



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

**O Impacto do Governo das Sociedades na Manipulação
dos Resultados na Europa**

Tiago André Antunes Pereira Reis

Leiria, *setembro* de 2015



Dissertação

Mestrado em Finanças Empresariais

O Impacto do Governo das Sociedades na Manipulação dos Resultados na Europa

Tiago André Antunes Pereira Reis

Dissertação de Mestrado realizada sob a orientação da Professora Doutora Maria João Jorge,
Professora da Escola Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria e
coorientação da Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas, Professora da Escola
Superior de Tecnologia e Gestão do Instituto Politécnico de Leiria.

Leiria, *setembro* de 2015

“Quando você quer alguma coisa, todo o universo conspira para que você realize o seu desejo.”

Paulo Coelho

Agradecimentos

A presente dissertação representa o culminar de uma etapa importante da minha formação académica. No entanto, a concretização deste objetivo não teria sido possível sem a colaboração, estímulo e empenho de diversas pessoas. Deste modo, não poderia deixar de agradecer às pessoas que, direta ou indiretamente, contribuíram para que esta meta se tornasse uma realidade.

Em primeiro lugar gostaria de agradecer à Professora Doutora Maria João da Silva Jorge, na qualidade de orientadora deste trabalho, por todo o acompanhamento realizado à presente investigação e pelas palavras de incentivo nos momentos de maior dificuldade. Deixo também uma palavra de gratidão à Professora Doutora Natália Maria Prudêncio Rafael Canadas (coorientadora do presente estudo) por toda a disponibilidade demonstrada e pelas sugestões que permitiram enriquecer esta dissertação.

Agradeço também a todos os docentes do Mestrado de Finanças Empresariais por todos os conhecimentos e orientações transmitidas ao longo deste percurso. Aos meus colegas de mestrado que me acompanharam ao longo destes dois anos, em especial à Carolina Pereira, ao Ricardo Miguel e ao João Aguiar, um sincero agradecimento por terem permitido esclarecer algumas dúvidas e por todo o apoio e incentivo que me deram.

Por último, mas não menos importante, não poderia deixar de agradecer aos pilares da minha vida. Aos meus pais e irmão por estarem sempre presentes ao longo desta caminhada e pelo apoio que me deram. À Marta, obrigado pelo seu amor e pela força que sempre me transmitiu.

Resumo

O presente estudo tem como objetivo a análise do impacto do governo das sociedades nas práticas de manipulação dos resultados. Estes dois conceitos encontram-se interligados, uma vez que o principal objetivo do governo das sociedades é atenuar os conflitos de agência entre gestores e detentores de capital. Deste modo, o governo das sociedades traduz-se num conjunto de mecanismos que procuram alterar o comportamento oportunista dos gestores, a fim de que as decisões tomadas maximizem o valor da empresa para os acionistas. Por outro lado, a manipulação dos resultados corresponde à alteração propositada das demonstrações financeiras por parte da gestão com o intuito de obter benefícios privados.

Consideramos uma amostra constituída por 252 empresas não financeiras, cotadas nos principais índices europeus no ano de 2013, num total de 16 países. Para mensurar a qualidade de governo das sociedades foi utilizado o *Corporate Governance Quickscore*, ao passo que considerámos os *accruals* discricionários como variável representativa das práticas de manipulação dos resultados. Concretamente, foi utilizado o modelo de Larcker e Richardson (2004) para estimação dos *accruals* discricionários.

Através de um modelo de regressão linear, apresentamos evidência empírica significativa de que existe uma relação negativa entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Assim, um maior nível de qualidade de governo das sociedades está associada a um baixo nível de manipulação dos resultados. Verifica-se também que a variável representativa das oportunidades de crescimento apresenta uma relação positiva e significativa com a manipulação dos resultados, ou seja, quanto maiores forem as oportunidades de crescimento ao dispor da empresa maior será o nível de manipulação dos resultados.

Palavras-chave: Governo das sociedades, manipulação dos resultados, *Corporate Governance Quickscore*, *accruals* discricionários.

Abstract

This study has the purpose to analyse the impact of corporate governance on earnings management. These two concepts are related once the main objective of corporate governance is to mitigate agency conflicts between managers and equity holders. Thereby the corporate governance is a set of mechanisms that seeks to change the opportunist behaviour of managers in order to maximize the company's value for shareholders. On the other hand earnings management corresponds to the intentional change of the financial statements by the management in order to get private benefits.

We consider a sample of 252 non-financial listed companies from 16 countries that belong to the main European indexes in 2013. In order to measure the quality of the corporate governance we used the Corporate Governance Quickscore, while we consider the discretionary accruals as a proxy of earnings management. More specifically we used the Larcker and Richardson model (2004) to estimate discretionary accruals.

Through a linear regression model, we present significant empiric evidence that a negative relation exists between corporate governance quality and earnings management. Thus a best quality of corporate governance is associated to a low level of earnings management. We also conclude that the representative variable of grow opportunities presents a positive and significant relation with earnings management, in other words the higher are growth opportunities, higher will be the level of earnings management.

Keywords: Corporate Governance, Earnings Management, Corporate Governance Quickscore, discretionary accruals.

Índice

Lista de Figuras	xiii
Lista de Tabelas	xv
Lista de Siglas.....	xvii
1. Introdução.....	1
1.1 Motivação	1
1.2 Objetivos	2
1.3 Estrutura da Dissertação	3
2. Revisão da literatura	5
2.1 Governo das sociedades.....	5
2.1.1 Teoria da agência	5
2.1.2 Definição de governo das sociedades	7
2.1.3 Sistemas e desenvolvimento do governo das sociedades na Europa	8
2.1.4 Evolução dos estudos empíricos sobre o governo das sociedades.....	10
2.1.4.1 Primeira geração de estudos	11
2.1.4.2 Segunda geração de estudos	17
2.1.4.3 Terceira geração de estudos.....	18
2.1.4.3.1 <i>Institutional Shareholder Services</i>	20
2.2 Governo das sociedades e a manipulação dos resultados	25
2.2.1 Definição de manipulação dos resultados	25
2.2.1.1 Mensuração das práticas de manipulação dos resultados.....	26
2.2.1.1.1 – Modelo de Healy (1985).....	26
2.2.1.1.2 – Modelo de Jones (1991)	28
2.2.1.1.3 – Modelo de Dechow, Sloan e Seeney (1995).....	29
2.2.2 Mecanismos Específicos de governo das sociedades.....	33
2.2.2.1 Estrutura da propriedade e as práticas de manipulação dos resultados	33
2.2.2.2 Características do conselho de administração e as práticas de manipulação dos resultados.....	35

2.2.3 Mecanismos agregados de governo das sociedades e as práticas de manipulação dos resultados.....	38
2.3 Conclusão	41
3. Metodologia	43
3.1 Seleção e composição da amostra	43
3.2 Recolha dos dados	46
3.3 Métrica de governo das sociedades	48
3.4 Mensuração das práticas de manipulação dos resultados.....	50
3.5 Desenvolvimento da hipótese.....	52
3.6 Formulação do modelo	53
3.7 Conclusão	54
4. Discussão dos resultados.....	55
4.1 Estatísticas descritivas	55
4.2 Correlação de dados.....	60
4.3 O governo das sociedades e a manipulação dos resultados.....	61
5. Conclusão.....	65
6. Bibliografia.....	67

Lista de Figuras

Figura 1. Diagrama ilustrativo dos conceitos	27
Figura 2: Método de redução da amostra	44

