetivo de melhorar o seu comportamento corporativo. O código visa reforçar o sistema de administração, aumentar sua eficiência e controlar a prestação de contas da empresa (Pereira, 2013). Mais tarde, em 2002, os EUA publicaram o *Sarbanes-Oxley Act (SOX)*, considerada a maior reforma do direito societário norte-americano desde os anos 30, com o objetivo de restaurar a confiança dos investidores nas sociedades abertas (Faria, 2015). Esta lei visa a criação de mecanismos de auditoria fiáveis nas empresas, de modo a melhorar as divulgações financeiras e a evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar forma de as identificar quando surgem, garantindo a transparência na gestão. A criação de uma comissão de auditoria foi fundada no *Sarbanes-Oxley Act*, com o objetivo de supervisão das tarefas dos auditores (Silva, Vitorino, Alves, Cunha e Monteiro, 2006). Este movimento propagou-se noutros países da União Europeia.

Entre os códigos mencionados, em 1999, a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) ¹ publica os “Princípios de Governo das Sociedades”, sendo objeto de atualização em 2004. “Os princípios da OCDE, embora não-obrigatórios, têm sido expressamente adotados como modelo na elaboração de códigos de bom governo em diversos países europeus(...) Os princípios são um instrumento vivo que contém normas não vinculativas e boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser adaptados às circunstâncias específicas de cada país e região (OCDE, 2004:4). No preâmbulo dos Princípios da OCDE (2004) sobre o governo das sociedades é referido: “Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado” (OCDE, 2004:11)

Portugal, até 1999, tinha pouca informação relativamente à temática do governo das sociedades assim como ausência de tratamento do mesmo comparativamente a outras economias mais evoluídas, nomeadamente o Reino Unido (Relatório de Cadbury em 1992 e o Relatório Hampel em 1998); a França (Relatório Vienot I em 1995); e a Holanda (*Peters Report* em 1997) (Faria, 2015; Silva *et al.*, 2006). O interesse nas práticas de CG aconteceu com a aprovação, pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em 1999, de um conjunto de recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar pelas empresas admitidas à negociação em bolsa. Em 2006, o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) elaborou o “Livro Branco sobre o *Corporate Governance* em Portugal”, com o intuito de contribuir para a transparência, o rigor e a modernização do mercado de capitais português (Silva *et al.* 2006). A aprovação do Decreto-Lei nº 76-A/2006, em 29 de março, introduziu alterações relativamente à estrutura da administração e da fiscalização das sociedades anónimas, sendo previstos três modelos de governo de sociedades com a permissão de adoção do modelo anglo-saxónico (Vitorino, Mendonça, e Dias, 2006). Esta alteração permitiu atualizar e flexibilizar os modelos de governo das sociedades anónimas, tornando o seu funcionamento mais transparente (Cunha e Martins, 2007)

¹ Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico é constituído atualmente por 35 membros, incluindo Portugal.

Ao longo dos anos, o Código das Sociedades Comerciais (CSC) e as recomendações da CMVM foram sujeitos a constantes revisões sempre com o objetivo de promover a competitividade das empresas portuguesas através do ajustamento das boas práticas de governo das sociedades, em prol de uma maior transparência e eficiência (Faria, 2015).

2.1 Conceito

O governo das sociedades é um tema bastante complexo pelo que na literatura são apresentadas definições variadas.

Berle e Means (1932), os pioneiros nesta temática, definem o governo das sociedades como um conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que harmonizam os conflitos entre acionistas e gestores, resultantes da separação de propriedade. Esta separação de propriedade e controlo é comum nas empresas, principalmente as de maior dimensão, devido à insuficiente qualificação dos detentores de capital que optam por delegar a gestão das suas empresas a pessoas especializadas, originando uma relação de agência (Shleifer e Vishny, 1997).

No relatório *Cadbury*, (1992) o conceito de governo das sociedades é definido como o “sistema pelo qual as empresas são geridas e controladas”². A OCDE (2004:11) desenvolve um pouco mais o conceito ao designá-lo como “um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes”. O documento refere ainda que o governo das sociedades estabelece a estrutura através da qual são fixados os objetivos estratégicos da empresa, e define quais os procedimentos e mecanismos de controlo necessários para alcançar esses objetivos. Refere também que devem ser criados incentivos adequados para que haja um alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas e um sistema de fiscalização eficaz.

Na perspetiva de Shleifer e Vishny (1997) o “governo das sociedades lida com as formas pelas quais os investidores se asseguram da obtenção do retorno do seu investimento”³. Na mesma linha de pensamento também Denis e McConnell (2003)

² Cadbury Committee (1992) “the system by which companies are directed and controlled”.

³ Shleifer e Vishny (1997) “corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on their investment”.

referem que o governo das sociedades é um conjunto de mecanismos que encoraja os gestores a tomar decisões que maximizem o valor da empresa.

No Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006:12), o CG é designado pelo “conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida”. Por sua vez, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) refere-se ao governo das sociedades como “um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades” (CMVM, 2007:3). É mencionado que o governo das sociedades comporta uma vertente interna e uma vertente externa, reportando-se à primeira como o conjunto das regras organizativas dentro da sociedade cotada, enquanto que o controlo externo reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado (CMVM, 2007).

Em 2016, o Instituto Português de *Corporate Governance* defende que o CG “deve promover e potenciar o desempenho das sociedades, bem como do mercado de capitais, e sedimentar a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade da administração e da fiscalização e no desenvolvimento sustentado das sociedades” (IPCG, 2016:6).

Com base nas definições apresentadas podemos concluir que o governo das sociedades é um mecanismo que permite minimizar os conflitos de interesses entre gestores e acionistas, e promove a competitividade das empresas contribuindo para a maximização do seu valor.

Os conflitos de interesses surgem quando as empresas não estão a ser geridas de modo a maximizar a riqueza dos acionistas, mas sim de modo a beneficiar os interesses pessoais dos gestores. Seguindo esta linha de pensamento, no ponto seguinte serão apresentadas as teorias e os problemas de agência associadas ao tema do governo das sociedades.

2.2 Teorias

Com o desenvolvimento dos mercados de capitais, houve uma maior dispersão do capital das empresas entre vários acionistas tornando-se dispendioso e complexo que todos eles estejam envolvidos no processo de decisão (Berle e Means, 1932, Fama e Jensen, 1983). Deste modo, foi necessário se proceder à delegação de decisões e funções a uma equipa de gestão, resultando numa separação de propriedade e controlo comumente utilizado nas empresas. Deste modo inicia-se uma relação de agência.

Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a teoria da agência que está diretamente relacionada com a estrutura de propriedade. Segundo estes autores a relação de agência é um contrato onde uma ou mais pessoas (principal/ais) contratam outra pessoa (o agente) para desempenhar tarefas em seu nome, delegando autoridade na tomada de decisão. Para existir este contrato é necessário haver separação de propriedade e controlo.

Shleifer e Vishny (1997) referem que esta separação é frequente nas empresas porque os detentores de capital não estão suficientemente qualificados ou informados para tomar decisões, pelo que contratam uma equipa de gestão qualificada à qual delegam essa função. Porém, a mesma é um fator potencial para o aparecimento de conflitos de interesses entre os gestores e os acionistas, porque ambos visam maximizar os seus interesses pessoais, mas o gestor poderá nem sempre agir no melhor interesse do acionista. Assim é fundamental induzir os gestores a agir em conformidade com os interesses dos detentores de capital. Jensen e Meckling (1976) referem que não é possível que os gestores tomem decisões em benefício dos acionistas a custo zero. Assim, de modo a que os gestores se dediquem à maximização do valor da empresa, os investidores devem criar mecanismos de monitorização de performance e criar incentivos. O custo associado a este alinhamento de interesses denomina-se de custos de agência. Os autores consideram como custos de agência a soma dos custos de elaboração e estruturação de contratos, entre o principal e o agente, do monitoramento das atividades do agente feita pelo principal, de ações promovidas pelo agente para mostrar que os seus atos não serão prejudiciais ao principal e das perdas residuais, provenientes da perda de riqueza do principal por consequência de eventuais divergências.

Este problema é o clássico da teoria da agência (também designado de problema de agência tipo I) e é descrito na literatura por vários autores como Berle e Means (1932), Jensen e Meckling (1976), Fama e Jensen (1983). Segundo Villalonga, Amit, Trujillo e

Guzmán (2014) a concentração de propriedade pode atenuar os problemas de agência do tipo I, justificado pelo facto de que quando a propriedade está concentrada há uma maior tendência de monitorização do comportamento do gestor.

Outro problema de agência – tipo II, foi apresentado em 1986 por Shleifer e Vishny e refer-se ao conflito de interesses entre accionistas maioritários e acionistas minoritários. Este problema é mais comum em empresas familiares e em empresas cuja propriedade está concentrada. Em geral, os acionistas maioritários tem uma participação mais ativa na gestão pelo que têm um maior acesso à informação. Neste caso, os acionistas maioritários podem usar a assimetria da informação em benefício próprio causando uma expropriação dos acionistas minoritários. No entanto, Villalonga *et al.* (2014) referem que se o acionista maioritário for o Estado, um banco ou uma instituição os incentivos dos acionistas de expropriação dos acionistas minoritários podem ser diluídos. A participação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração é mencionada também como uma solução minimizadora deste tipo de conflito (Villalonga *et al.*, 2014).

Na literatura existente é referido um outro problema de agência do tipo III – conflito de interesses entre acionistas e credores, que está relacionado com o grau de endividamento da empresa. Este problema é também chamado de “substituição de ativos ou efeito de mudança de risco e subinvestimento” resultante da dívida excedente originada por investimentos em negócios de risco (Villalonga *et al.*, 2014:15). Tornovsky e Pagano (2016) referem que em tempos de crise os acionistas por vezes adoptam estratégias egoístas de forma a maximizar o valor da empresa, como por exemplo: investimentos muito arriscados que podem ter sucesso e valorizam a empresa, mas também podem ter insucesso e assim pôr em risco a sustentabilidade da mesma; subinvestimentos que podem resultar em dívida excedente e em substituição e/ou alienação de ativos. Na perspetiva de Villalonga *et al.* (2014) os credores antecipam essas situações, e consequentemente aumentam os custos de financiamento da dívida da empresa.

Por último, Villalonga *et al.* (2014) defendem um problema de agência do tipo IV sendo exclusivo das empresas familiares. Este conflito surge entre a “família” (que não são acionistas nem gestores) e os familiares acionistas quando têm objetivos estratégicos diferentes. Os objetivos principais da “família” centram-se na preservação dos valores e visão e na sustentabilidade para gerações futuras. No entanto, os familiares acionistas por vezes têm objetivos próprios, e nem sempre é possível conciliar essa visão com a criação

de valor da empresa. Este tipo de conflito pode ser atenuado com um brainstorming entre os familiares (Lisboa, 2016; Villalonga *et al.*, 2014)

De modo a minimizar os conflitos de interesses anunciados, o governo das sociedades criou mecanismos internos e externos para que os objetivos estratégicos estejam alinhados entre os vários intervenientes. Contudo, Pargendler (2014: 370) defende que o governo das sociedades não é a única solução possível dos problemas de agência, mas sim uma estratégia para abordar essa questão e outros problemas das sociedades.

No contexto de governo das sociedades, a teoria da agência é a teoria com maior relevância, contudo outras teorias estão associadas. A teoria dos direitos de propriedade é uma delas. Esta teoria pressupõe que os contratos são incompletos, isto é, são relações contratuais com lacunas, omissões, cláusulas duvidosas por resultado dos custos de transação e de elevada imprevisibilidade e oportunismo (Rodrigues, 2009). A atribuição da propriedade é um fator importante na temática, porque permite impedir a utilização de um ativo por outros e faculta a tomada de decisão sobre sucessos não previstos nos contratos iniciais, na legislação ou nos costumes, que se definem como direitos residuais (Rodrigues, 2009). Como se verifica uma frequente separação entre a propriedade e o controlo nas empresas, os proprietários têm de se salvaguardar o seu investimento através de mecanismos de modo a evitar a expropriação.

A teoria dos custos de transação foi criada essencialmente pelo Coase (1937) ganhando, posteriormente, importância com os trabalhos de Williamson (1994). Segundo Coase (1937) os custos de transação são custos que os agentes suportam quando recorrem ao mercado, nomeadamente: custos de informação, de negociação e redação e de custos relativos as garantias de cumprimento de contratos. Esta teoria consiste em minimizar os custos resultantes das trocas de recursos nos mercados, apoiando a autonomia da organização. Na perspetiva de Williamson (1994) a estrutura de governo a adotar deve ser a que minimiza os custos totais. Assim sendo, as transações efetuadas no mercado devem ser objeto de um contrato híbrido ou serem internalizadas pela empresa à medida que os custos de transação aumentam.

A teoria da maximização do valor da empresa predomina nas áreas de economia e finanças e propõe que as atividades e decisões dos gestores devem incrementar o valor da empresa a médio/longo prazo (Marques, 2015). No contexto de CG, os gestores devem de agir em conformidade com os interesses dos proprietários, que têm como objetivo

maximizar o valor da empresa com o intuito de rentabilizar seu investimento (Brealey, Myers e Allen, 2000)

Por último, a teoria dos *stakeholders* de Freeman (1984) que resulta essencialmente da ética empresarial, e defende que o comportamento organizacional e a política de interesses deve satisfazer todos os que têm interesse na atividade da empresa. Associado a esta teoria está a expressão *stakeholder* que foi definida por Freeman (1984) como qualquer grupo ou indivíduo que afeta ou é afetado pelo alcance dos objetivos da empresa, referindo que estes são importantes para o sucesso da mesma. Embora o governo das sociedades seja um mecanismo que protege todas as partes interessadas na atividade da empresa, esta teoria é alvo de críticas dado a dificuldade de a implementar. Os *stakeholders* têm diferentes interesses e é difícil a sua conciliação, por consequência iria originar conflitos e dificuldade à gestão, tornando inviável aplicar esta teoria (Marques, 2015).

Em paridade às teorias e aos problemas de agência mencionados é consensual a necessidade de existirem mecanismos de governo das sociedades eficientes com o intuito de concretizar os objetivos estratégicos da empresa. Contudo, os mecanismos utilizados são fortemente influenciados pela legislação ou jurisprudência. Na realidade, o processo de decisão e fiscalização varia consoante o enquadramento legal e institucional (Campos, 2015). Os autores La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) reforçam a importância da proteção legal dos acionistas e como esta poderá explicar o facto de as empresas serem financiadas e detidas de diferentes formas em diferentes países. Neste sentido, no ponto seguinte, serão apresentadas as características de cada um dos principais sistemas de governo das sociedades.

2.3 Principais Sistemas de CG

Conforme referido, os mecanismos de tomada de decisão e fiscalização variam consoante o país, a cultura organizacional e até pode variar de empresa para empresa dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional (Silva *et al.* 2006). Na literatura identificam-se dois sistemas principais de governo: sistema anglo-saxónico (sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado) e o sistema continental (sistema de controlo interno ou sistema baseado nas relações) (Fernandes, 2014). O primeiro tem origem no direito comum (*common law*) caracterizado por ser baseado na jurisprudência e

concede um maior grau de proteção aos investidores. Este é tipicamente adotado pelos Estados Unidos da América e o Reino Unido. Contrariamente, o segundo tem origem no direito civil (*civil law*) sendo que a legislação representa a principal fonte de direito e concede um menor grau de proteção aos investidores. Este é normalmente associado ao Japão, Alemanha e maioritariamente presente nos países da Europa (La Porta *et. al.* 1998).

A distinção entre os dois sistemas é facilmente perceptível, porque as suas características relativamente à estrutura de propriedade, à relevância do mercado de capitais bem como o papel do conselho de administração são indissociáveis de cada um dos sistemas (Fernandes, 2014). De acordo com Silva *et al.* (2006) no sistema anglo-saxónico a propriedade está normalmente dispersa, os investidores institucionais têm uma posição importante na estrutura do acionista e a monitorização realizada pelos acionistas é desvalorizada. Já no sistema continental, a propriedade está concentrada sendo os principais detentores as empresas e famílias, os acionistas valorizam a monitorização da performance dos gestores e as instituições bancárias têm uma forte presença na estrutura acionista. Relativamente ao mercado de capitais, estes têm uma elevada importância no sistema anglo-saxónico cujos os mercados são grandes e líquidos (particularmente as bolsas norte-americanas), enquanto que no sistema continental a sua importância é moderada, e os mercados são estreitos e ilíquidos. (Silva *et al.*, 2006). Outra característica que diferencia estes dois sistemas é a estrutura e funcionamento do conselho de administração (CA). No modelo anglo-saxónico, o conselho de administração é tipicamente integrado por dois tipos de administradores: administradores internos (*insiders*), também designados de executivos, e referem-se a administradores que fizeram carreira na empresa, e administradores externos (*outsiders*) que não são executivos e têm como função principal fiscalizar e avaliar o desempenho dos administradores executivos (Silva *et al.*, 2006). Relativamente ao sistema continental, a estrutura do CA pode ser dividida em dois tipos: dualista (*two-tier*) ou monista (*one-tier*). O modelo dualista, também designado por modelo *two-tier*, predomina em diversos países da Europa (como por exemplo: na Alemanha, Áustria e Suíça). Este é caracterizado pela existência de dois órgãos responsáveis pela administração da empresa: o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão. Já em Portugal predomina o modelo monista, também conhecido como modelo *one-tier*, caracterizado pela existência de um único órgão de administração, o Conselho de Administração. Nalguns países, nomeadamente na França, predominam ambos os modelos (Fernandes, 2014; Silva *et al.*, 2006). Na tabela seguinte

são apresentadas de forma sucinta as principais características dos sistemas de governo das sociedades.

Tabela 1- Principais características dos Sistemas de Governo

	Sistema Anglo-Saxónico	Sistema Continental
Estrutura da Propriedade	Propriedade dispersa. Investidores institucionais detém posições relevantes. Os dividendos são prioritários.	Propriedade concentrada. Os acionistas maioritários são bancos e empresas e família. Os dividendos são menos prioritários.
Papel dos Bancos	Os bancos têm um papel minoritário. Crédito muito disperso.	Têm uma forte presença na estrutura acionista. São importantes no controlo e no financiamento da empresa.
Mercado de Capitais	Muito líquidos.	Menos líquidos.
Conselho de Administração	Integra administradores executivos e maioritariamente adm. não executivos. Os adm. externos fiscalizam os adm. internos.	Controlado por administradores internos ou adm. Externos. A fiscalização é feita por outros órgãos.
Monitorização efetuada pelos acionistas	Não é relevante.	Principais acionistas controlam a performance da gestão.
Monitorização pelo mercado de capitais	O mercado de controlo de capitais está bastante desenvolvido.	O mercado de controlo de capitais é limitado.

Fonte: Adaptado de Weimer e Pape (1999)

Relativamente à tabela 1, verifica-se que os sistemas apresentam diferenças notórias. O sistema anglo-saxónico é normalmente adotado por empresas de grande dimensão e há maior dispersão de propriedade devido ao facto de o mercado de capitais estar bastante desenvolvido, permitindo assim um maior financiamento de capitais. Neste sentido, a dispersão e importância do mercado de capitais origina um maior controlo dos gestores por parte dos agentes de mercado.

Comparativamente ao sistema continental, a propriedade está mais concentrada sendo que acionistas detém elevadas percentagens de capital e as instituições bancárias têm um papel relevante porque as empresas recorrem maioritariamente ao financiamento bancário. Neste sistema o controlo da gestão é exercido pelos acionistas maioritários e pelas instituições bancárias. No que diz respeito à estrutura de administração e fiscalização esta é uma das características diferenciadoras dos sistemas referidos.

Neste sentido, com base no Código das Sociedades Comerciais a estrutura de governo de sociedades é distinta em três modelos específicos, nomeadamente o modelo monista (latino), o modelo anglo-saxónico e o modelo dualista (IPCG, 2011). No capítulo seguinte serão descritos os três modelos de governo das sociedades mencionados.

2.4 Modelos

Para abordar este tema temos por base o Código das Sociedades Comerciais que reflete a generalidade da estruturação dos órgãos de administração das sociedades cotadas.

Em Portugal, até ao ano 2006, as empresas apenas podiam adotar dois modelos de governo das sociedades: o modelo monista e o modelo dualista. Contudo, com a publicação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, é efetuada uma reformulação dos modelos de estruturação dos órgãos de administração sendo introduzido o modelo anglo-saxónico. A existência destes três modelos de governo das sociedades permanece até aos dias de hoje.

De seguida, serão apresentadas as características de cada um dos modelos mencionados.

2.4.1 Modelo Monista ou Latino

Este modelo é constituído por três órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração (que pode incluir membros executivos e não executivos) e o Conselho Fiscal (composto maioritariamente por independentes⁴). O modelo Monista (Latino) reforçado inclui ainda um Revisor Oficial de Contas (ROC).

É característico deste modelo a monitorização e a gestão estarem centralizadas no mesmo órgão. A Assembleia Geral tem poder de decisão na eleição dos membros de controlo e gestão da organização. “Este modelo não é aconselhado para sistemas legais dominados por grupo de acionistas fortes e controladores, o que pode conduzir a custos de agência entre os acionistas” (Batista 2009: 15). Neste modelo pode não haver separação de

⁴ Considera-se um membro independente quem não está associado a qualquer grupo de interesses nem se encontra em situação suscetível de afetar a sua isenção (art.º 414.º, n.º 5, CSC)

papéis entre o Presidente do Conselho de Administração e o Presidente da Comissão Executiva (Fernandes, 2014).

Figura 1 - Modelo Monista ou Latino Reforçado



Fonte: Adaptado de IPCG (2011:5)

Segundo Leal e Camuri (2008) este modelo é predominante quando os detentores de capital são famílias e empresas estatais, com uma elevada participação de capital, facto este que determina que os conflitos de agência surjam ao nível da expropriação e não dos problemas clássicos que envolvem acionistas e gestores. Este modelo é o modelo de governo das sociedades mais utilizado nas sociedades anónimas portuguesas (Silva *et al.*, 2006).

2.4.2 Modelo Anglo-Saxónico

O modelo anglo-saxónico é constituído por três órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho de Administração e um Fiscal Único. A função de supervisão e fiscalização da sociedade é da competência da Comissão de Auditoria e do Revisor Oficial de Contas. Neste modelo, a fiscalização é exercida no seio do próprio órgão de administração, permitindo assim uma maior assimetria da informação (Batista, 2009).

O modelo Anglo-Saxónico diferencia-se do modelo anterior pelo facto do Conselho de Administração incorporar uma Comissão de Auditoria. Este órgão é constituído no mínimo por 3 administradores com qualificações e experiência profissional adequadas e,

nalguns casos necessariamente independentes (Cardigo, 2006). A Assembleia Geral só pode remover um membro da comissão de auditoria se cumprir as seguintes condições: ser por justa causa e é necessário haver uma resolução da Assembleia Geral, tendo esta de ser aprovada em Tribunal (Batista, 2009).

Figura 2 - Modelo Anglo-Saxónico



Fonte: Adaptado de IPCG (2011:5)

Este modelo é caracterizado pela delegação de funções de gestão e pela elevada dispersão de capital, em resultado do financiamento no mercado de capitais (Leal e Camuri, 2008). Devido à estrutura acionista dispersa e à reduzida influência dos acionistas, é concedido uma maior proteção dos acionistas minoritários (Batista, 2009).

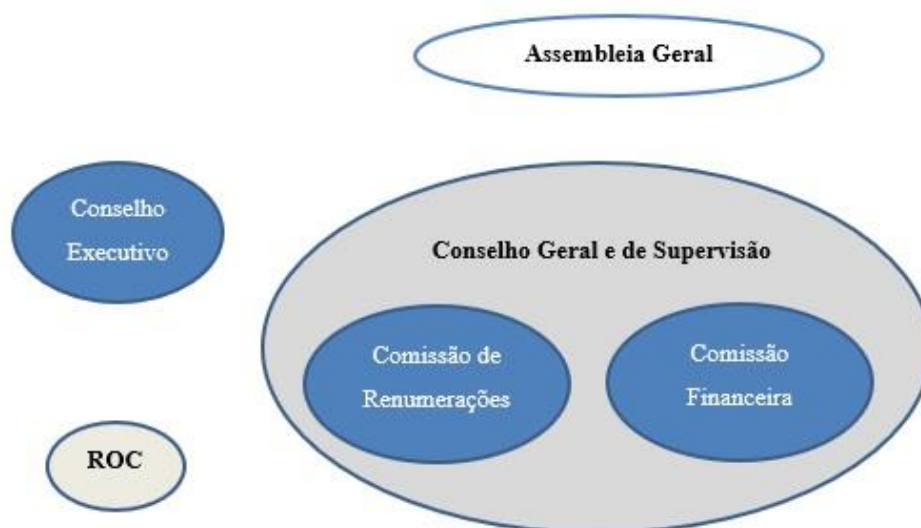
2.4.3 Modelo Dualista

O modelo dualista é constituído por quatro órgãos: a Assembleia Geral, o Conselho de Geral, o Conselho Executivo e o ROC. Esta estrutura é caracterizada pela existência de dois órgãos responsáveis pela administração da empresa: o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Executivo (Fernandes, 2014). De acordo com Batista (2009), o Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral que podem ser ou não acionistas. Este órgão deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos, bem como a avaliação de desempenho dos membros da

direção. O Conselho Executivo é composto por membros eleitos pelo Conselho Geral ou pela Assembleia Geral. Neste modelo, o *Chairman* (Presidente do Conselho) e o *Chief Executive Office* (CEO) (Presidente Executivo) são pessoas distintas e existe uma maior separação de papéis entre a gestão e os detentores de propriedade devido ao facto de os membros do Conselho Executivo não serem diretamente nomeados pela Assembleia (Batista, 2009). De acordo com Batista (2009), a Assembleia está limitada a dois poderes: a alteração dos estatutos e a nomeação e destituição dos membros do Conselho Geral e de Supervisão.

A Comissão Financeira tem como principal função o controlo interno e gestão de risco na sociedade, nomeadamente a fiscalização dos domínios referentes à informação financeira, às práticas contabilistas, à revisão oficial de contas e auditoria (Pereira, 2013). A Comissão de Remunerações tem a seu cargo a fixação de remunerações. Todos os seus membros devem ser independentes relativamente aos membros executivos do conselho de administração, pelo menos um membro deve ter conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração (Marques, 2015).

Figura 3 - Modelo Dualista



Fonte: Adaptado de IPCG (2011:5)

De acordo com Leal e Camuri (2008), este modelo tem como característica a presença significativa das instituições financeiras na estrutura de capital, sendo o crédito bancário

de médio/longo prazo um dos principais tipos de financiamento. Os autores referem que atualmente este modelo tem evoluído para uma maior capitalização por meio do mercado de capitais como consequência da crescente influência da União Europeia.

2.5 Governo das Sociedades em Portugal

Com a globalização dos mercados, a crescente internacionalização das empresas e o desenvolvimento dos mercados de capitais houve a necessidade de criação de parâmetros de segurança e de organização dos agentes dos mercados. Portugal não ficou indiferente a esta problemática (IPCG, 2018). As normativas associadas ao Governo das Sociedades foram acompanhando a evolução, sofrendo alterações ao longo dos tempos. Sendo Portugal um país comunitário foi obtendo influências de ordem jurídica resultantes de reflexões de diferentes instituições, nacionais e internacionais, em particular ao nível das instituições europeias e da OCDE (Campos, 2015). As normas jurídicas devem ter como preocupação prioritária a defesa do interesse dos investidores, definindo regras que permitam o alinhamento de interesses entre acionistas e gestores. Para este efeito Portugal dispõe do CSC normativo que se apresenta como elemento central da regulação jurídica das sociedades comerciais (Campos, 2015).

O Código das Sociedades Comerciais, em vigor desde 1986, surge da adesão de Portugal à Comunidade Europeia Económica (CEE), pois houve a necessidade de harmonizar a legislação portuguesa com as diretivas comunitárias. “Nele constam os princípios e regras básicas de direção e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais, representando significativa modernização da legislação comercial anterior” (Silva *et al.*, 2006:66).

Em 1999, por via das recomendações e regulamentos sobre o Governo das Sociedades Cotadas publicados pela CMVM, as práticas de CG são efetivamente introduzidas nas empresas portuguesas (Silva *et al.*, 2006). Este conjunto de recomendações não pretende impor modelos rígidos e uniformes, mas sim otimizar o desempenho das sociedades e contribuir para o equilíbrio dos interesses dos acionistas (CMVM, 2007).

O Código dos Valores Mobiliários, em vigor desde março de 2000, “inclui no seu normativo um conjunto de dispositivos dedicados especificamente às sociedades com o

capital aberto ao investimento público⁵ designadamente no que respeita aos deveres informativos, disciplina das deliberações sociais e proteção dos investidores” (Silva *et al.*, 2006:66).

Em 2001, o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 tornou obrigatória a divulgação pública e anual do grau de cumprimento das recomendações e forneceu um modelo de relatório anual sobre o governo da sociedade para ser preenchido em anexo ao relatório de gestão ou em capítulo separado deste numa filosofia de *comply or explain*. O Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, elaborado em 2006 pelo IPCG, contribuiu também para o desenvolvimento e atualização dos sistemas de CG nas sociedades portuguesas. Neste constava a explicação do conceito, os sistemas de governo existentes e um conjunto de recomendações (Silva *et al.*, 2006).

Em Portugal os primeiros modelos a serem adotados foram os modelos monistas orientados essencialmente para os acionistas, com raízes no sistema continental. O conselho de administração era o único órgão de gestão, as funções de executivas de supervisão estavam concentradas na mesma pessoa e havia uma deficiente proteção dos acionistas minoritários e *stakeholders* (Batista, 2009). Em 2006, com a aprovação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, foi permitido a adoção do modelo anglo-saxónico. Atualmente, o CSC permite a adoção de um dos três modelos: monista, dualista e anglo-saxónico.

Com o intuito de promover a difusão das boas práticas do governo societário, em 2016, é aprovado o Código de *Corporate Governance* do Instituto Português de *Corporate Governance* em alternativa ao Código CMVM. O código é de adesão voluntária e assenta também na regra *comply or explain*. Procura garantir uma maior facilidade de adequabilidade das sociedades ao seu articulado e assegurar o cumprimento do difícil objetivo de o tornar adaptável a realidades muito heterogéneas dos seus destinatários. É um código direcionado ao mercado de capitais português, ou seja, destina-se a sociedades abertas, particularmente as emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, que estão obrigadas a adotarem um código de governo das sociedades (IPCG, 2016). Contudo, as boas práticas do governo das sociedades são recomendadas a todas as sociedades porque contribuem para uma melhor performance e favorece todas as pessoas com interesse na sociedade – investidores, credores e trabalhadores (Cunha e Martins, 2007).

⁵ Sociedades Abertas

3. Manipulação de Resultados

A manipulação de resultados tem assumido nos últimos anos uma maior importância por consequência dos vários escândalos financeiros de empresas de grande dimensão como a *Enron*, *Xerox*, *Worldcom* (nos Estados Unidos), a *Parmalat* (na Europa, mais concretamente em Itália), e mais recentemente, o caso do Banco Espírito Santo em Portugal. Também a crise financeira de 2007/2008 impulsionou o debate deste tema dado que muitas empresas consideradas rentáveis entraram em processo de insolvência, causando dúvidas sobre a qualidade da informação financeira divulgada (Carreira, 2017).

Na literatura estes acontecimentos estão associados a falhas nos mecanismos de controlo nas organizações (Einiba e Eltaweel, 2012). Tal facto, desencadeou uma preocupação e necessidade de criar ou rever mecanismos de controlo interno de modo a vigorar a transparência nos relatórios financeiros (Pereira, 2010).

A qualidade da informação financeira é extremamente importante porque serve de base para a tomada de decisão dos investidores e de outros *stakeholders* (Cunha, 2013). Assim sendo, a informação divulgada deve refletir uma imagem verdadeira e apropriada da situação económico-financeira. O crescente interesse pela temática proporcionou o desenvolvimento de vários métodos empíricos para a deteção de práticas de manipulação de resultados (Cunha, 2013)

Na perspetiva de Marques e Rodrigues (2009) estudos efetuados sobre a manipulação de resultados permitiram identificar alguns fatores que funcionam como mecanismos dissuasores destas práticas como sejam as estruturas de governo das sociedades, o controlo exercido pelos auditores externos e os sistemas legais de proteção dos investidores.

3.1 Conceito

Devido à grande competitividade do mercado, atualmente as empresas têm de ser inovadoras de modo a marcar a diferença. Essa exigência origina uma maior pressão sobre os gestores na concretização dos objetivos definidos pela empresa, nomeadamente na maximização do seu valor.

Nem sempre os resultados vão de encontro às expectativas e por isso os gestores podem tentar tirar proveito da sua posição e modificar os relatórios financeiros da empresa com intenção de “enganar” partes interessadas sobre a performance da mesma, ou para influenciar determinados contratos que dependem da informação contabilística prestada. Surge então a manipulação de resultados (Healy e Wahlen, 1999)

Segundo Schipper (1989) a manipulação de resultados (*earning management*) é uma intervenção propositada no processo de relato da informação financeira, com o objetivo de obtenção de benefício para os gestores ou para a empresa. A manipulação dos resultados é assim utilizada para ocultar o desempenho atual da empresa dos acionistas ou de outros *stakeholders* (Klein, 2002).

Mulford e Comiskey (2005) definem *earning management* como a manipulação ativa de resultados em direção a um objetivo pré-definido, seja este definido por um órgão de gestão, por uma previsão de um analista ou um determinado objetivo contratual. Por sua vez, Ronen e Yaari (2008) definem manipulação de resultados como uma estratégia de gestão de resultados contabilísticos resultante da discricionariedade dos órgãos de gestão no que respeita a opções contabilísticas e fluxos de caixa operacionais.

As normas contabilísticas são flexíveis de modo a possibilitar a sua adaptação às diferentes características de cada empresa. Contudo, tem-se verificado que a flexibilidade das normas tem tido uma utilização oportunista por parte dos gestores de modo a obterem e a divulgarem demonstrações financeiras que melhor se adequam a determinados interesses (Marques e Rodrigues, 2009)

É de salientar que o conceito de manipulação de resultados não se enquadra no âmbito da fraude contabilística. Ambas consistem no recurso a técnicas com intuito de alcançar resultados desejados, mas divergem nas técnicas adotadas. A fraude está associada a um conjunto de ações ou atitudes que infringe a lei e regulamentos sendo punida legalmente, enquanto que a manipulação de resultados implica discricionariedade praticada pelos gestores para alterarem os resultados, de acordo com as suas motivações (Borrvalho, 2007; Carreira, 2017).

3.2 Motivos

Tendo por base a literatura existente, o motivo subjacente à adoção por parte dos gestores das empresas de medidas tendentes à manipulação de resultados são os incentivos na expectativa de obtenção de um benefício pessoal ou para a empresa (incentivos positivos), ou na expectativa de evitar uma penalização ou prejuízo (incentivos negativos) (Moreira, 2013).

Estes incentivos resultam de estímulos originados pelo contexto económico-legal em que a empresa se insere. Healy e Wahlen (1999) classifica-os em três grandes grupos: incentivos relacionados com o mercado de capitais, incentivos contratuais e incentivos de regulação governamental.