Lista de Tabelas

Tabela 1: Evolução do governo das sociedades nos países mais representativos da amostra	9
Tabela 2: Impacto da concentração do capital no valor das empresas	12
Tabela 3: Impacto da propriedade da gestão no valor das empresas.....	13
Tabela 4: Impacto da propriedade dos investidores institucionais no valor das empresas..	13
Tabela 5: Impacto da participação estatal no valor das empresas	14
Tabela 6: Impacto dos “investidores família” no valor das empresas.....	15
Tabela 7: Impacto das características do conselho de administração no valor das empresas	16
Tabela 8: Impacto da proteção legal dos acionistas no valor das empresas	18
Tabela 9: Principais métricas de governo das sociedades construídas pelo ISS	24
Tabela 10: Principais modelos de <i>accruals</i>	32
Tabela 11: Impacto da estrutura de propriedade na manipulação dos resultados	34
Tabela 12: Impacto das características do conselho de administração na manipulação dos resultados.....	37
Tabela 13: Governo das sociedades e a manipulação dos resultados considerando mecanismos agregados	41
Tabela 14: Composição da amostra por país	45
Tabela 15: Composição da amostra por setor.....	45
Tabela 16: Definição das variáveis.....	46
Tabela 17: Composição do <i>Corporate Governance Quickscore</i>	49
Tabela 18: Estatísticas descritivas das variáveis auxiliares.....	55
Tabela 19: Estatísticas descritivas das variáveis principais.....	58
Tabela 20: Correlação entre variáveis	60
Tabela 21: Regressão intermédia para determinação dos coeficientes de estimação.....	61
Tabela 22: O impacto do governo das sociedades na manipulação dos resultados.....	62

Lista de Siglas

CEO – *Chief Executive Officer*

CLSA – *Credit Lyonnais Security Asia*

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

GMI – *Governance Metrics International*

GRID – *Governance Risk Indicators*

ICB – *Industry Classification Benchmark*

IRRC – *Investor Responsibility Research Center*

ISS – *Institutional Shareholder Services*

NYSE – *New York Stock Exchange*

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OPA – Oferta Pública de Aquisição

ROB – *Globe and Mail Report on Business*

TCL – *The Corporate Library*

VIF - *Variance Inflation Factor*

1. Introdução

1.1 Motivação

Nos últimos anos, a ocorrência de vários escândalos financeiros nomeadamente os casos da Enron e Xerox nos Estados Unidos da América, da Parmalat em Itália, da Marconi no Reino Unido e, mais recentemente, o caso do Banco Espírito Santo em Portugal originou uma discussão acerca da qualidade e fiabilidade da informação financeira fornecida pela equipa de gestão das empresas aos *stakeholders* (Biswas & Bhuiyan, 2008; Shen & Chih, 2007). Uma maior qualidade da informação financeira possibilita uma melhor análise do desempenho de uma empresa, informação essa que será importante para a tomada de decisão dos intervenientes que nela têm interesse (Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Contudo, a qualidade da informação financeira é posta em causa pelos problemas de agência entre os gestores e os acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

De acordo com Healy e Wahlen (1999), a manipulação dos resultados ocorre quando os gestores usam a sua posição dentro da empresa para alterar a informação financeira com o intuito de omitir informação aos *stakeholders* ou para cumprir objetivos baseados nos resultados. Assim, os gestores salvaguardam os seus interesses tirando proveito da informação a que têm acesso, em prejuízo dos *stakeholders*. Deste modo, as entidades reguladoras deverão tomar medidas que visem proteger os interesses dos *stakeholders*, limitando assim a ação dos gestores relativamente à manipulação da informação financeira (Leuz, Nanda, & Wysocki, 2003). No intuito de reduzir esta assimetria de informação, os mecanismos de governo das sociedades poderão desempenhar um papel fundamental.

O interesse da literatura pela temática do governo das sociedades é relativamente recente. A formulação da teoria da agência por Jensen e Meckling (1976) revelou-se de extrema importância para a literatura, tendo desencadeado uma “explosão” de pesquisas empíricas. Denis e McConnell (2003) definem o governo das sociedades como um conjunto de mecanismos que procuram alterar o comportamento oportunista dos gestores, a fim de que as decisões tomadas maximizem o valor da empresa para os acionistas. Neste âmbito, Lin e Hwang (2010) referem que uma boa estrutura de Governo das Sociedades ajuda a garantir

que a gestão utiliza adequadamente os recursos da empresa, salvaguardando os interesses dos *stakeholders* e relatando fidedignamente o desempenho financeiro e operacional da empresa.

A grande maioria dos estudos relaciona a manipulação dos resultados com alguns mecanismos específicos de Governo das Sociedades, como o nível de propriedade dos gestores (por exemplo, Aboody & Kasznik, 2000; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976; Yermack, 1997) e a independência do conselho de administração (por exemplo, Klein, 2002; Park & Shin, 2004; Peasnell, Pope, & Young, 2005; Xie, Davidson, & Dadalt, 2003). Contudo, os resultados apresentados são frequentemente contraditórios (Larcker, Richardson, & Tuna, 2007).

O presente estudo centra-se na influência dos mecanismos internos de governo das sociedades na manipulação dos resultados, representada pelos *accruals* discricionários. São analisados um conjunto de mecanismos de governo das sociedades de uma forma agregada através da utilização do *Corporate Governance Quickscore*, um índice construído pelo *Institutional Shareholder Services* (ISS), lançado em 2013. Esta é a principal contribuição deste estudo para a literatura, dado o número bastante limitado de estudos nesta área que utilizam um índice para mensurar a qualidade de governo das sociedades. Uma vez que o índice utilizado é bastante recente, das pesquisas efetuadas, salientamos o facto de ainda não existirem estudos que utilizem esta métrica nesta temática específica.

1.2 Objetivos

O objetivo do presente estudo é analisar o impacto do governo das sociedades nas práticas de manipulação dos resultados. Consideramos uma amostra constituída pelas empresas cotadas nos principais índices europeus. Foi utilizada com variável representativa da manipulação dos resultados o modelo de *accruals* discricionários. Por outro lado, as práticas de governo das sociedades são mensuradas através da classificação do *Corporate Governance Quickscore*. A nossa amostra é constituída por 252 empresas pertencentes a 16 países, no ano de 2013. Procura-se verificar se as empresas com melhores práticas de governo das sociedades apresentam um nível mais baixo de manipulação dos resultados.

1.3 Estrutura da Dissertação

Este trabalho encontra-se organizado em cinco capítulos principais: a introdução, a revisão da literatura, a metodologia, a discussão dos resultados e a conclusão.

A revisão da literatura encontra-se dividida em dois pontos. No primeiro ponto abordam-se as principais questões relacionadas com o governo das sociedades e no segundo ponto analisa-se a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Relativamente ao governo das sociedades abordamos a teoria da agência, a definição de governo das sociedades, os principais sistemas de governo das sociedades e a evolução da pesquisa empírica em torno do governo das sociedades. Quanto à relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados, introduzimos o conceito de manipulação dos resultados e posteriormente retratamos as formas de mensuração da manipulação dos resultados mais frequentemente utilizadas pelos diversos autores analisados. No que diz respeito à pesquisa empírica que aborda a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados, esta foi dividida em dois grupos. O primeiro grupo analisa esta relação mecanismo a mecanismo; o segundo grupo aborda a qualidade do governo das sociedades medida através de um conjunto de mecanismo agregados.

O ponto da metodologia engloba a seleção e composição da amostra, a recolha dos dados, a métrica de governo das sociedades, a métrica utilizada para identificar as práticas de manipulação dos resultados, o desenvolvimento da hipótese e a formulação do modelo. Neste ponto descrevemos todo o processo de seleção da amostra e procedemos à sua decomposição por país e por setor. Também definimos as variáveis e o processo de recolha de dados. Descrevemos, ainda, o índice de governo das sociedades utilizado, bem como a variável representativa da manipulação dos resultados. De seguida desenvolvemos a hipótese a testar e, por fim, definimos o modelo a utilizar.