3.2.1 Incentivos relacionados com o mercado de capitais

No mercado financeiro os investidores procuram ações de empresas que apresentem resultados favoráveis e sustentáveis, de modo a garantir o retorno do seu investimento. As empresas que ostentem uma maior capacidade de gerar resultados e estabilidade observam uma valorização nas suas ações, e tornam-se mais atrativas para potenciais investidores (Cunha, 2013). Os gestores são então estimulados a evitar reportar perdas ou decréscimos de resultados para não defraudarem as expectativas dos investidores, porque caso contrário as ações tenderiam a desvalorizar e a perceção do risco por parte dos investidores iria alterar (Moreira, 2013). Dechow e Dichev (2002) constataram que as empresas com resultados líquidos negativos consecutivos, são mais propensas à manipulação de modo a evitar que a reputação da empresa seja prejudicada.

Segundo os autores Degeorge, Patel e Zeckhauser (1999) e Matsumoto (2002) quando os resultados excedem as expectativas, por vezes os gestores podem manipular negativamente os resultados devido à insegurança de não conseguirem atingir e/ou exceder esses resultados no futuro. Sendo que no mercado de capitais, os investidores apenas têm acesso à informação divulgada, pode-se concluir que a manipulação dos resultados ocorre de modo a ser apresentado uma situação financeira positiva ou que corresponda às previsões financeiras (Carreira, 2017).

3.2.2 Incentivos contratuais

Outro incentivo referido na literatura está relacionado com determinados contratos, tais como: financiamento bancário, emissões obrigacionistas ou de crédito comercial e os contratos de remuneração dos gestores (Cunha, 2013). Segundo Healy e Wahlen (1999), a informação financeira serve de instrumento de monitorização e regulação dos contratos entre a empresa e os diferentes *stakeholders*. Sweeney (1994) encontrou evidência estatística de que as empresas recorrem regularmente às práticas de manipulação de resultados quando correm o risco de não cumprimento de algumas cláusulas contratuais.

De forma a avaliar a capacidade da empresa em cumprir os seus compromissos financeiros, e de assegurar o menor risco possível, os contratos de financiamento são baseados no cumprimento de determinados rácios financeiros (Gomes, 2015). Desta forma, os gestores tendem a manipular os resultados de modo a evitar o incumprimento de tais rácios que origina penalidades, como por exemplo o acesso a futuros créditos ou obtenção de melhores condições de crédito. (Cunha, 2013).

Outro motivo está relacionado com os contratos estabelecidos com gestores. Um dos mecanismos utilizados para o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas é a celebração de contratos de remuneração que aliciam o gestor a maximizar os objetivos da empresa, e consequentemente dos acionistas, indexando uma parte da sua remuneração aos resultados obtidos. Consequentemente, os gestores tendem a manipular os resultados com o objetivo de aumentar a sua riqueza (Nunes, 2014).

3.2.3 Incentivos de regulação governamental

Estes incentivos são semelhantes aos referidos anteriormente diferenciando-se quanto à sua origem pois resulta da presença de legislação e entidades reguladoras, como por exemplo a banca e as agências de seguro. Estas organizações estão dependentes do cumprimento de determinados requisitos, pelo que propicia a manipulação de resultados (Gomes, 2015).

De acordo com Healy e Wahlen (1999), a manipulação tem como objetivo contornar a legislação, de modo a evitar a intervenção das entidades reguladoras implicando custos políticos. Mulford e Comiskey (2005) defendem que as empresas de maior dimensão,

nomeadamente as entidades públicas, são incentivadas a subavaliar os resultados de modo a evitar a pressão relativamente aos aumentos salariais e baixa de preços.

Por último, o incentivo fiscal, ou seja, o recurso a práticas de manipulação de resultados no sentido de diminuição dos resultados contabilísticos com o intuito de redução da carga tributária. O efeito fiscal, em especial, o imposto sobre o rendimento tem maior afluência nas situações em que os gestores das empresas são também eles proprietários e quando existe uma relação direta entre a contabilidade e a fiscalidade (Cunha, 2013).

Em suma, é possível concluir que os incentivos mencionados têm subjacente um contexto económico e empresarial caracterizado por três elementos principais, na perspetiva de Moreira (2013): a diferenciação entre a propriedade e a gestão, auditorias efetuadas por auditoras de renome e a independência entre a contabilidade e a fiscalidade. O mercado português é maioritariamente composto por micro e pequenas empresas (96,2% micro e 3,2% pequenas, Pordata, 2018), existe uma maior proximidade entre o órgão de gestão e o proprietário, ou geralmente nem diferenciação há porque o detentor de capital é quem gere o negócio, e a contabilidade e a fiscalidade intrinsecamente ligadas. Adicionalmente, os principais destinatários da informação financeira são a administração e as instituições financeiras porque estas empresas financiam-se sobretudo na banca, com o intuito de fazer face a necessidades de tesouraria e/ ou investimento em equipamentos mais inovadores para se diferenciarem num mercado mais vez mais competitivo. Tendo em conta este panorama, os incentivos à manipulação de resultados dividem-se entre o aumento do benefício fiscal, o aumento do poder negocial junto da banca e o cumprimento de rácios económico-financeiros (Faria, 2015; Nunes, 2014).

3.3 Modelos

A manipulação não é facilmente perceptível para utilizadores externos da informação financeira, porque não têm acesso privilegiado à informação. No entanto, qualquer investidor com recurso a ferramentas simples e eficazes pode facilmente recolher indícios sobre a qualidade da informação financeira de uma dada empresa (Moreira, 2013).

Na literatura existem vários métodos de deteção de manipulação de resultados regularmente utilizados em estudos empíricos deste tema, nomeadamente os métodos

baseados na distribuição de frequências; outros baseados em *accruals*; análise de variáveis e rácios e ainda a aplicação de modelos *probit* (Carreira, 2017).

Na manipulação de resultados existem duas formas distintas de abordagem: através das operações reais ou através dos *accruals*⁶. São mais propensas as práticas de manipulação por *accruals* por parte dos gestores do que por operações reais porque implica a participação de terceiros (Cunha, 2013). No entanto, em termos de deteção, as ações de manipulação sobre os *accruals* observam maior facilidade de deteção por parte dos utilizadores da informação financeira (Cunha, 2013)

Os estudos baseados nas distribuições de frequências centram-se no estudo das propriedades estatísticas da distribuição dos resultados contabilísticos. Este método foca-se no comportamento dos resultados, mais concretamente no lucro zero e no resultado do período anterior. Quando encontrada alguma evidência de descontinuidade em torno destes pontos, sugere a existência de manipulação de resultados (Burgstahler e Dichev, 1997; Degeorge *et al.*, 1999). Contudo, este método é criticado dado que a descontinuidade em torno dos pontos pode estar associada ao efeito assimétrico de algumas componentes do resultado, como por exemplo o imposto sobre o rendimento. Quando as empresas liquidam o imposto, o resultado após o imposto é reduzido, aumentando assim a frequência em torno de zero. Também os resultados negativos são apontados como um fator que acentua esse comportamento (Alves, 2014). O método mais frequente no estudo empírico de prática de manipulação de resultados é baseado nos *accruals*. Teoh, Welch e Wong (1998) definem os *accruals* como ajustamentos contabilísticos que correspondem à componente dos resultados ainda não concretizada em pagamentos e recebimentos. De acordo com Ronen e Yaari (2008) os *accruals* surgem quando existe uma discrepância entre o momento de fluxo de caixa e o momento de reconhecimento. Moreira (2013:12) “refere que os *accruals* são como um passo intermédio entre o momento em que a empresa gera vendas/ custos e o momento em que recebe essas vendas (ou paga os custos), permitindo que o resultado operacional reflita vendas não recebidas e custos não pagos”. Em termos contabilísticos, denomina-se de *acrécimos* e é um princípio que está presente na elaboração das demonstrações financeiras. Neste contexto, o resultado operacional consiste na soma do fluxo de caixa gerado, num determinado período de tempo, adicionado das componentes

⁶ O termo “*accruals*”, em português, corresponde à variação do ativo circulante ou fundo de maneo. Esta nomenclatura será utilizada neste estudo por motivos de simplicidade.

desse resultado que não se concretizaram ainda em recebimentos ou pagamentos (*accruals*) (Moreira, 2013)

Healy (1985) classifica os *accruals* como discricionários e não discricionários. Os *accruals* discricionários correspondem às intervenções intencionais dos gestores no sentido de produzirem os efeitos desejados sobre os resultados. Contrariamente, os lançamentos contabilísticos que resultam da atividade normal da empresa denominam-se de não discricionários como por exemplo o valor de vendas e o valor dos ativos tangíveis. Healy (1985) refere ainda alguns exemplos de *accruals* discricionários, nomeadamente: a constante alteração de métodos de depreciação dos ativos ou do método de valorização das existências, redução de perdas por imparidade, diferimentos, entre outros.

Relativamente às ações de manipulação por operações reais, segundo Roychowdhury (2006) consiste no desvio das práticas operacionais normais, motivado pelo desejo dos gestores a induzir em erro os *stakeholders* ao acreditarem que determinadas metas dos relatórios financeiros foram alcançadas como resultado do decurso da atividade normal da empresa. Alguns exemplos destas práticas são: a oferta de descontos temporários e condições de créditos mais flexíveis com o intuito de aumentar o valor de vendas, o aumento da produção de modo a diluir custos, a redução de gastos em publicidade e em Investigação e Desenvolvimento (I&D), entre outros (Roychowdhury, 2006).

O método mais tradicional é o da análise de evolução de rácios / indicadores extraídos das rubricas das demonstrações financeiras. Ao longo dos diferentes períodos de análise económico-financeira os rácios tendem a permanecer regulares. Caso se verifique alguma irregularidade esta deve ter subjacente um motivo económico viável, pois caso contrário, poderá indicar uma potencial manipulação (Barbosa, 2014). Contudo, a análise de rácios não é eficaz quando aplicado a empresas de maior dimensão ou a um conjunto de empresas. Outra limitação refere-se à dificuldade em identificar a variável utilizada como elemento de manipulação (Cunha, 2013).

Os modelos de *probit*, à semelhança do método das distribuições de frequências, permitem identificar a descontinuidade entre os intervalos em torno do lucro zero. São modelos que assumem valores entre 0 e 1. É um método que permite testar a robustez dos resultados obtidos a partir da análise gráfica (Moreira e Pope, 2007)

Na literatura, os modelos baseados em *accruals* são os mais abordados para a análise da qualidade da informação financeira. Estes modelos visam separar no resultado

contabilístico a componente não discricionária (resultado da atividade operacional) da componente discricionária (resultado das escolhas contabilísticas dos gestores) (Alves, 2014). Estes modelos apresentam algumas desvantagens e limitações tais como: a inadequada escolha de variáveis explicativas, dificuldade na obtenção de dados temporais e possibilidade de resultados manipulados em períodos anteriores. Porém, estas metodologias são as que permitem obter melhores resultados na deteção de práticas de manipulação de resultados (Cunha, 2013). Esta será então a metodologia utilizada no desenvolvimento deste estudo.

Seguidamente são apresentados os modelos clássicos para a deteção da manipulação de resultados através dos *accruals*, nomeadamente: o modelo de Healy (1985), o modelo de Jones (1991), o modelo de Dechow, Sloan e Soenen (1994), o modelo de Dechow e Dichev (2002) e o modelo de Kothari, Leone e Wasley (2005).

Modelo de Healy (1985)

De acordo com Healy (1985) a manipulação de resultados é possível detetar através de um modelo baseado em *accruals*. Na sua perspetiva os *accruals* são compostos por uma componente discricionária (AD) e outra não discricionária (AND), sendo que esta está relacionada com fatores macroeconómicos. Assim, é com base nos *accruals* discricionários que se pode detetar se há efetivamente manipulação, uma vez que são suscetíveis de ajustamentos.

O modelo Healy (1985) tem a seguinte equação:

$$AND_{i,t} = \frac{\sum_t AT_{i,t}}{T}$$

Os *accruals* totais (AT) são calculados através da seguinte expressão:

$$AT_{i,t} = \frac{(\Delta AC_{i,t} - \Delta Disp_{i,t}) - (\Delta PC_{i,t} - \Delta Div_{i,t}) - Dep_{i,t}}{A_{i,t-1}}$$

Em que:

$AND_{i,t}$ - *Accruals* não discricionários;

$AT_{i,t}$ - *Accruals* Totais;

$\Delta AC_{i,t}$ - Variação anual do ativo corrente;

$\Delta Disp_{i,t}$ - Variação anual das disponibilidades;

$\Delta PC_{i,t}$ - Variação anual do passivo corrente;

$\Delta Div_{i,t}$ - Variação anual das dívidas de curto-prazo;

$Dep_{i,t}$ - Valor anual de gastos de depreciação e amortizações;

A_{it-1} - Ativo Total no período t-1

T – Número de períodos de tempo considerados;

i – Empresa i;

t – Período t.

O montante de *accruals* discricionários (AD) é encontrado pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários)

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it}$$

A principal limitação do modelo Healy (1985) deve-se ao facto de considerar que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo do tempo.

Modelo de Jones (1991)

Nos estudos empíricos internacionais é bastante frequente o uso do modelo de Jones (1991) destacando-se na literatura como o modelo que mais contribuiu para o desenvolvimento desta temática (Alves, 2014). Permite a estimação dos *accruals* não discricionários para períodos futuros com base em variáveis fundamentais, recorrendo à utilização de regressões, para posteriormente estimar o valor dos *accruals* discricionários (Cunha, 2013).

O modelo supõe que os *accruals* não discricionários dependem da variação das vendas e dos valores dos ativos fixos tangíveis. Na perspectiva de Jones (1991) o volume dos *accruals* correntes que serão necessários, dependem da receita e os *accruals* não correntes (depreciações) dependem do montante do ativo fixo. O modelo é representado pela seguinte expressão:

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$ - *Accruals* Totais;

$A_{i,t-1}$ - Ativo total;

$\Delta VND_{i,t}$ - Variação nas vendas;

$AFT_{i,t}$ - Ativo fixo tangível;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

Jones (1991) inclui as variações nas vendas porque as alterações nas contas de fundo de maneo dependem de variações nas vendas. O ativo fixo tangível é incluído para captar a parte dos *accruals* totais relacionada com as depreciações não discricionárias.

Todas as variáveis são deflacionadas pelo ativo total do ano t-1 de forma a diminuir a heteroscedasticidade e para permitir efetuar comparações entre as empresas na medida em que é controlado o efeito de escala (Jones, 1991).

Os coeficientes estimados serão utilizados para calcular os *accruals* não discricionários utilizando a expressão seguinte:

$$\frac{AND_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

AND- *Accruals* não discricionários;

A diferença entre esta previsão dos *accruals* não discricionários e os *accruals* totais é o erro da previsão ($\varepsilon_{i,t}$), que é considerado como proxy dos *accruals* discricionários. Quando erro ($\varepsilon_{i,t}$), for significativamente diferente de zero, constitui um indício de manipulação.

$$\varepsilon_{i,t} = \frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} - \left[\beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) \right]$$

ou então:

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it}$$

Em que:

AD - *Accruals* discricionários;

Uma das principais vantagens do modelo é a sua capacidade de adaptação a outras variáveis consideradas importantes no estudo dos *accruals*. É considerado um modelo prático e eficaz na deteção de manipulação de resultados (Barbosa, 2014).

Este modelo não é isento de críticas. A crítica com maior relevância reside no facto de o modelo assumir que a variável vendas não é alvo de manipulação. No entanto, as vendas podem sofrer intervenções intencionais por parte dos gestores. Neste modelo, quando ocorre manipulação através das vendas, os testes podem levar a concluir pela sua inexistência, quando de facto houve manipulação das vendas (Alves, 2014).

Modelo de Dechow, Sloan e Soenen (1995)

Dechow *et al.* (1995) basearam-se no modelo de Jones (1991) e modificaram-no com o intuito de eliminar o erro de estimação dos *accruals* discricionários relacionado com a

variável de vendas. Os autores propõem a correção da conta de rendimentos do modelo original pela conta de recebimentos.

Assim sendo, o modelo operacionaliza-se da seguinte forma:

$$\frac{AND_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{\Delta Clientes_{i,t}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AND_{i,t}$ – *Accruals* não discricionários;

$A_{i,t-1}$ – Ativo total;

$\Delta VND_{i,t}$ – Variação nas vendas;

$\Delta Clientes_{i,t}$ – Variação nas contas de clientes (clientes t – clientes t-1) divididos pelo ativo de t-1.

$AFT_{i,t}$ – Ativo fixo tangível;

$\varepsilon_{i,t}$ – Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

As estimativas dos parâmetros são obtidas de forma igual à do modelo de Jones (1991) variando apenas a estimativa dos *accruals* não discricionários no período do evento. Uma das principais limitações deste modelo reside no facto de assumir que todas as variações das vendas a crédito são resultado de manipulação. Este facto poderá ser impróprio em certas alturas, porque com o aumento do volume de negócios é expectável que o saldo de clientes aumente, podendo levar a conclusões erradas (Reis, 2015).

Modelo de Dechow e Dichev (2002)

Dechow e Dichev (2002) desenvolveram um modelo que permite mensurar a qualidade dos *accruals* discricionários e não discricionários relacionando-os com os *cash-flows*, contrariamente ao modelo Jones (1991). O modelo incorpora os *cash-flows* operacionais do ano anterior, do próprio ano e do ano seguinte, sendo todas as variáveis

deflacionadas pelo total de ativo do ano t-1 para reduzir a heteroscedasticidade e para que se possam ser feitas comparações entre as empresas. O modelo é construído através de uma regressão da variável *accruals* totais (AT) e pelo *cash-flow* operacional (CFO):

$$AT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$ – *Accruals* Totais;

CFO – *Cash-flows* operacional;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

Assim, o modelo calcula a variação do capital circulante com base nos cash-flows realizados no passado, presente e futuro. Como os erros calculados dizem respeito aos *accruals* que não estão relacionados com os *cash flows* realizados, quanto maior for o desvio-padrão dos erros, menor será a qualidade dos *accruals*.

Este modelo ultrapassa uma das limitações do modelo de Jones, através da ligação entre os fluxos de caixa e os *accruals*. No entanto, também tem limitações, pois apenas se concentra nos *accruals* de curto-prazo, não apresenta com confiabilidade a relação entre a manipulação de resultado e a eficiência de mercado e não separa os *accruals* discricionários da fraca performance da empresa não intencional (Gois, 2014).

Modelo Distribucional de Kothari, Leone e Wasley (2005)

O modelo Kothari *et al.* (2005) é um ajustamento ao modelo de Jones, introduzindo a variável retorno do ativo (ROA) de modo a controlar o desempenho financeiro das empresas. Assim, o modelo tem a seguinte expressão:

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$ - *Accruals* Totais;

A_{it-1} - Ativo total;

$\Delta VND_{i,t}$ - Variação nas vendas;

$AFT_{i,t}$ - Ativo fixo tangível;

$ROA_{i,t}$ - Retorno do Ativo;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

Relativamente ao modo de estimação do modelo, este é igual ao modelo de Jones. Os autores defendem que a variável ROA controla o efeito de desempenho sobre os acréscimos discricionários mensurados e permite detetar desempenho operacional anormal. Este modelo apresenta limitações, nomeadamente, o facto de o modelo retirar inúmeros *accruals* discricionários quando se efetua a manipulação de resultados, causando assim uma redução do poder explicativo do modelo (Carreira, 2017).

4. Governo das Sociedades e Manipulação de Resultados

Como referido anteriormente a manipulação de resultados (*earning management*) consiste na intervenção propositada nos relatórios de informação financeira com o intuito de obtenção de um benefício por parte dos gestores ou da empresa (Schipper, 1989; Burgstahler e Dichev, 1997; Healy e Wahlen, 1999). Vários são os incentivos associadas a esta prática, uns devido à pressão exigida pelos mercados de capitais, como por exemplo aumentar a rentabilidade das ações, e evitar perdas dos resultados, outros de natureza contratual que têm subjacentes recompensas remuneratórias ou penalizações (Cunha, 2013; Nunes, 2014).

As repercussões globais associadas à crise financeira com origem nos Estados Unidos da América (EUA) e sucessivos escândalos financeiros foram associados a falhas nos mecanismos da estrutura de governo das sociedades provocando um maior interesse pela temática. Na literatura existente encontram-se inúmeros estudos empíricos que investigam a relação entre o governo das sociedades e a manipulação de resultados (por exemplo: Fama e Jensen, 1983; Beasley, 1996; ChROUTOU, 2001; Moreira e Pope, 2007). Maioritariamente dos estudos recorrem aos modelos baseados em *accruals* discricionários, justificado pelo facto de a manipulação por via de *accruals* ser mais recorrente do que a por via das operações reais.

Miranda (2014) conduziu um estudo onde pretendia analisar a influência do governo das sociedades na qualidade da informação financeira. Analisou uma amostra de 56 empresas cotadas no índice FTSE 100 da bolsa de valores de Londres, no período de 2010 a 2012. A autora baseou-se num método dos *accruals* discricionários, mais concretamente o modelo proposto por Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2005). Os resultados obtidos evidenciam um impacto positivo entre certas variáveis de governo, tais como: a percentagem de participação detida pelos gestores no capital da empresa, bem como a variável dimensão do conselho apresentam na componente qualidade dos resultados, ou seja, quanto maior forem os valores destas duas variáveis, menor será a qualidade da informação financeira.

O estudo realizado por Reis (2015) teve como objetivo analisar o impacto das práticas de governo das sociedades, numa amostra 252 empresas não financeiras cotadas nos

principais índices europeus no ano de 2013 num total de 16 países. O estudo apresentou evidência estatística de uma relação negativa e significativa entre a classificação do *Corporate Governance Quickscore* e os *accruals* discricionários. As empresas que implementem boas práticas de governo das sociedades nas suas atividades diminuem a probabilidade de práticas de manipulação dos resultados, resultando assim numa maior qualidade da informação financeira.

As características do conselho de administração são comumente analisadas nestes estudos. Fama e Jensen (1983) defendem que os membros não executivos independentes são mais eficientes no monitoramento dos procedimentos financeiros, salvaguardando os interesses da organização.

Nos termos do artigo 414, nº5 do Código das Sociedades Comerciais o conceito de independente está definido da seguinte forma: “pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de ser titular, ou atuar em nome ou por conta de titulares, de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade ou de ter sido reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada”. A recomendação nº III.4 do Código de Governo das Sociedades da IPCG (2018) refere que “cada sociedade deve incluir um número não inferior a um terço mas sempre plural, de administradores não executivos que cumpram os requisitos de independência”. Beasley (1996) analisou a relação entre a composição do conselho de administração e a fraude nas demonstrações financeiras, tendo por amostra 150 empresas dos EUA, sendo que 75 empresas eram consideradas fraudulentas pela “*Accounting and Auditing Enforcement Releases*” (AAERs) 1982-1991. O autor verificou que empresas com uma elevada percentagem de diretores independentes são menos propícias a cometer fraude, porque estes incentivam a monitorização da performance dos gestores. Também Peasnell, Pope e Young (2005) estudaram a relação entre a manipulação e os mecanismos de monitoramento do conselho de administração, em 1271 empresas cotadas do Reino Unido durante o período de 1993-1996. Os autores concluíram que elevada proporção de diretores independentes reduz os *accruals* discricionários. No entanto, não encontraram relação entre a manipulação e o comité de auditoria.

Klein (2002) e Amara (2017) apresentaram evidência de que um elevado nível de independência do conselho de administração está relacionado negativamente com a

manipulação dos resultados. Contudo, Faria (2015) para uma amostra de 38 empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, no período de 2009 a 2013, obteve uma relação positiva, mas pouco significativa. A autora evidencia que as empresas portuguesas apresentam baixos níveis de independência e que por vezes a presença de administradores independentes é meramente representativa, o que pode justificar a diferença nos resultados.

Não obstante dos resultados encontrados por esta autora, e seguindo a generalidade dos estudos, esperamos que quanto maior o nível de independência, menor a manipulação. Isto sugere então a primeira hipótese:

Hipótese 1: A independência do conselho de administração está negativamente correlacionada com a manipulação de resultados.

A distribuição de capital nas empresas tem sido objeto de estudo na temática de manipulação de resultados. De acordo com Shleifer e Vishny (1997) a concentração de propriedade é um fator relevante no contexto de manipulação de resultados, especialmente quando os acionistas detêm percentagens elevadas de capital. Estes acionistas têm um maior interesse na supervisão das atividades dos gestores contribuindo assim para uma maior eficiência da supervisão e monitorização. Desta forma, o oportunismo da gestão para a manipulação tende a diminuir.

O estudo de Chtourou, Bédard e Courteau (2001) na análise a 300 empresas dos EUA confirmam esta posição, dado que encontraram evidência estatística que comprova que quando concentração de propriedade aumenta, a manipulação de resultados decresce. Face ao exposto estamos em condições de definir a segunda hipótese do modelo:

Hipótese 2: O aumento da percentagem de participações qualificadas contribui para o decréscimo da manipulação de resultados

Uma outra característica a ser analisada relativamente à estrutura acionista de uma empresa é a percentagem de capital detida pelos gestores. De acordo com a teoria de agência de Jensen e Meckling (1976) quando os gestores têm participações na empresa existe um alinhamento de interesses entre os gestores e os acionistas, contribuindo para uma maximização do valor da empresa. Os mesmos autores argumentam que uma reduzida participação dos gestores no capital da empresa pode incentivar à manipulação de

informação financeira de modo a influenciar o aumento de renumerações, prémios ou procurar proteção contra despedimentos e penalidades.

Ali, Salleh e Hassan (2008) elaboraram um estudo onde pretendiam relacionar a influência da estrutura de propriedade na manipulação de resultados, tendo como base os relatórios anuais de 2002 e 2003 de 1001 empresas da Bursa Malásia. Estes autores concluíram que quando os gestores são detentores de capital, a manipulação é menor, porque os conflitos que ocorrem devido à separação entre propriedade e controlo são reduzidos à medida que as participações de capital dos gestores aumentam, e também defendem que é um mecanismo eficaz de monitoramento, particularmente em pequenas empresas. Também Hermawan, Waworuntu e Hokardi (2012) verificaram que uma maior participação da gestão está associada a baixos níveis de manipulação de resultados, resultante do alinhamento de interesses entre gestores e acionistas.

Porém, contrariamente, Amara (2017) obteve uma associação positiva afirmando que gestores com participações de capital aumenta a probabilidade de manipulação de resultados, justificado pelo facto de os gestores tirarem partido da sua posição para expropriar os restantes acionistas.

Constata-se que a opinião não é unânime relativamente ao impacto que as participações detidas pelos gestores têm na manipulação de resultados. No entanto, em concordância com a teoria da agência é expectável que os gestores com ações detidas na empresa sejam mais eficientes com o intuito de maximização do valor da sociedade de modo a aumentar a sua rentabilidade. Formulamos assim a seguinte hipótese:

Hipótese 3: O aumento da propriedade de capital detida pelos gestores tem impacto negativo na manipulação de resultados.

Estudos anteriores referem que o conselho de administração deve ser considerado como um mecanismo ativo e vigilante de modo diminuir a probabilidade de manipulação de resultados (Reis, 2015). Vafeas (1999) argumenta que a realização de reuniões frequentes deve ser interpretada como uma monitorização ativa do conselho de administração à atividade da empresa, demonstrando envolvimento e supervisão, características associada a empresas que criam valor para os investidores. O autor defende que o número de reuniões realizadas anualmente é uma forma credível de mensuração da atividade do conselho de administração.

Xie, Davidson III e DaDalt (2003), ao investigarem 282 empresas do índice *Standard & Poor's 500*, concluíram que o número de reuniões realizadas anualmente pelo conselho de administração influencia negativamente a manipulação dos resultados, porque dedicam mais tempo à resolução de problemas e possibilita um maior controlo do comportamento discricionário dos gestores.

Assim sendo, esperamos que o número de reuniões do conselho de administração tenha impacto na manipulação de resultados, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 4: Uma maior frequência de reuniões do conselho de administração tem impacto negativo na manipulação de resultados.

Derivado dos vários escândalos financeiros, principalmente após a última crise financeira de 2007/2008, as auditorias às demonstrações financeiras tornaram-se mais rigorosas com o intuito de assegurar que a posição financeira e o desempenho da sociedade estão refletidos corretamente (Campos, 2015). De acordo com os princípios da OCDE (2004), o auditor externo deve ser independente, competente e qualificado e oferecer garantias externas e objetivas ao conselho de administração e aos acionistas que a informação financeira divulgada é verdadeira. As auditoras *Big4* (*PricewaterhouseCoopers*, *Ernest&Young*, *Deloitte* e *KPMG*) são as maiores empresas de auditoria do mundo e garantem credibilidade na execução dos relatórios financeiros, e consequentemente, num aumento de confiança por parte do investidor (Hermawan *et al.*, 2012). Assim, é expectável que as empresas auditadas por uma *Big4* minimizem as práticas de manipulação de resultados.

Contudo, a influência desta variável na manipulação de resultados não é unânime na literatura. Deumes, Schelleman, Bauwhede e Vanstraelen (2011) analisaram uma amostra de 103 empresas localizadas em quatro países da União Europeia e concluíram que, apesar das *Big4* serem reconhecidas por apresentar maior transparência nos seus relatórios, os resultados obtidos não corroboraram essa associação.

Apesar de não haver unanimidade sobre a influência da auditoria na manipulação de resultados, consideramos que as *Big4* pretendem continuar a ser empresas de excelência para não denegrirem a sua reputação e reconhecimento no mercado, pelo que a qualidade da auditoria é elevada, reduzindo assim a probabilidade de gestão de resultados. Assim sendo, a hipótese a testar é a seguinte:

Hipótese 5: Empresas auditadas por uma *Big4* manipulam menos os seus resultados.

Cada modelo de governo das sociedades tem características específicas, sendo a sua escolha determinada com base em diversos fatores, como por exemplo a propriedade e controlo da empresa, a proteção dos interesses minoritários, a importância do mercado de capitais na economia nacional, entre outros. No nosso estudo iremos analisar a relação causa/efeito entre o modelo de governo adotado pela empresa e a manipulação de resultados. Para proceder a essa análise, fizemos a distinção entre os modelos *one-tier* (modelo monista ou modelo anglo-saxónico) e *dual-tier* (modelo dualista)

Para nosso conhecimento não existem estudos que relacionem esta variável com a manipulação de resultados, sendo este um ponto inovador. Porém, Campos (2015) numa análise a 48 empresas da *Euronext* Lisboa, constatou a existência de diferenças estatisticamente significativas relativamente à variável desempenho empresarial e a utilização de modelos de governação de empresas. Constatou que as empresas que adotam o modelo dualista apresentavam um lucro antes de juros, imposto, depreciações e amortizações (EBITDA) superior. O resultado obtido é coerente com as conclusões de Cunha e Martins (2007) que defendem que as empresas que separam as funções do presidente do CA e CEO, em média, têm um melhor desempenho.

Nos modelos dualistas há uma maior dispersão de órgãos e uma maior independência dos membros, associado normalmente a empresas de maior dimensão. Quando existe uma efetiva separação dos cargos de presidente do CA e de CEO, a concentração de poder diminui e verifica-se uma maior supervisão. Assim, podemos afirmar que no modelo dualista a probabilidade de manipulação é menor em relação aos modelos *one-tier*, onde se verifica uma maior concentração de poder e menor independência dos membros.

Hipótese 6: As empresas que adotam o modelo dualista manipulam menos os resultados

Várias investigações verificaram que a dimensão da empresa tem influência na manipulação de resultados. Empresas de maior dimensão têm normalmente um melhor sistema de monitorização, pois esta é feita quer pelo mercado de capitais, quer pelos próprios acionistas. Abbadi, Hijazi e Al-Rahahleh (2016) confirmam de facto que as

empresas de maior dimensão são menos propícias à manipulação de resultados do que as empresas de menor dimensão. Chen, Tang, Jiang e Lin (2010), por sua vez, fundamentaram que as pequenas empresas são por vezes motivadas a manipular resultados para encobrir os seus custos marginais, comparativamente às grandes empresas que beneficiam das economias de escala aumentando assim a sua rentabilidade. Isto sugere a nossa próxima hipótese:

Hipótese 7: A dimensão da empresa tem impacto negativo na manipulação de resultados

A capacidade da empresa em gerar resultados com os seus ativos é outro fator que pode influenciar a manipulação de resultados. Kothari *et al.* (2005) sugerem que a rendibilidade do ativo permite controlar o efeito do desempenho em acréscimos discricionários mensurados. Os mesmos autores afirmam que as empresas são incentivadas a manipular os seus resultados, de modo a transparecer uma imagem de uma empresa rentável de forma a atrair novos investidores. Kang e Kim (2011) obtiveram uma associação significativa e negativa entre a rendibilidade e a manipulação de resultados, mencionando que as empresas com um baixo nível de performance tendem a manipular os seus resultados de forma a não perder os seus acionistas, e para tornar a empresa mais atrativa para novos acionistas. A hipótese formulada é então a seguinte:

Hipótese 8: A rendibilidade do ativo tem impacto negativo na manipulação de resultados

De acordo com estudos anteriores (como por exemplo: Abbadi *et al.*, 2016; Klein, 2002) as empresas mais endividadas são incentivadas a manipular os seus resultados com o intuito de ocultar problemas financeiros. Por consequência, há uma maior pressão nos gestores para operarem de forma eficiente de modo a não perderem o acesso ao financiamento, assim como minimizar o risco de falência. A hipótese 9 é então formulada:

Hipótese 9a: O endividamento tem impacto positivo na manipulação de resultados

Em Portugal, as empresas são predominantemente PME e financiam-se sobretudo na banca, devido a não terem acesso a mercados de capitais. Assim, para obterem esse financiamento as empresas tendem a manipular os seus resultados para cumprirem os requisitos impostos para manterem as atuais condições de crédito e/ou terem acesso a novos empréstimos (Marques,2015). Quando o endividamento bancário é elevado, os bancos assumem um papel secundário de controlo, tornando-se mais rigorosos no controlo da informação financeira (Marques, 2015). Isto sugere que quanto maior o endividamento bancário menor a manipulação da informação financeira. Surge a próxima hipótese:

Hipótese 9b: O endividamento bancário tem impacto negativo na manipulação de resultados

A taxa de crescimento do ativo é uma variável que permite calcular as oportunidades de crescimento da empresa. Degeorge *et al.* (1999) e Matsumoto (2002) verificaram que as empresas que apresentam uma elevada perspetiva de crescimento podem aumentar a probabilidade de distorção financeira, principalmente quando os resultados obtidos não vão de encontro às expectativas dos *stakeholders*. Reis (2015) corrobora estas conclusões ao verificar que quando existe uma forte oportunidade de crescimento há maior nível de manipulação. O autor defende que estes tipos de empresas são incentivados a manipular de modo a evitar quedas nos resultados e a manter o desempenho obtido recentemente. A hipótese 10a surge então:

Hipótese 10a: A taxa de crescimento do ativo tem impacto positivo na manipulação de resultados

Contudo alguns autores em vez de abordarem a questão de oportunidades de crescimento referem apenas o crescimento do volume de negócios. Estudos empíricos, como por exemplo Brazel, Jones e Zimbelman (2009) afirmam que o crescimento e a estabilidade do volume de negócios apresentam-se como um fator minimizador do risco de manipulação. Amara (2017), num estudo às empresas francesas, obteve uma correlação negativa entre o volume de negócios e o risco financeiro, indicando assim que um maior crescimento económico diminui a probabilidade de manipulação. Este comportamento pode ser justificado pelo facto de que as empresas que maximizam o seu crescimento, aumentam a sua quota de mercado e consequentemente o seu lucro.

No entanto, a influência desta variável na manipulação de resultados não é unânime. Abbadi *et al.* (2016) ao estudarem 121 empresas da *Amman Stock Exchange (ASE)*, evidenciaram que o crescimento do volume de negócios não afeta a manipulação de resultados.