No ponto de discussão dos resultados apresentamos as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas, analisamos a correlação de dados através de dois testes de multicolinearidade e analisamos a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Neste sentido, a análise do modelo de regressão linear será essencialmente baseada nos coeficientes e respetivo sinal apresentados pelas variáveis independentes e de controlo, bem como o seu nível de significância. Desta forma, será possível encontrar evidência estatística que

corrobore ou rejeite a hipótese formulada. Por outro lado procede-se também à comparação dos resultados do presente estudo com os estudos já existentes na literatura.

Por último, no ponto da conclusão apresentamos uma síntese das conclusões do trabalho, as contribuições do presente estudo para a literatura, as suas limitações e sugestões de pesquisa futura.

2. Revisão da literatura

Neste ponto apresentamos algumas noções que são consideradas importantes para compreensão do restante trabalho, bem como os estudos relevantes relativamente a esta temática. A revisão da literatura encontra-se dividida em dois pontos principais: o governo das sociedades e a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados.

2.1 Governo das sociedades

A questão do governo das sociedades tem suscitado um interesse crescente por parte da comunidade académica, sendo que a grande “explosão” de pesquisas se verificou no seguimento da formulação da teoria da agência por Jensen e Meckling (1976). Neste sentido, os conflitos de interesses resultantes da separação da propriedade e controlo da empresa representam uma séria ameaça à maximização do valor da empresa (Shleifer & Vishny, 1997). Assim, é necessário um sistema de governo das sociedades através do qual a gestão seja supervisionada de modo a reduzir os custos de agência e alinhar os interesses dos gestores com os interesses dos acionistas (Lin & Hwang, 2010).

De seguida apresentamos duas perspetivas de análise importantes: a da teoria da agência e a do governo das sociedades. Analisamos também os dois principais sistemas de governo das sociedades bem como o desenvolvimento do governo das sociedades na Europa. Por último, retratamos a evolução da pesquisa empírica em torno do governo das sociedades a qual foi dividida em três gerações.

2.1.1 Teoria da agência

Fama e Jensen (1983) argumentam que quando o gestor de uma empresa detém a totalidade do seu capital irá tomar decisões operacionais que maximizam a sua utilidade. Neste sentido, os autores referem que quando é eficiente combinar decisões de gestão e controlo que envolvem um ou poucos agentes, é possível controlar os problemas de agência entre os acionistas e os gestores restringindo as ações apenas aos gestores. Por seu turno, Ang, Cole e Lin (2000) consideraram uma amostra constituída por pequenas empresas Norte

Americanas, tendo concluído que os custos de agência estão inversamente relacionados com a posse de ações da empresa por parte do gestor.

Contudo, à medida que o capital de uma empresa se vai dispersando a complexidade do seu funcionamento aumenta substancialmente. Segundo Fama e Jensen (1983), quando o capital está disperso entre vários acionistas, é dispendioso para todos eles estarem envolvidos no processo de decisão. Shleifer e Vishny (1997) referem ainda que uma vez que os detentores de capital não estão suficientemente qualificados ou informados para tomar decisões, contratam uma equipa de gestão à qual delegam essa função. Esta separação entre a propriedade e controlo é frequente nas empresas devido aos benefícios da especialização de funções (Fama & Jensen, 1983). Desta forma origina-se uma relação de agência.

Jensen e Meckling (1976), aquando da formulação da teoria da agência, referem que uma relação de agência se estabelece através de um contrato, onde uma ou mais pessoas (o(s) principal (ais)) acordam com outra pessoa (o agente) desempenhar determinado serviço em seu nome, delegando alguma autoridade de tomada de decisão ao agente. Assim, uma vez que ambos os intervenientes são maximizadores de utilidade, as decisões tomadas por parte do agente (gestor) poderão não ir ao encontro dos interesses do principal (detentor de capital). Neste sentido, o problema de agência surge devido à necessidade de controlar as ações do gestor, de modo a que as decisões tomadas pelo mesmo estejam em concordância com os objetivos dos detentores de capital (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976).

A teoria da agência procura resolver dois problemas que poderão resultar de uma relação de agência. O primeiro problema ocorre quando os objetivos do acionista diferem dos objetivos do gestor. Por seu turno, o segundo problema está relacionado com a partilha de riscos por parte dos dois intervenientes. De facto, verifica-se que o gestor e o acionista têm diferentes posturas face ao risco, o que faz com que decidam de forma diferente (Eisenhardt, 1989).

Tendo em conta que os acionistas são os detentores do capital da empresa, são eles quem tem mais a perder em caso de falência da mesma (Fama, 1980). Neste sentido, é necessário assegurar que o capital investido por parte dos acionistas não vai ser utilizado para satisfazer os interesses dos gestores (Shleifer & Vishny, 1997). Este problema poderá ser resolvido através de uma adequada estrutura de governo das sociedades, que procurará assegurar que

a equipa de gestão utilizará os recursos da empresa em concordância com os interesses dos proprietários, maximizando assim o valor da empresa (Lin & Hwang, 2010).

2.1.2 Definição de governo das sociedades

O governo das sociedades é um termo bastante complexo, pelo que a literatura nos apresenta várias definições. A OCDE que conta atualmente com 34 membros, nos quais se inclui Portugal, propõe-se a promover políticas que melhorem o desenvolvimento económico e bem-estar das pessoas em todo o mundo.¹ Esta organização, no seu relatório acerca dos princípios de governo das sociedades, define o governo das sociedades como o sistema através do qual as organizações empresariais são dirigidas e controladas (OCDE, 2004). O documento refere ainda que a estrutura de governo das sociedades especifica a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes na organização (como o conselho de administração, gestores, acionistas e outras partes interessadas) bem como estabelece as regras e procedimentos para a tomada de decisões. Deste modo facilita-se o processo de definição, alcance e controlo de desempenho dos objetivos definidos pelas organizações.

De acordo com Denis e McConnell (2003) o governo das sociedades traduz-se num conjunto de mecanismos que procuram alterar o comportamento oportunista dos gestores, a fim de que as decisões tomadas maximizem o valor da empresa para os acionistas. Por outro lado, Shleifer e Vishny (1997) referem que o governo das sociedades tem como objetivo garantir que os investidores das empresas obtenham uma valorização dos seus investimentos.

Em Portugal, a Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), nas suas recomendações sobre o Governo das Sociedades cotadas (CMVM, 2007: p.3) define o governo das Sociedades como o “sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades”. Os mecanismos de governo das sociedades encerram duas componentes: os mecanismos internos e os mecanismos externos. Os mecanismos internos englobam um conjunto de regras organizacionais dentro da sociedade cotada. Por

¹ Informação recolhida no *website* <http://www.oecd.org/about/> consultado em 7 de novembro de 2014.

outro lado, os mecanismos externos respeitam à avaliação do desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado.

Através dos contributos referidos acima concluímos que o governo das sociedades procura minimizar os conflitos de interesses entre gestores e acionistas, estando intimamente ligado à maximização do valor da empresa e à valorização dos investimentos realizados pelos acionistas.

2.1.3 Sistemas e desenvolvimento do governo das sociedades na Europa

As discussões em torno do governo das sociedades intensificaram-se nos últimos anos, sendo que as principais intervenções foram realizadas na sequência de vários escândalos financeiros com o intuito de restaurar a segurança e a confiança nos mercados (Cunha, 2005). Neste âmbito, Shleifer e Vishny (1997) referem que as restrições legais representam um papel importante na proteção dos direitos dos acionistas ao limitar as ações dos gestores.

De acordo com La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000), os mecanismos de governo das sociedades adotados pelas empresas variam de acordo com o ambiente institucional do(s) país(es) em que operam. Por seu turno, La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) referem que as diferenças na proteção legal dos investidores poderão ajudar a explicar o facto de as empresas serem financiadas e detidas de diferentes formas em diferentes países. Deste modo, considera-se que existem dois sistemas de governo das sociedades: o sistema continental e o sistema anglo-saxónico (Shleifer & Vishny, 1997).

O sistema continental está associado ao direito civil (*civil law*) e é aplicado essencialmente nos países da Europa Continental e no Japão, estando associado a países como a Alemanha, França, Bélgica ou Portugal (Ribeiro, 2014). Nestes países, predomina a propriedade muito concentrada sendo que a legislação representa a principal fonte de direito. Por outro lado, o sistema anglo-saxónico está associado ao direito comum (*common law*) e é adotado pelos países pertencentes à *commonwealth* nomeadamente o Reino Unido, a Irlanda, os Estados Unidos da América, o Canadá e a Austrália. Este sistema caracteriza-se pela propriedade dispersa sendo que apenas os investidores institucionais detêm posições relevantes. Ao invés do sistema continental que enfatiza a legislação, no sistema anglo-saxónico os juízes decidem em função dos casos precedentes.

Os escândalos financeiros verificados nas últimas décadas evidenciaram a falta de eficácia dos mecanismos de governo tradicionais e a necessidade urgente do seu aperfeiçoamento. Com o intuito de aumentar a eficácia dos instrumentos de governo das sociedades, a OCDE publicou em 1999 os princípios de governo das sociedades, entretanto revistos em 2004. Os princípios de governo das sociedades da OCDE “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, p.4). Deste modo, apesar de não se registar um modelo perfeito de governo das sociedades, a OCDE conseguiu identificar elementos fundamentais e convenientes a todos os Estados de forma a obter um bom governo das sociedades (Marques, 2013). Os princípios apresentados pela OCDE abrangem as seguintes áreas (OCDE, 2004):

1. Assegurar a base para um enquadramento eficaz do Governo das sociedades;
2. Os direitos fundamentais dos acionistas e funções fundamentais de exercício dos direitos;
3. O tratamento equitativo dos acionistas;
4. O papel dos sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades;
5. Divulgação de informação e transparência;
6. As responsabilidades do órgão de administração.

Na Europa, após a publicação dos princípios de governo das sociedades da OCDE em 1999, verificou-se um crescimento acentuado de códigos de boas práticas. Deste modo, em concordância com os princípios da OCDE, cada país desenvolveu o seu código de governo das sociedades apresentando um conjunto de diretivas que abrangem as sociedades cotadas. A Tabela 1 apresenta os marcos mais importantes relativamente ao governo das sociedades, nos países mais representativos da amostra.²

Tabela 1: Evolução do governo das sociedades nos países mais representativos da amostra

País	Ano	Documento
Reino Unido	1992	Relatório Cadbury
	1998	Relatório Hampel
	2000	Princípios de bom governo e código de boas práticas
	2006	Relatório Higgs

² Para mais informações consultar o *website*: http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php

Tabela 1: **Evolução do governo das sociedades nos países mais representativos da amostra** (continuação)

País	Ano	Documento
Reino Unido	2010	O código de governo das sociedades do Reino Unido
	2014	O código de governo das sociedades do Reino Unido (revisão)
França	1995	Relatório Vienot I
	1999	Relatório Vienot II
	2003	O governo das sociedades das sociedades cotadas
	2008	O governo das sociedades das sociedades cotadas (revisão)
	2013	O governo das sociedades das sociedades cotadas (revisão)
Alemanha	1998	Lei sobre o controlo e transparência no setor empresarial
	2000	Código alemão de governo das sociedades
	2010	Código alemão de governo das sociedades (revisão)
	2014	Código alemão de governo das sociedades (revisão)
Espanha	1998	Relatório Olivencia
	2003	Relatório Aldama
	2004	Princípios de governo das sociedades
	2013	Código unificado de bom governo das sociedades cotadas
	2015	Código de bom governo das sociedades cotadas
Suécia	2001	Políticas de governo das sociedades
	2004	Código de governo das sociedades sueco
	2010	O código de governo das sociedades sueco

Nota. A tabela resume a evolução do governo das sociedades nos 5 países mais representativos da amostra. A primeira coluna apresenta o país. A segunda coluna refere-se ao ano do documento. A terceira coluna apresenta o nome do documento redigido.

2.1.4 Evolução dos estudos empíricos sobre o governo das sociedades

A temática do Governo das Sociedades tem sido amplamente estudada desde há vários anos. A separação entre a propriedade e o controlo de uma empresa, uma das áreas amplamente exploradas, foi abordada por vários autores sendo que a formalização da teoria da agência por Jensen e Meckling (1976) foi um marco importante.

Denis e McConnell (2003) dividem a pesquisa relacionada com o governo das sociedades em duas gerações. A primeira geração analisa a relação entre mecanismos específicos de governo das sociedades e o desempenho das empresas. Este grupo de estudos focaliza

essencialmente duas categorias de mecanismos: a estrutura de propriedade e as características do conselho de administração. A segunda geração de pesquisas dá primazia à análise do ambiente externo às empresas, nomeadamente o impacto do sistema legal no valor das empresas.

Mais recentemente surgiu uma terceira geração de estudos sobre o governo das sociedades que utiliza como métrica da qualidade de governo das sociedades índices agregados que agregam vários mecanismos de governo das sociedades. A métrica de governo das sociedades utilizada neste estudo é o *Corporate Governance Quickscore*, índice construído pelo ISS. Devido a este facto, no subponto dedicado à terceira geração de estudos, analisamos com maior pormenor os índices construídos por esta empresa de *rating* bem como os estudos que os utilizaram.

2.1.4.1 Primeira geração de estudos

A primeira geração de estudos empíricos procura responder à questão: como é que determinado mecanismo de governo das sociedades influencia o desempenho das empresas? Este grupo de pesquisas visa analisar o impacto que determinado mecanismo interno de governo das sociedades exerce na rendibilidade e na tomada de decisões.

A forma como o capital da empresa se encontra distribuído tem sido objeto de estudo por parte da literatura. Lins (2003) e Mitton (2002) concluem que uma maior concentração do capital está positivamente relacionada com o valor da empresa, uma vez que acionistas com uma maior proporção de capital têm um maior interesse na supervisão das atividades dos gestores, salvaguardando assim os seus interesses. Por outro lado, Davies, Hillier e McColgan (2005) apresentam evidência empírica de uma relação negativa entre as duas variáveis supracitadas, argumentando que os acionistas com uma maior proporção de capital podem estabelecer acordos com os gestores no intuito de ambos saírem beneficiados, em prejuízo dos acionistas minoritários. A Tabela 2 apresenta alguns estudos que analisam a relação entre a concentração da propriedade e o valor das empresas.

Tabela 2: **Impacto da concentração do capital no valor das empresas**

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de desempenho	Relação	
					Sinal	Significância
Mitton	2002	Ásia	1997	Rend.	Positivo	Sim
Lins	2003	Países emergentes	1995-1997	Q	Positivo	Sim
Davies, Hillier e McColgan	2005	Reino Unido	1996-1997	Q	Negativo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a(s) métrica(s) de desempenho financeiro utilizada(s). A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. Rend. representa o valor da empresa calculado pela taxa de rendibilidade das ações. Q representa o valor da empresa calculado pelo valor do rácio *Tobin's q*.

Relativamente à análise da estrutura de propriedade, revela-se de extrema importância observar a tipologia dos investidores e o seu impacto no valor da empresa. Deste modo, os acionistas estudados pela literatura são os gestores simultaneamente detentores de capital (*insiders*), os investidores institucionais, o Estado e os “investidores família”.

McConnell e Servaes (1990) consideram uma amostra constituída por 371 empresas Norte Americanas e concluem que a propriedade de capital por parte dos gestores detentores de capital tem uma relação positiva e significativa com o valor da empresa, mas apenas para baixos níveis de participação de capital. Os autores referem ainda que quando o nível de participação é elevado verifica-se uma relação inversa uma vez que os gestores tendem a aproveitar-se da sua posição para expropriar os restantes acionistas. Davies *et al.* (2005) corroboram as conclusões obtidas por McConnell e Servaes (1990) apresentando evidência da existência de uma relação positiva entre a propriedade por parte da gestão e o valor da empresa representado pelo rácio *Tobin's q*. A evidência empírica que relaciona a propriedade de capital por parte dos gestores e o valor da empresa encontra-se resumida na Tabela 3.