Sendo a amostra em causa constituída por empresas Portuguesas, que apresentam características mais similares a empresas francesas do que a empresas da Jordânia, a hipótese sugerida é a seguinte:

Hipótese 10b: O volume de negócios tem impacto negativo na manipulação de resultados.

Por fim, o valor dos resultados líquidos dos anos anteriores também pode causar impacto na manipulação de resultados. Segundo Dechow e Dichev (2002) é expectável que a ocorrência de resultados líquidos negativos consecutivos possa originar uma maior probabilidade de manipulação de resultados, porque tem influência negativa nas ações da empresa e a atratividade da mesma perante os investidores diminui. Os autores Moreira e Pope (2007) corroboram estas conclusões argumentando que as empresas com resultados negativos consecutivos são mais propensas à manipulação porque o custo da dívida tende a aumentar.

De acordo com Borralho (2007) os prejuízos e as descidas de resultados têm impactos negativos em várias vertentes: na rentabilidade da empresa, nas decisões de financiamento dos credores, prejudicar a imagem dos gestores, e também podem ter reflexos na confiança dos clientes e fornecedores. Deste modo, a última hipótese formulada é a seguinte:

Hipótese 11: Resultados negativos em anos anteriores tem impacto positivo na manipulação de resultados

Na tabela seguinte é apresentada uma síntese das várias hipóteses e impacto esperado na manipulação de resultados. Em síntese:

Tabela 2 - Resumo das hipóteses definidas

Hipótese	Variável	Sigla	Sinal Esperado
H1	Independência do CA	IND_CA	-
H2	% de Participações Qualificadas	PART_QUA	-
H3	% de Propriedade do CA	PROP_CA	-
H4	Nº Reuniões por ano	R_ANO	-
H5	Qualidade da Auditoria	AUD	-
H6	Modelo de GS adotado	MOD_GS	-
H7	Dimensão da Empresa	DIM_EMP	-
H8	Rendibilidade do Ativo	ROA	-
H9a	Endividamento	END	+
H9b	Endividamento Bancário	END_BAN	-
H10a	Crescimento do Ativo	CRESC_AT	+
H10b	Crescimento do Volume de Negócios	CRESC_VN	-
H11	Resultados Negativos	RLE	+

5. Amostra, Variáveis e Modelo

Neste capítulo será efetuada uma análise empírica sobre a relação entre a manipulação de resultados e as medidas de governo das sociedades das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa (*Euronext Lisbon*). Será descrita a amostra utilizada, as variáveis em análise e a metodologia adotada.

5.1 Amostra

O presente estudo empírico teve por base uma amostra de 49 sociedades portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, no período de 2012 a 2016.

Alguns dos motivos subjacentes à escolha de uma amostra prende-se pelo facto de Portugal ser um país pouco explorado em quase todas as temáticas devido à reduzida dimensão e à pouca transparência de informação, principalmente de índole financeira. O tema da presente investigação foi também pouco explorado neste país. Adicionalmente, assistiu-se a vários escândalos financeiros nos últimos anos, principalmente após a crise de 2007/2008.

Quanto à escolha das empresas cotadas deve-se ao facto de as práticas de governo societário serem obrigatórias para estas empresas, enquanto as não cotadas podem ou não optar por divulgar as mesmas. Atualmente, a entidade que regula e supervisiona o mercado financeiro português, é o IPCG. Este organismo defende a adoção de práticas de governo de sociedades por parte de todas as empresas porque contribuem para uma melhor performance.

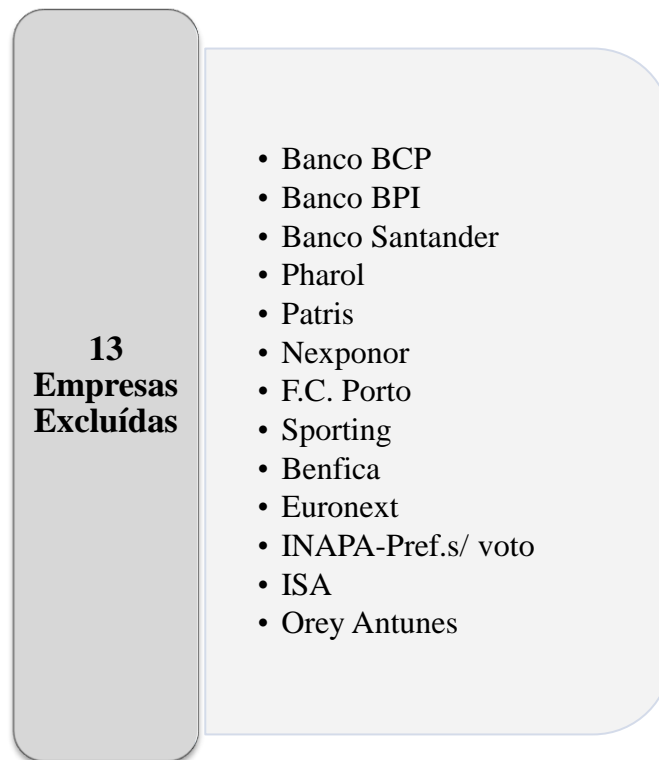
Em relação ao período analisado, o ano 2016 foi o último ano com informação disponível à data de recolha e tratamento de dados. A decisão do ano de 2012 prendeu-se com a intenção de abranger um horizonte temporal de 5 anos.

Foram excluídas da amostra inicial, algumas sociedades pelos seguintes motivos:

- Empresas financeiras, seguradoras e similares sendo que possuem regulamentações diferentes das restantes;
- Clubes de futebol uma vez que o ano económico é diferente das restantes empresas;

- Sociedades abertas que não adotem as normas de governo das sociedades e as que não tenham os relatórios de governo societário e o de contas acessíveis no *site* da Comissão do Mercado e Valores Mobiliários ou no seu *site* institucional.

Figura 4 - Empresas excluídas da amostra



Tendo em conta estes critérios obteve-se assim uma amostra final de 172 observações totais, referentes a 36 empresas com informação disponível total ou parcial no período analisado.

Para a realização deste estudo, os dados necessários dividem-se em dados financeiros e em dados do governo. Para a obtenção dos dados financeiros recorreu-se à base de dados SABI e aos relatórios de contas individuais das empresas. Adicionalmente, os dados de governo foram recolhidos através dos relatórios de governo das sociedades das empresas em estudo disponibilizados na CMVM ou no *site* institucional da empresa.

As empresas que se regem pelas Normas e Recomendações do Governo das Sociedades devem adotar um modelo de estrutura de governo que melhor se adapte às

suas características. Atualmente, o Código das Sociedades Comerciais permite a adoção de um dos três modelos: o monista, o anglo-saxónico e o dualista. Os dois primeiros modelos mencionados têm como característica principal um único órgão de gestão enquanto que o modelo dualista tem dois órgãos de gestão. Para um maior conhecimento das características da nossa amostra, recolhemos informação sobre o modelo adotado pelas empresas, de forma perceber qual o modelo predominante.

Tabela 3 - Modelo adotado pelas empresas no ano 2016

Empresas Euronext	Modelo de CG
ALTRI SGPS	Modelo monista reforçado
COFINA	Modelo monista reforçado
COMPTA	Modelo monista
CORTICEIRA AMORIM	Modelo monista reforçado
CTT CORREIOS PORT	Modelo anglo-saxónico
EDP	Modelo dualista
EDP RENOVAVEIS	Modelo anglo-saxónico
ESTORIL SOL N	Modelo monista reforçado
F. RAMADA	Modelo monista reforçado
GALP ENERGIA-NOM	Modelo monista reforçado
GLINTT	Modelo monista reforçado
IBERSOL, SGPS	Modelo monista reforçado
IMOB.C GRAO PARA	Modelo monista reforçado
IMPRESA, SGPS	Modelo anglo-saxónico
INAPA-INV.P.GESTAO	Modelo anglo-saxónico
J. MARTINS, SGPS	Modelo anglo-saxónico
LISGRAFICA	Modelo monista reforçado
LUZ SAUDE	Modelo monista reforçado
MARTIFER	Modelo monista reforçado
MEDIA CAPITAL	Modelo anglo-saxónico
MOTA ENGIL	Modelo monista reforçado
NOS, SGPS	Modelo monista reforçado
NOVABASE, SGPS	Modelo monista reforçado
REDITUS, SGPS	Modelo monista reforçado
REN	Modelo anglo-saxónico
SAG GEST	Modelo monista reforçado
SEMAPA	Modelo monista reforçado
SONAE	Modelo monista reforçado
SONAE CAPITAL	Modelo monista reforçado
SONAE IND.SGPS	Modelo monista reforçado
SONAE COM, SGPS	Modelo monista reforçado
SUMOL+COMPAL	Modelo monista
TEIXEIRA DUARTE	Modelo monista reforçado
THE NAVIGATOR COMPANY	Modelo monista
TOYOTA CAETANO	Modelo monista reforçado
VAA VISTA ALEGRE	Modelo monista reforçado

Observa-se que o modelo mais adotado é o modelo monista reforçado. Segundo um estudo da efetuado pela *PricewaterhouseCoopers* (PwC), em Portugal mais de 50% das empresas são familiares, representam 60% dos postos de trabalho e entre 50% a 70% da contribuição para o PIB gerado pelo setor privado (PwC, 2017). Perante este cenário, podemos deduzir que uma das características da nossa amostra é a concentração de propriedade, isso justifica a adoção predominante do modelo monista.

5.2 Variáveis

Neste estudo iremos utilizar três modelos de estimação de *accruals* discricionários: o modelo de Jones (1991), o modelo de Dechow e Dichev (2002) e o modelo de Kothari *et al.* (2005).

Para o cálculo dos indicadores presentes em cada modelo foram recolhidas as seguintes variáveis de todas as empresas da amostra para os anos de 2012 a 2016 na base de dados SABI: ativo fixo tangível, ativo corrente, caixa e equivalentes, ativo total, passivo corrente, passivo total, depreciações, volume de negócios, resultado líquido do exercício, financiamentos obtidos e similares, fluxos de caixa operacionais e ROA.

Para o presente estudo foi também necessário recolher informação das variáveis escolhidas referentes às características de governo das sociedades da nossa amostra, facultada nos relatórios de governo das sociedades: o número de membros independentes no conselho de administração, a percentagem de participações qualificadas, a percentagem de propriedade dos membros do conselho de administração, o número de reuniões realizadas anualmente pelo conselho de administração, a existência de uma auditora *Big4* e por último, o modelo de governo das sociedades adotado.

5.2.1 Variável Dependente

A variável dependente corresponde aos *accruals* discricionários, considerados na literatura como *proxy* da manipulação de resultados.

Para determinar os *accruals* discricionários, primeiramente tivemos de recolher toda a informação necessária para calcular os *accruals* totais (AT). Este resulta do somatório da variação dos ativos correntes e da variação das disponibilidades (caixa e

equivalente de caixa) subtraída a variação do passivo corrente somando as depreciações a dividir pelo total do ativo (Jones, 1991).

Após o cálculo dos *accruals* totais, estes devem ser decompostos em *accruals* não discricionários e em *accruals* discricionários, através da aplicação dos três modelos propostos.

5.2.2 Variáveis Independentes

Variáveis de Governo das Sociedades

Segundo Fama e Jensen (1983) a teoria da agência sugere que as características do conselho de administração podem minimizar as práticas de manipulação de resultados. Uma das características do conselho de administração a ser analisada neste estudo é o nível de independência dos diretores no conselho de administração. A elevada proporção de diretores independentes reduz os *accruals* discricionários, porque estes incentivam a monitorização da performance dos gestores (Beasley, 1996; Peasnell *et al.*, 2005). A concentração da propriedade é um fator relevante nesta temática, pelo que iremos analisar esta característica por via da percentagem das participações qualificadas. Um elevado nível de concentração está associado a uma menor manipulação (Shleifer e Vishny, 1997).

Incluímos também a variável de propriedade dos membros do conselho de administração, sendo expectável que uma maior participação da gestão no capital está associada a baixos níveis de manipulação de resultados, resultante do alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. (Ali *et al.*, 2008; Hermawan *et al.*, 2012). Sob forma de mensurar a atividade do CA, escolhemos como variável o número de reuniões anuais realizadas pelo CA. Segundo Vafeas (1999) um maior número de reuniões realizadas, influencia negativamente a manipulação dos resultados.

A qualidade da auditoria, é também uma variável analisada em alguns estudos (Deumes *et al.*, 2011; Hermawan *et al.*, 2012). Foi encontrada evidência estatística entre a qualidade da auditoria e a manipulação de resultados. Auditoras *Big4* estão associadas a melhor qualidade de informação financeira, por resultado de minimizar os *accruals* discricionários. Por último, foi escolhida a variável modelo de governo das sociedades adotado. Na literatura, não há estudos que tenham analisado a relação causa/efeito desta

variável com a manipulação de resultados, apenas com a performance da empresa. Sendo um ponto inovador. As variáveis foram calculadas do seguinte modo:

Tabela 4 - Variáveis de estudo do RGS

Variável	Fórmula de Cálculo	Estudos Empíricos
Independência do CA (<i>IND_CA</i>)	Calculado através da divisão do número de diretores independentes pelo número total de diretores do Conselho de Administração	Beasley (1996); Peasnell <i>et al.</i> (2005)
Participações Qualificadas (<i>PART_QUA</i>)	Percentagem de participações qualificadas.	Shleifer e Vishny (1997); Chtourou <i>et al.</i> (2001)
Propriedade dos Membros do CA (<i>PROP_CA</i>)	Percentagem de participações de capital detidas pelos membros do conselho de administração	Ali <i>et al.</i> (2008); Hermawan <i>et al.</i> (2012); Amara (2017)
Reuniões por Ano (<i>R_ANO</i>)	Número de reuniões do Conselho de Administração por ano	Vafeas (1999); Xie <i>et al.</i> (2003)
Qualidade da Auditoria (<i>AUD</i>)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor: 1: Se auditada por uma <i>Big4</i> 0: Se auditada por outras empresas	Deumes <i>et al.</i> (2011); Hermawan <i>et al.</i> (2012)
Modelo de Governo Societário (<i>MOD_GS</i>)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor: 1: Se o modelo adotado é “one-tier” 0: Se o modelo adotado é “dual-tier”	(sem referência)

Variáveis de Controlo

Para completar o nosso modelo de regressão são utilizadas variáveis de controlo coincidentes com características financeiras das empresas, que de acordo com estudos empíricos anteriores têm influência sobre a manipulação de resultados.

Incluímos a variável rendibilidade do ativo, porque Kothari *et al.* (2005) sugerem que a rendibilidade do ativo permite controlar o efeito do desempenho em acréscimos discricionários mensurados. Os autores obtiveram uma relação significativa e negativa justificado pelos incentivos de mercado. Adicionalmente, introduzimos a dimensão da empresa. É expectável que empresas de maior dimensão tenham sistemas de controlo mais sofisticados do que as pequenas empresas. Assim, a manipulação de resultados é menos provável nas empresas de maior dimensão (Abbadí *et al.*, 2016).

Outra variável escolhida é o endividamento, justificado pelo facto de que as empresas mais endividadas são incentivadas a manipular os seus resultados com o intuito de ocultar problemas financeiros. Consequentemente, estas empresas são mais propensas à manipulação (Abbadì *et al.*, 2016; Klein, 2002). Relativamente ao endividamento bancário, esta é uma variável alternativa e não temos evidência estatística. No entanto, optamos por incluir esta variável no modelo, porque as empresas em Portugal recorrem frequentemente ao financiamento bancário. Quando a dívida é elevada, os bancos tornam-se mais rigorosos pelo que a manipulação tende a diminuir.

A taxa de crescimento do ativo também foi incorporada no nosso modelo seguindo Matsumoto (2002) que verificou que quando existe uma forte oportunidade de crescimento, maior o nível de manipulação. Alternativamente utilizámos a variável crescimento do volume de negócios, pois estudos empíricos referem que o crescimento do volume de negócios apresenta-se como um fator minimizador do risco de manipulação (Amara 2017; Brazel *et al.* 2009).

Por fim, a última variável de controlo introduzida são os resultados líquidos negativos em anos consecutivos, porque foi encontrada evidência estatística que esta variável tem um impacto positivo na manipulação de resultados (Dechow e Dichev, 2002; Moreira e Pope, 2007). As variáveis indicadas foram calculadas do seguinte modo:

Tabela 5 - Variáveis de estudo SABÍ

Variável	Fórmula de Cálculo	Fonte	Estudos Empíricos
Ativo ($A_{i,t}$)	Ativo total da empresa i no período t	Balanço	Healy (1985); Jones (1991)
Total dos Accruals ($TA_{i,t}$)	Accruals totais da empresa i no período t. São calculados através da diferença entre a variação do ativo corrente (retirando a rubrica de caixa e disponibilidades) e a variação do passivo corrente e somar o valor das depreciações.	Balanço	Jones (1991); Kothari <i>et al.</i> (2005)
Variação Anual das Vendas ($\Delta VND_{i,t}$)	Variação das vendas da empresa i entre o período t-1 e t, deflacionado pelo total dos ativos no período t-1 ($A_{i,t-1}$)	DR	Jones (1991); Dechow <i>et al.</i> (1995); Kothari <i>et al.</i> (2005)
Ativo Fixo Tangível ($AFT_{i,t}$)	Ativo fixo tangível da empresa i no ano t, deflacionado pelo total dos ativos no período t-1 ($A_{i,t-1}$)	Balanço	Jones (1991); Dechow <i>et al.</i> (1995); Kothari <i>et al.</i> (2005)
Cash Flow Operacional ($CFO_{i,t}$)	Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t, deflacionados pelo total dos ativos no período t-1 ($A_{i,t-1}$)	DFC	Dechow <i>et al.</i> (2002)
Rendibilidade do Ativo ($ROA_{i,t}$)	Calculado através da divisão do resultado líquido pelo total do ativo da empresa i no período t.	DR/Balanço	Kothari <i>et al.</i> (2005); Kang et Kim (2011)
Dimensão da Empresa ($DIM_{i,t}$)	Calculada através do logaritmo natural do valor contabilístico do total de ativos de cada empresa i no período t	Balanço	Chen <i>et al.</i> , 2010; Abbadi <i>et al.</i> , 2016;
Endividamento ($END_{i,t}$)	Calculado através da divisão do total do passivo pelo total do ativo da empresa i no período t	Balanço	Klein (2002); Abbadi <i>et al.</i> , 2016;
Endividamento Bancário ($END_BAN_{i,t}$)	Calculado através da divisão dos financiamentos obtidos e similares pelo total do ativo da empresa i no período t	Balanço	(sem referência)
Taxa de Crescimento do Ativo ($CRESC_AT_{i,t}$)	Calculado através da divisão do total do ativo de t-1 pelo total do ativo de t da empresa i	Balanço	DeGeorge <i>et al.</i> (1999); Matsumoto (2002); Reis (2015)
Crescimento do Volume de Negócios ($CRESC_VN_{i,t}$)	Calculado através da divisão da variação do volume de negócios do período t-1 e t, pelo volume de negócios de t-1 da empresa i	DR	Brazel <i>et al.</i> (2009); Abbadi <i>et al.</i> , 2016; Amara (2017)
Resultado Líquido do Exercício ($RLE_{i,t}$)	Variável <i>Dummy</i> que assume o valor: 1: Se resultado líquido do exercício negativo 0: Se resultado líquido do exercício positivo	DR	Dechow <i>et al.</i> (2002); Moreira e Pope (2007); Borralho (2007)

De seguida são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis analisadas, nomeadamente a média, mediana, máximo, mínimo e desvio padrão.