Tabela 3: **Impacto da propriedade da gestão no valor das empresas**

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de desempenho	Relação	
					Sinal	Significância
Mcconnell e Servaes	1990	EUA	1976 e 1986	Q	Positivo/Negativo	Sim
Davies <i>et al.</i>	2005	Reino Unido	1996-1997	Q	Positivo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a(s) métrica(s) de desempenho financeiro utilizada(s). A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. Q representa o valor da empresa calculado pelo valor do rácio *Tobin's q*.

Relativamente aos investidores institucionais, Mcconnell e Servaes (1990) apresentam evidência empírica de uma relação positiva e significativa entre a sua participação no capital e o valor das empresas, como se pode observar na Tabela 4. Neste sentido, os investidores institucionais, enquanto detentores de capital de uma empresa, preocupam-se em controlar a ação dos gestores com o objetivo primordial de maximizar o valor da empresa (Han & Suk, 1998; Nair & Cremers, 2005).

Tabela 4: **Impacto da propriedade dos investidores institucionais no valor das empresas**

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de desempenho	Relação	
					Sinal	Significância
Mcconnell e Servaes	1990	EUA	1976 e 1986	Q	Positivo	Sim
Han e Suk	1998	EUA	1987	Rend.	Positivo	Sim
Nair e Cremers	2005	EUA	1990-2001	RA;RCP;MLL	Positivo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a(s) métrica(s) de desempenho financeiro utilizada(s). A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. Q representa o valor da empresa calculado pelo valor do rácio *Tobin's q*. Rend. representa o valor da empresa calculado pela taxa de rendibilidade das ações. RA representa a rendibilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rendibilidade dos Ativos. RCP representa a rendibilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rendibilidade do Capital Próprio. MLL representa o valor da margem de lucro líquido.

A participação do Estado no capital das empresas e o seu impacto no valor das mesmas foi objeto de estudo de vários autores. Yu (2013) considera uma amostra constituída por 10.639 empresas chinesas entre 2003 e 2010, apresentando evidência empírica de uma relação positiva entre o nível de participação do Estado e o desempenho da empresa. O autor refere ainda que o Estado, sendo o acionista maioritário, pode conceder apoios às empresas ao nível de financiamento e recursos. Por seu turno, Wu (2011) argumenta que a participação do Estado nas empresas apresenta um efeito negativo no valor das mesmas, sendo esse facto justificado por problemas de eficiência e possíveis interferências políticas. Adicionalmente, Dewenter e Malatesta (2001) analisam uma amostra constituída por 1.369 empresas distribuídas geograficamente por todo o Mundo. Os autores apresentam evidência empírica de que as empresas privadas são mais valorizadas pelo mercado que as empresas públicas. A Tabela 5 resume as várias abordagens realizadas.

Tabela 5: Impacto da participação estatal no valor das empresas

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de desempenho	Relação	
					Sinal	Significância
Yu	2013	China	2002-2010	Q	Positivo	Sim
Wu	2011	Taiwan	1999-2003	MTB	Negativo	Sim
Dewenter e Malatesta	2001	Mundo	1975, 1985 e 1995	RA; RCP; RV	Negativo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a(s) métrica(s) de desempenho financeiro utilizada(s). A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. Q representa o valor da empresa calculado pelo valor do rácio *Tobin's q*. MTB representa o desempenho financeiro da empresa representado pelo rácio *market to book*. RA representa a rendibilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rendibilidade dos Ativos. RCP representa a rendibilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rendibilidade do Capital Próprio. RV representa a rendibilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rendibilidade das Vendas.

Andres (2008) considera uma amostra constituída por 275 empresas alemãs para o horizonte temporal compreendido entre 1998 e 2004, tendo concluído que as empresas familiares têm um desempenho superior face às restantes empresas. O autor ressalva, no entanto, que este desempenho superior só se verifica no caso da família fundadora desempenhar um papel ativo na empresa. Por seu turno, Yermack (1996) e Thomsen e Pedersen (2000) apresentam evidência empírica da existência de uma relação negativa entre as empresas familiares e o

seu desempenho. Adicionalmente, é referido que quando a família perde o controlo da empresa o valor da empresa aumenta. A evidência empírica acerca da valorização das empresas familiares encontra-se resumida na Tabela 6.

Tabela 6: Impacto dos “investidores família” no valor das empresas

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de desempenho	Relação	
					Sinal	Significância
Andres	2008	Alemanha	1998-2004	Q	Positivo	Sim
Yermack	1996	EUA	1984-1991	Q	Negativo	Sim
Thomsen e Pedersen	2000	Europa	1990	MTB; RA; CV	Negativo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna inclui a(s) métrica(s) de desempenho financeiro utilizada(s). A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada. Q representa o valor da empresa calculado pelo valor do rácio *Tobin's q*. MTB representa o desempenho financeiro da empresa representado pelo rácio *market to book*. RA representa a rentabilidade da empresa obtida pelo valor do rácio de Rentabilidade dos Ativos. CV representa o desempenho financeiro obtido representado pela taxa de crescimento das vendas.

Ressalva-se ainda que o conselho de administração desempenha um papel fundamental no acompanhamento das ações da equipa de gestão, tendo legitimidade para contratar, despedir ou recompensar os gestores (Fama & Jensen, 1983). A literatura debruçou-se então sobre o impacto da estrutura do conselho de administração no desempenho das empresas. Foi analisada a presença de administradores independentes, a dimensão do conselho de administração e a separação de funções entre o presidente da comissão executiva (CEO) e o presidente do conselho de administração (*chairman*).

Black e Kim (2006) consideraram uma amostra de empresas Sul Coreanas e concluem que a presença de administradores independentes no conselho de administração apresenta um impacto positivo no valor de mercado das empresas. Já Yermack (1996) argumenta que conselhos de administração de maior dimensão apresentam problemas de comunicação e ineficácia na tomada de decisão, pelo que recomenda que a dimensão dos conselhos de administração seja mais reduzida. Guest (2009) corrobora essa visão ao encontrar evidência empírica de que a dimensão do conselho de administração está negativamente relacionada com o valor da empresa.

A questão da separação/combinção das funções de CEO e *chairman* e o seu impacto no valor da empresa tem suscitado bastante interesse por parte da literatura. Rechner e Dalton (1991) consideram uma amostra constituída por 141 empresas Norte Americanas entre os anos de 1978 e 1983. A amostra foi dividida em dois grupos: empresas em que os cargos de CEO e *chairman* estão concentrados numa única pessoa e empresas em que os cargos de CEO e *chairman* são desempenhados por pessoas diferentes. Os autores apresentam evidência empírica de um melhor desempenho das empresas que separam as funções de CEO e *chairman*, face àquelas que concentram estes dois cargos num único indivíduo. Este facto justifica-se pela redução dos custos de agência e por uma supervisão mais eficiente. Já Baliga, Moyer e Rao (1996) concluem que é pouco relevante a opção pela separação/combinção dos cargos de CEO e *chairman*, apresentando evidência empírica de desempenhos similares para as duas opções estruturais. Em contraste, Brickley, Coles e Jarrell (1997) desafiam a tradicional teoria de que as empresas com os cargos de CEO e *chairman* separados têm um melhor desempenho do que aquelas que combinam estes dois cargos numa só pessoa. Os autores argumentam que, tal como a combinação dos dois cargos, a separação dos mesmos também tem custos de agência associados nomeadamente custos de informação. Brickley, Coles e Jarrell (1997) concluem que os custos associados à separação dos dois cargos são na maioria dos casos superiores aos custos da combinação dos mesmos. A Tabela 7 resume a pesquisa empírica que relaciona as características do conselho de administração com o valor das empresas.