Tabela 6 - Estatísticas descritivas das variáveis independentes

Variáveis	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio Padrão
IND_CA	0,1896	0,2000	0,7777	0,0000	0,1903
PART_QUA	0,7780	0,7692	0,9974	0,5144	0,1270
PRO_CA	0,3757	0,4105	0,9357	0,0000	0,3266
R_ANO	12,514	11,000	59,000	1,0000	8,9855
AUD	0,8034	1,0000	1,0000	0,0000	0,3985
MOD_GS	0,9710	1,0000	1,0000	0,0000	0,1680
DIM_EMP	19,870	19,700	23,8500	15,070	1,5861
ROA	0,0257	0,0200	1,4400	-0,56	0,1436
END	0,4999	0,4800	2,5200	0,0000	0,3397
END_BAN	0,2515	0,2092	1,5176	0,0000	0,2233
CRESC_AT	1,0064	1,0000	1,7500	0,4600	0,1729
CRESC_VN	0,1105	0,0000	4,9571	-1,00	0,6961
RLE	0,2716	0,0000	1,0000	0,0000	0,4461

Com: *IND_CA*: percentagem de diretores independentes presentes no conselho de administração; *PART_QUA*: percentagem de participações de qualificadas na empresa; *PRO_CA*: percentagem de participações de capital detidas pelos membros do conselho de administração; *R_ANO*: número de reuniões realizadas pelo conselho de administração; *AUD*: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *Big4*, valor 0 caso contrário; *MOD_GS*: variável *dummy*, assume valor 1 se o modelo de governo das sociedades adotado é *one-tier*, valor 0 se caso contrário; *DIM_EMP*: dimensão da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; *ROA*: é dado pela divisão entre o resultado líquido e o ativo total; *END*: endividamento é dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; *END_BAN*: endividamento bancário é dado pela divisão entre os financiamentos bancários e similares e o total do ativo; *CRESC_AT* crescimento do ativo é igual à divisão do ativo total do presente ano pelo valor do ativo total do ano anterior; *CRESC_VN*: crescimento anual do volume de negócios; *RLE* variável *dummy*, assume valor 1 se o resultado líquido do exercício é negativo, valor 0 caso contrário.

Analisando a tabela anterior podemos verificar que a média e a mediana da generalidade das variáveis apresentam valores aproximados, o que significa que as distribuições são mais ou menos simétricas. Relativamente à percentagem de independentes face ao total de membros do conselho de administração (*IND_CA*) é em média 18,96%. Também Faria (2015) obteve uma média muito próxima da obtida ao analisar empresas da *Euronext* Lisboa no período 2009-2013 (19%). No entanto, uma das recomendações dos princípios do Governo das Sociedades da CMVM é que pelo menos 25% do conselho de administração tem de ser composto por administradores não executivos independentes.

Analisando em detalhe verifica-se que algumas empresas cumprem a recomendação, mas em minoria, mas também existem algumas empresas que não têm administradores independentes no seu conselho de administração. Comparando com empresas francesas, num estudo realizado por Amara (2017) a proporção de administradores independentes é relativamente baixa (a média era de 44%) o que mostra que em Portugal esta recomendação de governo de sociedades não é muito seguida.

Relativamente à variável participações qualificadas (PART_QUA) a média é de 77,8%. Na amostra de Azevedo (2013), que analisou empresas portuguesas cotadas na bolsa no período 2003-2011, a média era de 76,91%, pelo que podemos concluir que apenas houve um ligeiro aumento ao longo dos anos analisados. É de realçar que esta média é justificada pelo facto de o modelo de governo das sociedades maioritariamente adotado pelas empresas portuguesas é o modelo monista, que é caracterizado pela existência de acionistas que detêm elevadas participações de capital. O valor máximo é de 99,74%, o que reforça o elevado nível de participações qualificadas.

Relativamente ao indicador que demonstra a percentagem de ações detidas pelos gestores (PRO_CA) obteve-se uma média de 37,57%. O resultado é similar quando comparado com o estudo de Amara (2017) que apresenta uma média de 36,4%. Comparativamente com os estudos efetuados por Ali *et al.* (2008) e Hermawan *et al.* (2012), que analisam países de leste, esta percentagem é superior dado que eles obtiveram percentagens que não atingiram os 10%. Observa-se um valor máximo de 93,57%, indicando que nesta amostra é comum os gestores terem participações de capital. A análise apresenta um valor mínimo de zero que evidencia que há pelo menos uma empresa da amostra cujos gestores não detêm participações de capital.

O número de reuniões realizadas pelo conselho de administração é em média de 12 reuniões por ano. Verifica-se um intervalo de 11 a 59 reuniões anuais. Na amostra de Xie *et al.* (2003), que analisaram empresas americanas, a média era de 8 reuniões anuais do conselho de administração. Também Miranda (2014) obteve a mesma média num estudo efetuado às empresas da bolsa londrina. Podemos concluir que as empresas portuguesas têm uma monitorização mais ativa por parte dos membros do conselho de administração. O valor do desvio padrão é significativo o que evidencia a dispersão de valores em relação à média.

No que concerne à variável qualidade de auditoria (AUD), 80% das empresas da amostra são auditadas por uma *Big4*. No trabalho de investigação de Marques (2015), que realizou um estudo sobre as empresas cotadas portuguesas e espanholas, no período de 2010-2013, a média era de 84%, verificando-se uma ligeira diminuição da procura ao longo dos períodos de análise. No entanto, podemos concluir que as empresas portuguesas têm preferência em recorrer aos serviços das empresas de auditoria com renome e reputação no mercado de modo a garantir uma maior qualidade da informação aos seus investidores.

Em relação ao modelo de governo de sociedade adotado pelas empresas da amostra, 97% adotam um modelo baseado em *one-tier*, ou seja, num modelo monista ou anglo-saxónico. Este resultado era expectável dado que apenas a partir de 2006 foi introduzido o modelo dualista em Portugal.

Em termos médios, obtivemos um valor 19,87 relativamente à dimensão da empresa. Este resultado mostra um acréscimo em relação à média (13,66) encontrada por Faria (2015), evidenciando um aumento de investimento em ativos nas empresas da amostra.

O retorno do ativo (ROA) representa a capacidade da empresa em gerar resultados utilizando os seus ativos. A média obtida é de 2,57%, o que significa que, em média, está a gerar 2 euros de resultados por cada 100 euros investidos. O resultado obtido foi inferior ao encontrado por Marques (2015), que obteve um valor médio de 4%, porém é de realçar que o período analisado é distinto, o que pode justificar a diferença nos resultados. É de salientar que esta variável apresenta um valor máximo de 144%.

Em termos médios, as empresas apresentam um nível de endividamento de 50%, significando que metade do seu financiamento corresponde a capital alheio. No trabalho de investigação de Azevedo (2013) o nível de endividamento apresentado rodava os 32,7%, verificando-se um acréscimo do recurso a capitais alheios por parte das empresas. Esta variável regista valores compreendidos entre 0% (endividamento praticamente nulo) e 252% (que indica situações de falência técnica, pois são empresas com capitais próprios negativos).

Relativamente ao endividamento bancário é, em média, 25% do financiamento das empresas. Verifica-se uma grande diferença entre os valores máximo e mínimo, pelo que existe alguma dispersão dos resultados.

A variável crescimento do ativo apresenta um valor médio de 1, demonstrando que o ativo das empresas tem aumentado ao longo dos anos. Comparativamente à média obtida

por Faria (2015), o resultado obtido apresenta um acréscimo nos períodos analisados (-0,01).

Quanto ao crescimento do volume de negócios a média apresentada é de 11%. Verificamos que a média obtida é relativamente baixa comparativamente ao estudo de Amara (2017) que obteve uma média de 21,27%, mas os países analisados são também distintos o que justifica esta diferença. Também de referir a grande diferença em relação aos valores máximos e mínimos observados.

Finalmente, é ainda possível observar que, em média, 27,16% das empresas apresenta resultados líquidos negativos nos anos anteriores. Miranda (2014) obteve uma média de 30,3% para os anos de 2010-2012, períodos de recessão económica.

5.3 Modelos

5.3.1 Modelos de Accruals

O presente estudo tem como objetivo analisar a manipulação de resultados através da estimação dos *accruals* discricionários, com base em três modelos selecionados. Os modelos utilizados foram: o modelo de Jones (1991), um dos mais utilizados em estudos empíricos similares, o modelo de Dechow e Dichev (2002), baseado em fluxos de caixa operacionais e o modelo de Kothari *et al.* (2005), com base no modelo de Jones, mas com a introdução de uma nova variável (ROA). De seguida expomos os modelos utilizados.

O modelo de Jones (1991) é representado pela seguinte expressão:

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$ - *Accruals* Totais;

$A_{i,t-1}$ - Ativo total;

$\Delta VND_{i,t}$ - Variação nas vendas;

$AFT_{i,t}$ - Ativo fixo tangível;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

Os coeficientes estimados serão utilizados para calcular os *accruals* não discricionários, utilizando a expressão seguinte:

$$\frac{AND_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_1 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \hat{\beta}_2 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right)$$

Através da diferença entre os *accruals* totais (AT) e os *accruals* não discricionários (AND) obtemos os *accruals* discricionários (AD).

$$AD_{i,t} = AT_{i,t} - AND_{i,t}$$

O modelo de Dechow e Dichev (2002) permite mensurar a qualidade dos *accruals* discricionários e não discricionários relacionando-os com os cash-flows operacionais. O modelo apresenta-se da seguinte forma:

$$AT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i,t-1} + \beta_2 CFO_{i,t} + \beta_3 CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

$AT_{i,t}$ – *Accruals* Totais;

CFO – *Cash-flows* operacional;

$\varepsilon_{i,t}$ - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – Período t.

Por último, o modelo Kothari *et al.* (2005) é um ajustamento ao modelo de Jones, introduzindo a variável retorno do ativo (ROA) de modo a controlar o desempenho financeiro das empresas. Assim, o modelo tem a seguinte expressão:

$$\frac{AT_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta VND_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} \right) + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que:

ROA – Retorno do ativo;

O modo de estimação do modelo é igual ao modelo de Jones.

5.3.2 Formulação do modelo de investigação

No presente estudo foi desenvolvido um modelo empírico de modo a analisar a associação entre as práticas de governo das sociedades e a manipulação de resultados. O modelo proposto consiste numa regressão linear cuja variável dependente são os *accruals* discricionários. As variáveis independentes definidas consistem em características do governo das sociedades, tais como: o nível de independência do conselho de administração, a percentagem de participações qualificadas, a propriedade dos membros do conselho de administração, o número de reuniões, a existência de uma auditora *Big4* e o modelo de governo de sociedades adotado. As seguintes variáveis de controlo foram definidas com o intuito de melhorar o modelo explicativo: a dimensão da empresa, o retorno do ativo, o endividamento, o endividamento bancário, a taxa de crescimento do ativo, o crescimento do volume de negócios e o resultado líquido negativo.

O modelo empírico desenvolvido por forma a examinar a associação entre o sistema de governo das sociedades e a manipulação dos resultados traduz-se na seguinte expressão:

$$\begin{aligned} AD_t = & \beta_0 + \beta_1 IND_{CA_{i,t}} + \beta_2 PART_{QUA_{i,t}} + \beta_3 PRO_{CA_{i,t}} + \beta_4 R_{ANO_{i,t}} + \beta_5 DAUD_{i,t} \\ & + \beta_6 DMOD_{i,t} + \beta_7 DIM_{EMP_{i,t}} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 END_{i,t} \\ & + \beta_{10} END_{BAN_{i,t}} + \beta_{11} CRESC_{AT_{i,t}} + \beta_{12} CRESC_{VN_{i,t}} + \beta_{13} DRLE + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

Em que:

AD - *Accruals* discricionários;

IND_CA - Independência do conselho de administração;

PART_QUA - Participações qualificadas;

PRO_CA - Propriedade os membros do conselho de administração;

R_ANO - Reuniões por ano;

DAUD - *Dummy* qualidade da auditoria;

DMOD - *Dummy* modelo adotado;

DIM_EMP - Dimensão da empresa;

ROA - Retorno do ativo;

END - Endividamento;

END_BAN – Endividamento bancário;

CRESC_AT - Crescimento do ativo;

CRESC_VN - Crescimento do volume de negócios;

DRLE - *Dummy* Resultado líquido do exercício;

ε - Erro de previsão;

i – Empresa i;

t – período.

6. Resultados

Neste capítulo apresentamos os principais resultados deste estudo. Numa primeira fase são evidenciados os resultados de manipulação de resultados, isto é, dos *accruals* utilizando os 3 modelos propostos. De seguida são apresentadas as correlações entre as variáveis incluídas no estudo para ver se todas podem ser ou não incluídas no modelo. Por último, apresentamos os resultados para o modelo proposto que pretende verificar o impacto da governação de empresas na manipulação de resultados, incluindo adicionalmente variáveis de controlo.

6.1 *Accruals*

Neste capítulo apresentamos uma análise às estatísticas descritivas dos *accruals* nomeadamente os *accruals* totais, não discricionários e discricionários obtidos utilizando cada um dos três modelos selecionados: modelo de Jones (1991), modelo de Dechow e Dichev (2000) e modelo de Kothari *et al.* (2005).

Tabela 7 - Estatísticas descritivas dos Accruals

	TA	NDA JONES	NDA DECHOW	NDA KOTHARI	DA JONES	DA DECHOW	DA KOTHARI
Média	-0.003	-0.002	-0.004	-0.001	-0.001	0.001	-0.002
Mediana	0.009	0.026	0.003	0.025	-0.006	0.017	-0.009
Máximo	0.969	0.164	0.157	0.153	0.934	0.967	0.931
Mínimo	-1.772	-0.402	-0.202	-0.409	-1.457	-1.742	-1.412
Desvio Padrão	0.258	0.082	0.043	0.086	0.242	0.254	0.241

Com TA: *Accruals* totais; NDA: *Accruals* não discricionários; DA: *Accruals* discricionários

Observamos que o valor médio dos *accruals* totais é -0,0029 e que o mínimo e o máximo variam entre -1,8 e 0.97. Os *accruals* totais são negativos, sendo já expectável tendo por base o estudo de Reis (2015) e Carreira (2017) cuja amostra contem empresas portuguesas. Segundo Borralho (2007), valores elevados de *accruals* totais negativos são suscetíveis de conterem discricionariedade na determinação dos resultados contabilísticos.

Relativamente aos *accruals* não discricionários, estes são similares em ambos os modelos. Quanto aos *accruals* discricionários são negativos no modelo de Jones (1991) e Kothari *et al.* (2005), contrariamente aos do modelo de Dechow e Dichev (2002) em que são positivos. Esta semelhança de resultados entre o modelo de Jones (1991) e de Kothari *et al.* (2005) justifica-se pelo facto dos modelos serem muito similares, enquanto o modelo de Dechow e Dichev (2002) é distinto, baseando-se em fluxos de caixa operacionais. Os resultados obtidos são idênticos a estudos anteriores como de Reis (2005) e Carreira (2017) e Lisboa (2017).

Ao observar o desvio-padrão dos *accruals* discricionários verifica-se que este é superior ao dos *accruals* não discricionários, evidenciando assim manipulação de resultados. No entanto, não se identifica uma tendência de manipulação, o que sugere que as empresas portuguesas manipulam os seus resultados de modo a incrementá-los, ou ao contrário, reduzindo-os como uma estratégia fiscal.

6.2 Correlação de dados

A tabela seguinte apresenta a correlação de *Pearson* entre as várias variáveis consideradas. Com esta análise pretendemos detetar uma possível relação linear entre a variável dependente e as variáveis independentes.