Tabela 7: Impacto das características do conselho de administração no valor das empresas

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analizada	Relação	
					Sinal	Significância
Yermack	1996	EUA	1984-1991	Dimensão	Negativo	Sim
Guest	2009	Reino Unido	1981-2002	Dimensão	Negativo	Sim
Black e Kim	2006	Coreia do Sul	2001	Independência	Positivo	Sim
Rechner e Dalton	1991	EUA	1978-1983	Separação CEO/Chairman	Positivo	Sim

Tabela 7: **Impacto das características do conselho de administração no valor das empresas** (continuação)

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Brickley, Coles e Jarrell	1997	EUA	1988	Separação CEO/ <i>Chairman</i>	Negativo	Sim
Baliga, Moyer e Rao	1996	EUA	1990	Separação CEO/ <i>Chairman</i>	Positivo/ Negativo	Não

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna refere-se à característica do conselho de administração analisada pelo estudo. A sexta evidencia o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.1.4.2 Segunda geração de estudos

Ao passo que a primeira geração de governo das sociedades analisa os mecanismos internos, a segunda geração foca-se no impacto dos mecanismos externos no valor da empresa. A legislação desempenha um papel fundamental na eliminação de alguns conflitos agência, conferindo aos investidores algum grau de proteção (Gul e Qiu, 2002). De acordo com Denis e McConnell (2003), a segunda geração tem o seu início com o estudo de La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer e Vishny (1998) intitulado “*Law and Finance*”. Os autores analisam empiricamente de que modo a legislação protege os investidores. Para o efeito consideram uma amostra constituída por 49 países. Os sistemas legais são divididos em dois grandes blocos: aqueles que têm origem no *common law* e os que têm origem no *civil law*. Adicionalmente, é referido que a comparação entre os diferentes sistemas de governo deve ser realizada em função do grau de proteção legal proporcionado aos investidores. Uma possível explicação para as características das empresas serem diferentes entre países poderá estar relacionada com o facto de a proteção oferecida aos acionistas variar igualmente de país para país. La Porta *et al.* (1998) apresentam evidência empírica de que os países cuja legislação tem origem no *common law* concedem um maior grau de proteção aos investidores face aos países cujo sistema legal tem origem no *civil law*.

O trabalho de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) analisa o impacto da proteção legal dos acionistas minoritários no valor da empresa. A amostra considerada é constituída por 539 empresas de 27 países. A proteção dos acionistas minoritários é

representada por duas variáveis: uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a legislação do país tiver origem na *common law* e 0 caso contrário. A segunda variável corresponde a um índice constituído por 6 variáveis representativas dos direitos dos acionistas, construído por La Porta *et al.* (1998). A escala deste índice varia entre 0 e 6 onde classificações mais elevadas correspondem a melhores práticas de governo das sociedades. Por seu turno, o valor da empresa é representado pelo q de *Tobin*. Os autores apresentam evidência empírica de que uma maior proteção dos acionistas está associada a uma maior valorização da empresa.

Gul e Qiu (2002) consideram uma amostra distribuída por 22 mercados emergentes e constataam que as empresas que operam em países com um nível elevado de proteção legal dos investidores estão associadas a um baixo nível de assimetria de informação e consequentemente a uma diminuição dos custos de agência. Neste sentido, a Tabela 8 resume a pesquisa empírica que analisa o impacto da proteção legal dos acionistas no valor das empresas.

Tabela 8: **Impacto da proteção legal dos acionistas no valor das empresas**

Autores	Ano	Número de países	Período de análise	Relação	
				Sinal	Significância
La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny	2002	27	1997	Positivo	Sim
Gul e Qiu	2002	22	1995	Positivo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta o número de países analisados. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna evidencia o sinal da relação. A sexta coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.1.4.3 Terceira geração de estudos

Apesar de os dois grupos de pesquisas referidos anteriormente analisarem vários mecanismos de governo das sociedades, os resultados revelam alguma inconsistência (Larcker, Richardson, & Tuna, 2007). Tendo em conta que o governo das sociedades é um conceito bastante complexo, a literatura sentiu necessidade de conceber medidas alternativas com a finalidade de retratar com maior fiabilidade a qualidade de governo existente. Neste âmbito, nos últimos anos surgiu uma nova geração de pesquisa que, ao invés das suas antecessoras, analisa o impacto de um conjunto de mecanismos (tanto internos como

externos) no desempenho das empresas. O seu objetivo é responder à seguinte questão: como é que um conjunto de vários mecanismos de governo das sociedades influenciam o desempenho das empresas?

O estudo de Black (2001) intitulado “*The corporate governance behavior and market value of Russian firms*” revelou-se bastante importante para a pesquisa empírica, tendo sido um dos primeiros estudos a utilizar esta forma de mensuração. Considerando uma amostra constituída por 21 empresas Russas, foi utilizado um índice de governo das sociedades desenvolvido pelo *Brunswick Warburg investment bank* (banco russo de investimentos). O índice é constituído por 7 dimensões: a divulgação e transparência; o aumento de capital através da emissão de novas ações; o desmantelamento de ativos e preços de transferência; a diluição através de fusões e reestruturações; a falência; os limites à propriedade estrangeira; a atitude da gestão para com os acionistas; o secretário afiliado à empresa. As empresas são classificadas numa escala que varia de 0 a 60, onde as classificações mais elevadas correspondem a uma pior qualidade de governo. Os autores apresentam evidência empírica de uma relação positiva e significativa entre a qualidade de governo das sociedades e o valor das empresas. Por seu turno, a amostra bastante reduzida constitui a principal limitação deste estudo.

Mais tarde, Gompers, Ishii e Metrick (2003) analisaram uma amostra construída por 1.500 empresas Norte Americanas. Com base em dados fornecidos pelo *Investor Responsibility Research Center*³ (IRRC), os autores construíram um índice a que deram o nome de *G-index*. O *G-index* é composto por 24 *itens* agrupados em 5 categorias: práticas para atrasar as ofertas hostis, direitos de voto, proteção dos direitos dos administradores e diretores, outras medidas anti-OPA (oferta pública de aquisição) e legislação estatal. A escala de avaliação varia entre 0 e 24, sendo adicionado um ponto por cada *item* que restrinja os direitos dos investidores. Assim, um valor elevado do índice está associado a um baixo nível de proteção dos investidores. Os autores concluem que empresas com uma maior proteção

³ O *Investor Responsibility Research Center* (IRRC) é uma organização sem fins lucrativos que financia a pesquisa referente aos pilares ambiental, social, empresarial e de governo. Esta instituição fornece informações úteis para investidores, decisores políticos e partes interessadas, de modo a que estes tomem decisões o mais informados possível. Para mais informações consultar o *website* <http://irrcinstitute.org/about.php?page=mission&nav=2>.

dos direitos dos acionistas são mais valorizadas pelo mercado, obtêm melhores resultados, um maior crescimento das vendas e suportam despesas de capital mais baixas.

Quando optam pela análise de empresas que operem em mercados emergentes, os autores utilizam mais frequentemente o índice construído pelo *Credit Lyonnais Securities Asia* (Klapper e Love, 2004). Este índice abrange 495 empresas de 25 países emergentes. Klapper e Love (2004) estudaram uma amostra constituída por 374 empresas pertencentes a 14 países emergentes e constataram que o governo das sociedades tem um impacto positivo no desempenho e na valorização das empresas. Cheung, Stouraitis e Tan (2011) analisaram uma amostra constituída pelas 455 maiores empresas cotadas nos mercados emergentes asiáticos entre 2001 e 2004. Os autores documentam uma relação positiva entre a classificação de governo das sociedades e o valor da empresa.

Mais recentemente, Epps e Cereola (2008) e Ertugrul e Hegde (2009) referem que, relativamente ao mercado dos Estados Unidos da América, as principais agências de *rating* que constroem métricas de qualidade de governo das sociedades são o *Institutional Shareholder Services* (ISS), *Standard and Poors* (S & P, descontinuado em 2005), *Governance Metric International* (GMI), e *The Corporate Library* (TCL). Em Julho de 2010 o GMI e o TCL procederam a uma fusão cobrindo um total de mais de 5.400 empresas em todo o Mundo.⁴ Em agosto de 2014 a MSCI, empresa de *rating* de empresas, adquiriu a *Governance Holdings Co.* (empresa resultante da fusão entre o GMI e o TLC) com o intuito de alargar a sua oferta de serviços.⁵

2.1.4.3.1 *Institutional Shareholder Services*

Fundado em 1985, o ISS é a empresa líder Mundial de fornecimento de ferramentas de apoio à decisão, tendo como propósito informar os investidores das decisões de investimento mais adequadas (Vintila & Gherghina, 2012). A base de dados do ISS é composta por cerca de 39.000 empresas distribuídas por 115 países.⁶

⁴ Informação recolhida nos seguintes *websites*: <http://www.reuters.com/article/2010/07/22/corporatelibrary-idUSN228701820100722>; <http://www.corpgov.net/2010/07/tcl-gmi-merge/> em 15 de fevereiro de 2015

⁵ Para mais informações consultar o *website*: <https://www.msci.com/our-story>

⁶ Informação recolhida no *website*: <http://www.issgovernance.com/about/about-iss/> consultado em 21 de Junho de 2015.

Com o intuito de melhorar a relação entre os acionistas e as empresas, em 2002, o ISS disponibilizou o *Corporate Governance Quotient* (Epps & Cereola, 2008). Este índice de governo das sociedades é composto por 61 variáveis organizadas em 8 categorias: conselho de administração, auditoria, disposições estatutárias, país de origem da empresa, remuneração dos dirigentes e executivos, fatores qualitativos e propriedade e habilitações do dirigente (Ertugrul & Hegde, 2009). A classificação das empresas varia entre 1 e 100 sendo que valores elevados correspondem a uma melhor qualidade de governo. Este índice foi amplamente utilizado pela literatura (por exemplo Daines, Gow, & Larcker, 2010; Epps & Cereola, 2008; Ertugrul & Hegde, 2009).

Com base em dados fornecidos pelo ISS, Brown e Caylor (2006) construíram um índice de governo das sociedades denominado *Gov-Score*. O *Gov-Score* é constituído por 51 *itens* organizados em 8 categorias: auditoria, conselho de administração, disposições estatutárias, habilitações do dirigente, remunerações dos dirigentes e executivos, propriedade, fatores qualitativos e país de origem da empresa. A amostra analisada é constituída por 1.868 empresas dos EUA no ano de 2002. Como teste adicional os autores construíram o *Gov-7*, um índice constituído por 7 *itens* que estão relacionados positiva e significativamente com o valor da empresa. Para medir o desempenho das empresas, utiliza-se um conjunto de indicadores que correspondem a 3 categorias: desempenho operacional (rendibilidade do capital próprio, margem de lucro líquida das vendas e crescimento das vendas), valorização (q de *Tobin*) e *payout* (*dividend yield* e recompra de ações). Os autores concluem que o *Gov-Score* é uma medida de governo das sociedades mais completa que o *G-index*, apresentando evidência empírica da existência de uma relação positiva e significativa entre este índice e o valor das empresas.

Epps e Cereola (2008) analisam a relação entre o governo das sociedades e o desempenho das empresas nos EUA entre os anos de 2002 e 2004. O governo das sociedades é medido com recurso ao *Corporate Governance Quotient*, ao passo que o desempenho é medido através da rendibilidade dos ativos e da rendibilidade do capital próprio. Os autores concluem que o governo das sociedades não tem qualquer impacto sobre o desempenho das empresas.

Ertugrul e Hegde (2009) analisam a utilidade das métricas de governo das sociedades fornecidas pelas três principais agências de *rating* Norte Americanas: a *The Corporate Library* (TCL), o *Institutional Shareholder Services* (ISS) e a *Governance Metrics International* (GMI). Os resultados apresentados são contraditórios. Enquanto que os índices da TCL e do ISS estão relacionados negativamente com o desempenho futuro das empresas, os índices da GMI encontram-se positivamente correlacionados. Estes resultados levantam questões acerca da fiabilidade das métricas agregadas de governo analisadas. Por outro lado, Daines *et al.* (2010) analisam a utilidade da informação fornecida pela TCL, ISS e GMI aos acionistas. À semelhança de Ertugrul e Hegde (2009), os autores concluem que os índices analisados apresentam limitações quanto à previsão do desempenho futuro das empresas.

Em 2010, o *Corporate Governance Quotient* foi descontinuado e substituído pelos *Governance Risk Indicators* (GRID). Os GRID foram desenvolvidos com o intuito de auxiliar os investidores a quantificar os riscos dos seus investimentos (Vintila & Gherghina, 2012). Para avaliar o nível de risco de governo é considerado um conjunto de questões que variam entre 59 e 95 dependendo do mercado analisado. As questões estão agrupadas em quatro categorias: auditoria, estrutura do conselho de administração, remuneração e direitos dos acionistas. A escala de classificação varia entre 0 e 100 sendo que valores elevados correspondem a um baixo risco e, conseqüentemente, uma boa qualidade de governo das sociedades.

Vintila e Gherghina (2012) analisam a relação entre a classificação de governo das sociedades mensurada pelos GRID e o desempenho das empresas. A amostra é constituída por 155 empresas Norte Americanas e os dados recolhidos são referentes ao ano de 2011. As empresas consideradas são cotadas nos três principais índices dos EUA: *New York Stock Exchange* (NYSE), NASDAQ e *American Stock Exchange*. As variáveis representativas do desempenho das empresas são o *q* de Tobin, o rácio *price to book value*, a rendibilidade do ativo, a rendibilidade do capital próprio e o *price earnings ratio*. Os resultados apresentados evidenciam uma relação negativa entre o governo das sociedades e o desempenho das empresas. Os autores argumentam que os acionistas e investidores das empresas não se devem basear unicamente nas classificações atribuídas pelas agências de *rating* uma vez que estes índices estão sujeitos a erros de mensuração.

Em 2013 o ISS lançou o *Corporate Governance Quickscore*, índice que substituiu os GRID. O *Corporate Governance Quickscore* é uma ferramenta que auxilia os investidores a identificar e acompanhar o risco de governo presente nas suas carteiras de investimentos (Isiaka, 2015). O *Corporate Governance Quickscore* abrange atualmente cerca de 4.730 empresas em 30 países.⁷ Este índice avalia as práticas de governo das sociedades com base em quatro pilares: estrutura do conselho de administração, remuneração, direitos dos acionistas e práticas de auditoria. O total de variáveis analisadas ascende a cerca de 200, variando este número conforme as características do mercado analisado. A escala de classificação varia entre 1 e 10. Dado que este índice avalia o nível de risco de governo das sociedades existente nas empresas, a classificação de 1 corresponde a um baixo risco (melhor qualidade de governo) e 10 corresponde a um risco elevado (pior qualidade de governo).

Gherghina, Vintila e Tibulca (2014) analisam a relação entre o governo das sociedades e o valor das empresas, para as empresas não financeiras cotadas no índice S & P 100, no ano de 2013. O valor das empresas é quantificado através do q de *Tobin*, ao passo que as práticas de governo das sociedades são representadas pelo *Corporate Governance Quickscore*. O estudo apresenta evidência empírica de uma relação positiva mas não significativa entre o governo das sociedades e o valor das empresas. Os autores concluem que este índice poderá ser útil no apoio à tomada de decisão dos investidores devendo, no entanto, ser considerado com algumas reservas.