Tabela 8 - Correlação entre Variáveis

	AD JONES	AD DECHOW	AD KOTHARI	IND CA	PART QUA	PRO CA	R ANO	AUD	MOD GS	DIM EMP	ROA	END	END BAN	CRESC AT	CRESC VN	RLE
ADJONES	1	0,95	1,00	0,148*	-0,02	0,12	-0,06	-0,05	-0,08	0,01	0,10	-0,301***	-0,193**	0,06	0,00	-0,152**
ADDECHOW		1,00	0,95	0,147*	-0,11	0,12	-0,04	0,02	-0,09	0,174**	0,07	-0,451***	-0,298***	0,11	0,03	-0,219***
ADKOTHARI			1,00	0,162**	-0,01	0,12	-0,06	-0,05	-0,07	0,01	0,00	-0,290***	-0,176**	0,04	-0,01	-0,11
IND_CA				1,00	-0,254***	-0,08	-0,228***	0,05	0,158**	0,210***	-0,10	-0,04	-0,01	-0,10	-0,11	-0,02
PART_QUA					1,00	0,02	-0,165**	-0,127*	0,207***	-0,483***	-0,01	0,07	0,03	-0,05	-0,08	0,178**
PRO_CA						1,00	-0,11	0,10	0,184**	-0,09	-0,10	-0,260***	-0,155**	-0,08	-0,07	0,00
R_ANO							1,00	-0,172**	-0,549***	0,226***	0,02	0,178**	0,13	0,11	0,03	-0,12
AUD								1,00	-0,08	0,284***	0,09	-0,12	0,11	-0,09	-0,13	-0,06
MOD_GS									1,00	-0,394***	-0,01	-0,08	-0,178**	-0,02	0,02	0,10
DIM_EMP										1,00	0,04	-0,172**	-0,09	0,10	-0,01	-0,283***
ROA											1,00	-0,05	-0,10	0,183**	0,04	-0,446***
END												1,00	0,714***	-0,08	-0,05	0,175**
END_BAN													1,00	-0,10	0,00	0,06
CRESC_AT														1,00	0,09	-0,366***
CRESC_VN															1,00	-0,148*
RLE																1,00

Com *IND_CA*: percentagem de diretores independentes presentes no conselho de administração; *PART_QUA*: percentagem de participações de qualificadas na empresa; *PRO_CA*: percentagem de participações de capital detidas pelos membros do conselho de administração; *R_ANO*: número de reuniões realizadas pelo conselho de administração; *AUD*: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *Big4*, valor 0 caso contrário; *MOD_GS*: variável *dummy*, assume valor 1 se o modelo de governo das sociedades adotado é *one-tier*, valor 0 se caso contrário; *DIM_EMP*: dimensão da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; *ROA*: é dado pela divisão entre o resultado líquido e o ativo total; *END*: endividamento é dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; *END_BAN*: endividamento bancário é dado pela divisão entre os financiamentos bancários e similares e o total do ativo; *CRESC_AT* crescimento do ativo é igual à divisão do ativo total do presente ano pelo valor do ativo total do ano anterior; *CRESC_VN*: crescimento anual do volume de negócios; *RLE* variável *dummy*, assume valor 1 se o resultado líquido do exercício é negativo, valor 0 caso contrário.

Ao analisar a tabela dos coeficientes de correlação de *Pearson* é visível que os coeficientes de correlação apresentados são todos inferiores a 0,8 indicando a inexistência de quaisquer problemas de multicolinearidade entre as variáveis analisadas. Com exceção das variáveis de *accruals* discricionários, mas que são variáveis alternativas no modelo a testar.

Na correlação de *Pearson* realizada destacam-se três correlações relevantes com a variável dependente (AD) em ambas as medidas utilizadas. Verifica-se que a variável independência do conselho de administração (IND_CA) apresenta uma correlação positiva significativa com os *accruals* discricionários, ao contrário do que era esperado. Podemos afirmar que quando o número de independentes do conselho de administração aumenta, os *accruals* discricionários variam no mesmo sentido. Também Einiba e Eltaweel (2012) Miranda (2014) e Faria (2015) obtiveram uma relação positiva, mas pouco significativa. Este resultado pode ser justificado pelo facto de a maioria das empresas da amostra não cumprirem os critérios de independência na íntegra, pelo que os administradores independentes na realidade, não o são. Na perspetiva de Goís (2008), citado por Faria (2015), é usual nas grandes empresas portuguesas, a integração de ex-políticos nos conselhos de administração de modo a assegurar benefícios e oportunidades de negócio, sendo a sua presença meramente representativa.

Quanto ao endividamento, os resultados demonstram que existe uma correlação negativa significativa, ao contrário do que era expectável. Isto sugere que quanto maior o endividamento, mais reduzido são os *accruals* discricionários. Santos (2008) justifica que o endividamento funciona como um mecanismo de minimização de manipulação resultante da existência de contratos com credores. Os gestores irão operar de forma eficiente de modo a cumprir as cláusulas contratuais.

No que diz respeito ao endividamento bancário (variável alternativa ao endividamento total), os coeficientes obtidos apresentam uma correlação negativa significativa, sendo este o comportamento esperado. Quanto maior o nível de endividamento bancário, menor serão os *accruals* discricionários, justificado pelo facto de os bancos tornarem-se mais rigorosos no controlo da informação financeira, se o valor de dívida bancária for elevado.

Em relação à variável resultado líquido do exercício (RLE), verificamos que apenas tem significância estatística na medida AD Jones e na medida de AD Dechow. Os coeficientes apresentados correlacionam-se negativamente entre si, não sendo esta a

correlação expectável. Face ao exposto, os resultados sugerem que quando o RLE é positivo, maior serão os accruals discricionários. Este comportamento pode ser justificado pelo incentivo de redução de encargos fiscais.

Relativamente às restantes variáveis do modelo, as correlações apresentam um nível estatístico pouco significativo.

6.3 Análise Multivariada

Com o intuito de avaliar a influência existente entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados procedemos à realização de uma regressão linear múltipla. Os resultados obtidos estão patentes na tabela seguinte:

Tabela 9 - Resultados do Modelo Empírico

	AD Jones	AD DD	AD Kothari
Constante	0,747 *	0,342	0,783*
IND_CA	0,277 ***	0,220**	0,284***
PART_QUA	0,076	0,009	0,080
PRO_CA	0,067	0,058	0,065
R_ANO	-0,003	-0,002	-0,003
AUD	-0,059	-0,042	-0,056
MOD_GS	-0,355**	-0,270**	-0,388***
DIM_EMP	-0,019	0,000	-0,020
ROA	0,143	0,036	-0,020
END	-0,190 ***	-0,293***	-0,184***
CRESC_AT	0,036	0,077	0,036
RLE	-0,047	-0,057	-0,049
R²Ajustado	12%	21,3%	10,9%
Estatística F	3,117 ***	5,184***	3,108***

Com *IND_CA*: percentagem de diretores independentes presentes no conselho de administração; *PART_QUA*: percentagem de participações de qualificadas na empresa; *PRO_CA*: percentagem de participações de capital detidas pelos membros do conselho de administração; *R_ANO*: número de reuniões realizadas pelo conselho de administração; *AUD*: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *Big4*, valor 0 caso contrário; *MOD_GS*: variável *dummy*, assume valor 1 se o modelo de governo das sociedades adotado é *one-tier*, valor 0 se caso contrário; *DIM_EMP*: dimensão da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; *ROA*: é dado pela divisão entre o resultado líquido e o ativo total; *END*: endividamento é dado pela divisão entre o total do passivo e o total do ativo; *CRESC_AT* crescimento do ativo é igual à divisão do ativo total do presente ano pelo valor do ativo total do ano anterior; *RLE* variável *dummy*, assume valor 1 se o resultado líquido do exercício é negativo, valor 0 caso contrário.

*** Significância de 1%, ** Significância de 5%, * Significância de 10%

O R^2 permite avaliar o poder explicativo do modelo. Obtivemos um valor de R^2 ajustado de 12% na medida de AD Jones, 21,3% na medida de AD DD e 10,9% na medida de AD Kothari, sugerindo assim que a variação da manipulação dos resultados pode ser explicada nessas percentagens pelas variáveis independentes. Além disso, os níveis de significância obtidos no *F-statistic* demonstram que o modelo está bem explicado. Podemos concluir que os valores apresentados validam o modelo para a interpretação dos coeficientes e respectivas significâncias. A variável constante é incluída de forma automática no modelo, e o C^* significa que existem outras variáveis com importância estatística para explicar o modelo.

Ao comparar os resultados obtidos nas diferentes medidas de manipulação de resultados utilizadas observamos uma semelhança nos resultados apresentados. As variáveis independência do conselho de administração, o modelo adotado e o endividamento são relevantes para explicar os *accruals* discricionários. Verificamos que a variável modelo de governo das sociedades (MOD_GS) adotado pelas empresas ganha importância estatística que não era evidenciada na análise de correlação de *Pearson*. Relativamente à constante do modelo, esta perde significância estatística na medida de AD Dechow e Dichev.

A variável independência do conselho de administração (Ind_CA) apresenta uma relação positiva e estatisticamente significativa (1%) com a manipulação de resultados, ou seja, quanto maior o nível de independência do conselho de administração maior será o nível de *accruals* discricionários. Esta conclusão é oposta aos estudos de Beasley (1996), Peasnell *et al.* (2005), Klein (2002) e Amara (2017). No entanto, nos estudos do Miranda (2014) e Faria (2015) também obtiveram uma relação positiva, mas pouco significativa, justificando que a maioria das empresas da amostra não cumpre os critérios de independência na íntegra, pelo que os administradores independentes na realidade, não o são. Desta forma, rejeitamos a hipótese 1 porque o nível de independência está positivamente correlacionado com a manipulação de resultados, contrariamente ao esperado.

Os coeficientes da variável participações qualificadas (PART_QUA) são positivos mas estatisticamente pouco significativos. No entanto, o comportamento apresentado desta variável não é consistente com os estudos efetuados por Shleifer e Vishny (1997), Ali *et al.* (2008) e Kang e Kim (2011) que defendem que a existência de grandes acionistas tem um impacto negativo na manipulação de resultados, argumentando que estes contribuem para

uma eficiente monitorização. Deste modo, devemos rejeitar a hipótese 2 porque a variável participações qualificadas não apresenta relevância estatística, pelo que não podemos afirmar que esta variável afeta a manipulação de resultados.

De acordo com a hipótese 3 era expectável obter uma relação negativa e significativa entre a propriedade do conselho de administração e a manipulação de resultados. No entanto, o coeficiente da variável Prop_CA demonstra um valor positivo e não significativo. Este resultado é oposto às investigações de Jensen and Meckling (1976), Ali *et al.* (2008) e Hermawan *et al.* (2012) que defendem que uma maior participação da gestão está associada a baixos níveis de manipulação de resultados, resultante do alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Porém, segundo a investigação de Amara (2017), uma elevada participação da gestão aumenta a probabilidade de fraude financeira devido ao facto de agirem em benefício próprio. Desta forma, a hipótese 3 não é validada porque os resultados indicam que a variável Prop_CA não afeta a manipulação de resultados.

Analisando os resultados apresentados para a variável que representa o número de reuniões realizadas pelo conselho de administração (R_ANO), estes apresentam um sinal negativo e não significativo. O sinal negativo vai de encontro às conclusões de Vafeas (1999), confirmando-se que os *accruals* discricionários são menores quando há uma maior frequência de reuniões realizadas. De acordo com o autor, um maior número de reuniões demonstra envolvimento por parte dos membros do conselho de administração e uma supervisão ativa. Similarmente Xie *et al.* (2003) obteve uma relação com sinal negativo e pouco significativo. Pode-se concluir, que a hipótese 4 deve ser rejeitada porque não foi encontrada evidência estatística que suporte a mesma.

A variável AUD é uma variável *dummy* e mensura a influência entre a presença de uma auditora *Big4* e os *accruals* discricionários apresentando um coeficiente negativo e pouco significativo. Conclui-se que não existe evidência estatística suficiente para afirmar que a presença de uma auditora *Big4* tem influência na manipulação de resultados. Deste modo, não se corrobora a hipótese 5. O resultado obtido vai de encontro às conclusões de Deumes *et al.* (2011) e Hermawan *et al.* (2012) que constataram que associação entre as variáveis não é significativa, ou seja, que o facto de o auditor externo ser uma *Big4* não restringe as práticas de manipulação de informação financeira.

A variável modelo de governo societário é um ponto inovador neste estudo porque não temos conhecimento de outros estudos que relacionem esta variável com a manipulação de

resultados. Contudo, os resultados demonstram uma influência negativa e significativa sugerindo que as empresas que adotam o modelo dualista (modelo *two-tier*) são menos propensas à manipulação justificado pelo facto de existir uma efetiva separação entre o *Chairman* e o CEO. Neste modelo é característico a existência de uma comissão financeira que tem como principal função o controlo interno e gestão de risco, logo estes modelos têm melhores mecanismos de monitoramento e supervisão. Deste modo, a hipótese 6 é validada porque as empresas que adotam o modelo dualista manipulam menos os seus resultados.

Relativamente à variável de controlo referente à dimensão da empresa (DIM) o coeficiente obtido é negativo e não significativo. O sinal negativo sugere que as empresas de maior dimensão são menos propensas à manipulação de resultados, contudo não obtivemos significância estatística para comprovar o seu impacto. Este resultado não é consistente com as conclusões de Chen *et al.* (2010) e Abbadi *et al.* (2016) que argumentam que a dimensão empresa afeta a manipulação de resultados, sendo que em empresas de grande dimensão os *accruals* discionários são menores porque têm um sistema de monitorização mais eficiente. Desta forma, a hipótese 7 não é validada porque os resultados indicam que a variável DIM não afeta a manipulação de resultados.

Com base no coeficiente obtido para a variável rentabilidade do ativo (ROA), verificamos que esta não está estatisticamente associada com a manipulação. O sinal obtido sugere que as empresas com maior retorno apresentam uma maior probabilidade de manipulação, não correspondendo aos resultados obtidos por Kothari *et al.* (2005) e Kang e Kim (2011) que defendem que as empresas com elevados níveis de retorno são menos propensas à manipulação porque são mais atrativas para os investidores. Assim sendo, teremos que rejeitar a hipótese 8, pelo facto de o resultado apresentado sugerir que a rentabilidade do ativo não tem evidência empírica na manipulação de resultados.

O coeficiente com maior relevância em qualquer das medidas é referente à relação entre o endividamento e os *accruals* discionários, apresentando uma relação negativa e com um nível de significância de 1%. Tendo em conta os estudos efetuados por Klein (2002) e Abbadi *et al.* (2016) era expectável que esta variável tivesse um sinal positivo. Os autores argumentam que as empresas com maiores níveis de endividamento são incentivadas a manipular para ocultar problemas financeiros de modo a não perderem o acesso ao financiamento. Santos (2008) obtém igualmente uma relação negativa e significativa, relativamente a uma amostra de empresas do Reino Unido, justificando que o endividamento funciona como um mecanismo de minimização de manipulação devido à existência de

contratos com credores, cujas cláusulas contratuais devem ser cumpridas. Desta forma, a hipótese 9a deve ser rejeitada porque o endividamento não apresenta um impacto positivo na manipulação de resultados, como o esperado.

É visível na tabela 9 que o coeficiente obtido para a variável crescimento do ativo (CRESC_AT) é positivo, mas não tem relevância estatística. Neste caso, não é possível afirmar que esta variável tem influência nos *accruals* discricionários. O sinal apresentado é consistente com as investigações de Matsumoto (2002) e Reis (2015) que concluíram que as empresas com elevada perspectiva de crescimento são mais propensas à distorção financeira, porque os gerentes são incentivados a evitar surpresas negativas. Com base nos resultados obtidos, não validamos a hipótese 10a porque o crescimento do ativo não afeta a manipulação de resultados.

Atendendo ao coeficiente apresentado para a variável *dummy* que mede a frequência de resultados líquidos negativos durante o período de análise, observa-se um sinal negativo e não significativo. Este comportamento da variável sugere que as empresas com resultados líquidos positivos são mais propensas à manipulação, justificado pelo facto de os gestores serem incentivados a manipular de modo a diminuir os impostos. Também Degeorge *et al.* (1999) referem que os gestores tendem a gerir negativamente os resultados, quando os resultados obtidos excedem as expectativas, porque pode ser difícil atingir ou atingir novas previsões. Deste modo, o resultado obtido contrasta com as conclusões de Dechow e Dichev (2002), pois sugerem que uma maior frequência de resultados negativos influencia negativamente a qualidade da informação financeira. Assim, iremos rejeitar a hipótese 11 porque não obtivemos relevância estatística suporte ou contrarie que os resultados negativos em anos anteriores têm impacto positivo na manipulação de resultados.

Testes de Corroboração

No presente estudo incluímos duas variáveis alternativas: o endividamento bancário e o crescimento do volume de negócios, em substituição da variável endividamento e crescimento do ativo, respetivamente. Seguidamente, efetuámos testes de corroboração utilizando o nosso modelo empírico de modo a analisar a relação causa/ efeito das variáveis alternativas na manipulação de resultados. Os resultados obtidos estão patentes na tabela seguinte:

Tabela 10 - Resultado do modelo com a variável alternativa (END_BAN)

	AD Jones	AD DD	AD Kothari
Constante	0,683	0,288	0,718*
IND_CA	0,279***	0,218**	0,286***
PART_QUA	0,081	0,013	0,086
PRO_CA	0,097*	0,098*	0,094*
R_ANO	-0,004	-0,003	-0,004
AUD	-0,038	-0,009	-0,036
MOD_GS	-0,398***	-0,341**	-0,430***
DIM_EMP	-0,017	0,002	-0,018
ROA	0,106	-0,029	-0,055
END_BAN	-0,182**	-0,313***	-0,173**
CRESC_AT	0,041	0,080	0,041
RLE	-0,069	-0,093**	-0,070
R² Ajustado	7,9%	13,7%	6,9%
Estatística F	2,338**	3,4572***	2,149**

Com *IND_CA*: percentagem de diretores independentes presentes no conselho de administração; *PART_QUA*: percentagem de participações de qualificadas na empresa; *PRO_CA*: percentagem de participações de capital detidas pelos membros do conselho de administração; *R_ANO*: número de reuniões realizadas pelo conselho de administração; *AUD*: variável *dummy*, assume valor 1 se auditada por uma *Big4*, valor 0 caso contrário; *MOD_GS*: variável *dummy*, assume valor 1 se o modelo de governo das sociedades adotado é *one-tier*, valor 0 se caso contrário; *DIM_EMP*: dimensão da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; *ROA*: é dado pela divisão entre o resultado líquido e o ativo total; ; *END_BAN*: endividamento bancário é dado pela divisão entre os financiamentos bancários e similares e o total do ativo; *CRESC_AT* crescimento do ativo é igual à divisão do ativo total do presente ano pelo valor do ativo total do ano anterior; *RLE* variável *dummy*, assume valor 1 se o resultado líquido do exercício é negativo, valor 0 caso contrário

*** Significância de 1%, ** Significância de 5%, * Significância de 10%

Neste ponto testámos o modelo empírico utilizando a variável alternativa, endividamento bancário em substituição da variável endividamento. Comparativamente ao modelo anterior, verificamos que o R² ajustado é inferior concluindo assim que a capacidade explicativa deste modelo é inferior ao apresentado anteriormente. No entanto, este modelo apresenta para ambas as medidas de accruals um F- *Statistic* estatisticamente significativo sugerindo que o modelo está bem explicado.

Analisando a tabela 10, concluímos que as variáveis estatisticamente relevantes deste modelo são idênticas ao do modelo empírico testado no ponto anterior.

Ao analisar a tabela percebemos que a variável alternativa apresenta um nível de significância menor comparativamente à variável endividamento testada no modelo

anterior., indicando assim que a variável endividamento tem uma melhor capacidade explicativa do modelo. No entanto, ambas apresentam sinal negativo. O modelo sugere que quando o endividamento é elevado, menor será a manipulação. Marques (2015) justifica que os bancos tornam-se mais rigorosos quando as empresas apresentam elevados níveis de dívida sendo um fator dissuasor das práticas de manipulação de resultados. Desta forma validamos a hipótese 9b, o endividamento bancário tem impacto negativo na manipulação de resultados.

Observamos que neste modelo, a variável propriedade do conselho de administração apresenta sinal positivo com um nível de significância de 10%. Este modelo sugere que um aumento da propriedade de capital detida pelos gestores tem um impacto positivo na manipulação. Este não era o resultado esperado segundo os autores Ali *et al.* (2008) e Hermawan *et al.* (2012). Também Amara (2017) obteve uma associação positiva afirmando que gestores com participações de capital aumenta a probabilidade de manipulação de resultados, justificado pelo facto de os gestores tirarem partido da sua posição para expropriar os restantes acionistas. Deste modo, teremos de rejeitar a hipótese 3 porque o aumento da propriedade de capital detida pelos gestores não apresenta um impacto negativo na manipulação de resultados, como o esperado.

Efetuámos também o teste do modelo com a variável crescimento do volume de negócios, em alternativa à variável crescimento do ativo. Contudo, verificámos que a variável testada não é estatisticamente significativa, pelo que não apresentamos os resultados.

Na tabela 11 são resumidos os resultados esperados e obtidos em relação às hipóteses anteriormente definidas:

Tabela 11 - Resumo dos resultados esperados e obtidos em cada hipótese

Hipóteses	Sinal		Validação
	Esperado	Obtido	
H1: A independência do conselho de administração está negativamente correlacionada com a manipulação de resultados	-	+	Rejeitada Apresenta uma relação positiva significativa
H2: O aumento da percentagem de participações qualificadas contribui para o decréscimo da manipulação de resultados	-	+	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H3: O aumento da propriedade de capital detida pelos gestores tem impacto negativo na manipulação de resultados	-	+	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H4: Uma maior frequência de reuniões do conselho de administração tem impacto negativo na manipulação de resultados	-	-	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H5: Empresas auditadas por uma <i>Big4</i> manipulam menos os seus resultados	-	-	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H6: As empresas que adotam o modelo dualista manipulam menos os resultados	-	-	Validada
H7: A dimensão da empresa tem impacto negativo na manipulação de resultados	-	-	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H8: A rendibilidade do ativo tem impacto negativo na manipulação de resultados.	-	+	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H9a: O endividamento tem impacto positivo na manipulação de resultados	+	-	Rejeitada Apresenta uma relação negativa significativa
H9b: O endividamento bancário tem impacto negativo na manipulação de resultados	-	-	Validada
H10a: A taxa de crescimento do ativo tem impacto positivo na manipulação de resultados	+	+	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H10b: O volume de negócios tem impacto negativo na manipulação de resultados	-	-	Rejeitada Não apresenta relevância estatística
H11: Resultados negativos em anos anteriores tem impacto positivo na manipulação de resultados.	+	-	Rejeitada Não apresenta relevância estatística

7. Conclusões

Os escândalos financeiros, principalmente os que ocorreram após a crise financeira de 2007/2008, vieram questionar as práticas de governo de sociedades de diversas empresas. Para acompanhar as mudanças muitos países reformaram as normas de governo societário e Portugal não foi exceção.

Deste modo, o objetivo do presente estudo é analisar a influência de algumas características de governo das sociedades na manipulação de resultados em Portugal. A amostra considerada consiste em empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa e que após algumas exclusões efetuadas resultou numa amostra total de 36 empresas analisadas durante o período de 2012 a 2016.

Este estudo é relevante porque junta duas temáticas que estão intrinsecamente interligadas: manipulação de resultados e governo de sociedades, embora os estudos que as analisem em conjunto sejam ainda escassos. Adicionalmente analisa o mercado Português que é um mercado interessante por diversos motivos: 1) foi um dos países onde a crise financeira teve grande impacto, com a ocorrência de diversas fraudes financeiras, 2) é um país cujo regulador das boas práticas de governo de sociedades alterou em 2016, tendo havido também alterações nas recomendações.

Os principais resultados do estudo evidenciam que apenas algumas variáveis do governo das sociedades têm impacto significativo na manipulação de resultados: a independência dos membros do conselho de administração e o modelo de governo societário adotado. Conclui-se que um maior nível de independência dos membros do conselho de administração, tem um impacto positivo na manipulação de resultados, contrariando estudos empíricos anteriores (Beasley, 1996; Peasnell *et al.*, 2005; Klein, 2002). Segundo Miranda (2014) e Faria (2015) este resultado é justificado pelo facto da maioria das empresas da amostra não cumprir os critérios de independência na íntegra, pelo que os administradores independentes na realidade, não o são. No que diz respeito ao modelo de governo societário, constata-se que as empresas que adotam o modelo dualista (modelo *two-tier*) são menos propensas à manipulação resultante de uma efetiva separação de funções entre o *Chairman* e CEO e também devido a um melhor monitoramento e supervisão do gestor comparativamente aos modelos *one-tier*. Verifica-se que as variáveis de controlo como o endividamento e o endividamento bancário são variáveis estatisticamente significativas com

sinal negativo no modelo, pelo que quanto maior for o nível de endividamento, menor serão os *accruals* discricionários. Segundo Santos (2008), o endividamento funciona como um mecanismo de minimização de manipulação devido à existência de contratos com credores, cujas cláusulas contratuais devem ser cumpridas.

Os objetivos a que nos propusemos foram atingidos, embora este estudo, como outros, não está livre de limitações. Os resultados obtidos são limitados às empresas cotadas, ao período de análise e ainda à metodologia utilizada na mensuração da manipulação dos resultados. Porém, as conclusões obtidas são uma contribuição para os vários utilizadores da informação financeira das empresas. As práticas de manipulação de resultados baseados em *accruals* discricionários ainda são recorrentes nas empresas com intuito de obtenção de um benefício próprio impulsionadas por diversos incentivos, contudo certos mecanismos de governo das sociedades podem dissuadir essas práticas.

A dimensão da amostra é também uma limitação. Portugal é um país de pequena dimensão, com um número restrito de empresas cotadas. Deste modo os resultados não podem ser extrapolados para outros países. Sugerimos que para o futuro o mesmo estudo seja replicado para outros países.

Neste estudo optou-se pela mensuração da manipulação de resultados em modelos baseados em *accruals*, no entanto há outros métodos de deteção de manipulação de resultados que podem ser utilizados numa perspetiva futura.

Por fim, existem outras características, nomeadamente fatores macroeconómicos, que podem causar impacto na manipulação de resultados mas que não foram tidas em conta neste estudo e que poderiam ser consideradas futuramente.

Referências Bibliográficas

- Abbadi, S., Hijazi, Q., & Al-Rahahleh, A. (2016). Corporate Governance Quality and Earnings Management: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 10(2), 54–75.
- Ali, M. S., Salleh, M. N., & Hassan, M. S. (2008). Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Companies: The Size Effect. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 89–116.
- Alves, L. C. S. (2014). Análise da Manipulação de Resultados antes e após a adoção do Sistema de Normalização Contabilística. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Viana do Castelo.
- Amara, I. (2017). The Effect of Discretionary Accruals on Financial Statement Fraud : The Case of the French Companies. *Journal of Finance and Economics*, (161).
- Azevedo, N. (2013). Sistemas de Governação das Sociedades e Gestão de Resultados: O Caso Português. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais da Universidade Técnica de Lisboa.
- Barbosa, R. (2014). *Qualidade da informação nas PME ' s em Portugal : Um estudo Empírico*.
- Batista, C. D. B. (2009). As Variáveis Determinantes Na Escolha Do Modelo De Corporate Governance Em Portugal. Dissertação de Mestrado em Finanças da Faculdade de Economia Universidade do Porto.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud *The Accounting Review*, 71, 443–465.
- Berle, A. & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Borrvalho, J. (2007). A Associação entre a Manipulação dos Resultados Contabilísticos e a Opinião dos Auditores. Dissertação de Mestrado em Contabilidade do Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.

- Brazel, J. F., Jones, K. L., & Zimbelman, M. F. (2009). Using Nonfinancial Measures to Assess Fraud Risk. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1135–1166.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 99–126.
- Cadbury, R. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. Gee Professional Publishing Ltd, London. Retrieved from: <http://cadbury.cjbs.archivos.info/report>.
- Campos, L.B.V. (2015). Influência das Características dos Modelos de Corporate Governance no Desempenho Empresarial: Evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal. Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Bragança.
- Carreira, D. (2017). Manipulação de Resultados e Falência de Empresas. Dissertação do Mestrado de Controlo de Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.
- Chen, H., Tang, Q., Jiang, Y., & Lin, Z. (2010). The Role of International Financial Reporting Standards in Accounting Quality: Evidence from the European Union. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 21(3), 221–278.
- Chtourou, S., Bédard, J., & Courteau, L. (2001). Corporate Governance and Earnings Management, Laval University (Working Paper).
- CMVM. (2007). Código Governo das Sociedades. *Comissão Do Mercado de Valores Mobiliários*, 1–14.
- Código das Sociedades Comerciais. Artigo 414.º, nº 5 - Composição qualitativa, BDJUR. Retrieved from: http://bdjur.almedina.net/citem.php?field=item_id&value=979248
- Coase, R. . (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386–405.
- Cunha, M. (2013). Métodos Empíricos para Detetar Práticas de Manipulação de Resultados. *Revista Da Ordem Dos Revisores Oficiais de Contas*, 63, 15–23.
- Cunha, V., & Martins, A. (2007). O Conselho de Administração e o Desempenho das Sociedades. *Contabilidade e Gestão*, 4, 67–92.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(1), 35–59.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.

- Degeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *Journal of Business*, 72(1), 1–33.
- Deumes, R., Schelleman, C., Bauwhede, H., & Vanstraelen, A. (2011). Audit Firm Governance: Do Transparency Reports Reveal Audit Quality?, Maastricht University, School of Business and Economics (Working Paper).
- Einiba, K., & Eltaweel, M. (2012). Earnings Management and Corporate Governance, *Journal of Academic Research* (6), 617–633.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- Faria, I. (2015). Governo Das Sociedades – Transparência Ou Marketing ? Dissertação do Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra.
- Fernandes, C. A. (2014). Governo das Sociedades, Custos de Agência e Crise Financeira: Que Relação? *Navus: Revista de Gestão e Tecnologia*, 4(1), 6–21.
- Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. (Pitman, Ed.). Boston.
- Gois, C. (2014). Financial Reporting Quality and Corporate Governance : The Portuguese Companies Evidence. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra (Working Paper).
- Gomes, S. (2015). Incentivos fiscais para a manipulação de resultados Reporte fiscal de prejuízos. Dissertação do Mestrado em Auditoria e Fiscalidade da Universidade Católica Portuguesa.
- Healy, P. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85–107.
- Healy, P., & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Hermawan, M. S., Waworuntu, S. R., & Hokardi, S. N. (2012). The Impact of Corporate Governance on Earnings Management in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 16(3), 372–381.
- Instituto Português de Corporate Governance (2011). Cadernos do IPCG sobre Corporate

Governance – Boas Práticas dos Órgãos de Administração das Sociedades Cotadas”. Publicações do IPCG.

- Instituto Português de Corporate Governance (2016). Código do Governo das Sociedades 2016. Retrieved from: https://www.cgov.pt/ficheiros/Codigo_maio_2016_versao_para_consulta_VF.pdf
- Instituto Português de Corporate Governance (2018). Código de Governo das Sociedades. Retrieved from <http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/CódGoverno das Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/Código-de-Governo-das-Sociedades-Setembro-de-2007.aspx>
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *The Economic Nature of the Firm*, 283–303.
- Jones, J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Kang, S. A., & Kim, Y.-S. (2011). Does Earnings Management Amplify The Association Between Corporate Governance And Firm Performance?: Evidence From Korea. *International Business & Economics Research Journal*, 10(2), 53–66.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33, 375–400.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., & Wasley, C. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- La Porta, R., Lopez-de-silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1150.
- Leal, M. J., & Camuri, W. C. (2008). A Governança Corporativa e os Modelos Mundialmente Praticados. *Revista de Ciências Gerenciais*, 12(15), 59–74.
- Lisboa, I. (2017). Impact of Financial Crisis and Family Control on Earning Management of Portuguese Listed Firms. *European Journal of Family Business*, 6(2), 118–131.
- Lisboa, I. (2016). Corporate Governance in Portugal: Differences Between Family and Non Family Firms. School of Technology and Management, Polytechnic Institute of Leiria (Working Paper).

- Marques, M., & Rodrigues, L. (2009). A Problemática do “Earnings Management” e suas Implicações. *Jornal Da Contabilidade, APOTEC*, 325–339.
- Marques, P. J. (2015). O Impacto do Governo das Sociedades na Performance das Sociedades cotadas de Portugal e Espanha. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças do Instituto Politécnico de Santarém.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management’s Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises. *Accounting Review*, 77(3), 483–514.
- Miranda, C. (2014). A influência do governo das sociedades na qualidade dos resultados. Dissertação do Mestrado em Finanças e Fiscalidade da Faculdade de Economia, Universidade do Porto.
- Moreira, J. A. (2013). Pode um investidor medianamente diligente detectar a manipulação dos resultados das empresas? *Working Papers - OBEGEF*. Retrieved from <http://www.gestaodefraude.eu>
- Moreira, J., & Pope, P. (2007). Earnings Management to Avoid Losses : A Cost of Debt Explanation. *Research Center on Industrial, Labour and Managerial Economics*, 1–45.
- Mulford, C., & Comiskey, E. (2005). The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices. (Wiley, Ed.).
- Nunes, R. (2014). As Implicações das Práticas de Alisamento de Resultados na Qualidade da Informação. *Revisores e Auditores*, 32–40.
- OCDE. (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico. 1–70.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Journal of Business Finance and Accounting*, 32(7–8), 1311–1346.
- Pereira, A. (2010). Manipulação de Resultados e o Enforcement: Revisão Legal de Contas e Governo das Sociedades. Projecto de Investigação de Doutoramento em Gestão da Universidade da Beira Interior.
- Pereira, J. M. (2013). O Impacto da Composição do Conselho de Administração nas Medidas de Performance Financeira nas Sociedades Portuguesas Cotadas em Bolsa. Dissertação de Mestrado em Gestão Financeira do Instituto Superior de Gestão.

- PwC (2017).Portugal: Um país de empresas familiares. Retrieved from <https://www.tsf.pt/economia/interior/portugal-um-pais-de-empresas-familiares-5612344.html>
- Reis, T. (2015). O Impacto do Governo das Sociedades na Manipulação dos Resultados na Europa. Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais do Instituto Politécnico de Leiria.
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance Retomar a Confiança Perdida*. (E. Editora, Ed.). Lisboa.
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earning Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer Science+Business Media, LLC.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management Through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 335–370.
- Santos, V. (2008). Manipulação De Resultados E As Características Do Conselho De Administração : Alemanha E Reino Unido. Dissertação de Mestrado em Contabilidade do Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management.*Accounting Horizons* 3(1), 91-102.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–738.
- Silva, A.,Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J.,& Monteiro, M. (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Lisboa:Instituto Português de Corporate Governance.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings Management and The Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Tornovsky, M., & Pagano, L. (2016). Conflitos entre acionistas e credores. Retrieved April 15, 2018, from <http://alfonsin.com.br/conflitos-entre-acionistas-e-credores/>
- Vafeas, N. (1999). Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M., & Guzmán, A. (2014). Governance of Family Firms, 1–43.New York University (Working Paper)

- Vitorino, J., Mendonça, H., & Dias, P. (2006). As Recentes Alterações à Quarta e Sétima Diretivas e Respective relexos no Código das Sociedades Comerciais. In *Cadernos do CMVM*, 43–59.
- Williamson, O. (1994). Visible and Invisible Governance. *The American Economic Review*, 84(2), 323–326.
- Xie, B., Davidson III, W., & DaDalt, P. (2003). Earnings Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316., 9(404), 1–32.

Esta página foi intencionalmente deixada em branco

Glossário

Chairman (Presidente do Conselho de Administração) - é o representante dos interesses dos acionistas e defende o que será melhor para a empresa.

Chief Executive Officer (Presidente Executivo) – é um cargo que está no topo da hierarquia operacional de uma empresa e tem como responsabilidade implementar as decisões tomadas pelo conselho de administração.