O estudo de Isiaka (2015) analisa a relação entre o governo das sociedades e o desempenho das empresas usando dois índices de governo das sociedades: o *Globe and Mail Report on Business* (ROB) e o *Corporate Governance Quickscore*. A amostra é constituída por 156 empresas não financeiras Canadianas entre 2010 e 2012. As variáveis dependentes consideradas são o q de *Tobin*, o rácio *market to book*, a rendibilidade dos ativos e a rendibilidade do capital próprio. Adicionalmente são consideradas como variáveis de controlo a dimensão das empresas e o grau de endividamento representados pelo logaritmo do total dos ativos e pelo rácio dívida/capital próprio, respetivamente. Relativamente ao ROB, a evidência empírica apresentada não é significativa para todas as variáveis dependentes. Contudo, existe uma relação positiva e significativa entre algumas subcategorias e todas as variáveis dependentes, exceto para a rendibilidade dos capitais

⁷ Informação recolhida no *website*: <http://www.issgovernance.com/governance-solutions/investment-tools-data/quickscore/>, consultado em 21 de junho de 2015

próprios. Quanto ao *Corporate Governance Quickscore* verifica-se o mesmo que no ROB, ou seja, apenas algumas subcategorias apresentam uma relação positiva e significativa com as variáveis de desempenho. Estes resultados corroboram as conclusões obtidas por Daines *et al.*, 2010 e Vintila e Gherghina (2012) acerca da possibilidade da existência de erros de mensuração nos índices desenvolvidos por empresas de *rating*. A Tabela 9 resume as características principais dos índices construídos pelo ISS bem como os estudos que os utilizaram.

Tabela 9: Principais métricas de governo das sociedades construídas pelo ISS

Índice	Variáveis	Categorias	Estudos
<i>Corporate Governance Quotient</i>	61	<ul style="list-style-type: none"> • Conselho de administração; • Auditoria; • Disposições estatutárias; • País de origem da empresa; • Remuneração dos dirigentes e executivos; • Fatores qualitativos; • Propriedade; • Habilitações do dirigente. 	Brown e Caylor (2006); Daines <i>et al.</i> (2010); Epps e Cereola (2008); Ertugrul e Hegde (2009).
<i>Corporate Governance Quickscore</i>	200	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura do conselho de administração; • Remuneração; • Direitos dos acionistas; • Práticas de auditoria. 	Gherghina <i>et al.</i> (2014); Isiaka (2015)
<i>Governance Risk Indicators</i>	55-95	<ul style="list-style-type: none"> • Auditoria • Estrutura do conselho de administração; • Remuneração; • Direitos dos acionistas. 	Vintila e Gherghina (2012)

Nota. A primeira coluna apresenta o nome do índice de governo das sociedades. A segunda coluna evidencia o número de variáveis analisadas por cada índice. A terceira coluna apresenta as subcategorias de cada índice. A quarta coluna refere-se aos estudos que utilizam cada um dos índices referidos como variável representativa de governo das sociedades.

Através dos vários estudos acima caracterizados, pode concluir-se que as várias métricas de governo sugeridas pela literatura resultam da complexidade e da dificuldade de mensuração

do governo das sociedades, pelo que não existe um consenso quanto à métrica que retrata mais fielmente a qualidade de governo das sociedades das empresas.

2.2 Governo das sociedades e a manipulação dos resultados

O número crescente de escândalos financeiros ocorridos à escala global, por exemplo os ocorridos na Enron e Xerox nos EUA, na Parmalat em Itália, na Marconi no Reino Unido e, mais recentemente, o caso do Banco Espírito Santo em Portugal, originou uma discussão acerca da qualidade e fiabilidade da informação financeira fornecida pela equipa de gestão das empresas aos *stakeholders* (Biswas & Bhuiyan, 2008; Shen & Chih, 2007). Deste modo, a qualidade da informação financeira reveste-se de elevada importância uma vez que serve de base à tomada de decisões dos intervenientes que nela têm interesses, por exemplo os acionistas (Dechow, Ge, & Schrand, 2010). Neste âmbito, uma boa estrutura de governo das sociedades poderá desempenhar um papel essencial, procurando garantir que a gestão utiliza adequadamente os recursos da empresa, enquanto salvaguarda os interesses dos *stakeholders* e relata fidedignamente o desempenho financeiro e operacional da empresa (Lin & Hwang, 2010). De seguida apresentamos algumas definições de manipulação dos resultados bem como as metodologias mais frequentemente utilizadas para a sua mensuração. Apresentamos ainda dois grupos de pesquisa que analisam a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Assim, o primeiro grupo analisa esta relação através de mecanismos específicos de governo das sociedades ao passo que o segundo grupo considera o governo das sociedades como um todo através de mecanismos agregados.

2.2.1 Definição de manipulação dos resultados

A literatura apresenta várias definições de manipulação dos resultados. De acordo com Healy e Wahlen (1999) a manipulação dos resultados ocorre quando os gestores usam a sua posição dentro da empresa para alterar a informação financeira a fim de omitir informação aos *stakeholders* ou para cumprir determinados objetivos baseados nos resultados. A manipulação dos resultados pode ser definida alternativamente como a alteração propositada das demonstrações financeiras por parte da gestão com o intuito de obter benefícios privados (Schipper, 1989). A manipulação dos resultados é assim utilizada para ocultar o desempenho atual da empresa dos acionistas ou de outros *stakeholders* (Klein, 2002). Deste modo, os resultados relatados não correspondem necessariamente aos resultados reais. Assim,

stakeholders que utilizam a informação financeira relatada como base para as suas decisões, podem ser induzidos em erro e não tomarem as decisões que lhes ofereceriam uma maior utilidade (McNichols & Stubben, 2008).

2.2.1.1 Mensuração das práticas de manipulação dos resultados

Os modelos baseados em *accruals* representam a metodologia que é mais frequentemente utilizada pela literatura para mensurar a manipulação dos resultados (Jiang, Lee, & Anandarajan, 2008). De acordo com Teoh, Welch e Wong (1998), os *accruals* são ajustamentos contabilísticos que correspondem à componente dos resultados ainda não concretizada em pagamentos e recebimentos. Em alternativa, Dechow e Dichev (2002) referem que os *accruals* consistem normalmente em estimativas ou previsões cujo objetivo é tornar o resultado contabilístico uma medida aproximada do resultado económico (não observável) e resultam do regime do acréscimo (os resultados do exercício reconhecem os rendimentos e os gastos, independentemente dos seus recebimentos ou pagamentos) na elaboração das demonstrações financeiras.

2.2.1.1.1 – Modelo de Healy (1985)

O estudo de Healy (1985) foi pioneiro na construção de um modelo com base em *accruals* para estimar o nível de manipulação dos resultados. O autor define os *accruals* através da seguinte expressão:

$$AT_t = RL_t - FCO_t \quad (1)$$

Onde:

AT_t = *Accruals* totais no período t;

RL_t = Resultado líquido do exercício no período t;

FCO_t = Fluxo de caixa operacional no período t.

De acordo com Healy (1985), os *accruals* são compostos por uma componente discricionária (ou anormal) e por uma componente não discricionária (ou normal). Os *accruals* não discricionários são lançamentos contabilísticos resultantes da atividade normal

da empresa, como por exemplo a depreciação dos ativos e a valorização dos inventários realizados em conformidade com as normas contabilísticas em vigor. Por sua vez, os *accruals* discricionários correspondem às intervenções intencionais dos gestores no sentido de produzirem os efeitos desejados sobre os resultados (Healy, 1985; Teoh et al., 1998). Por exemplo, no final do ano fiscal os gestores podem acelerar/atrasar a entrega de mercadoria a clientes. A Figura 1 representa esquematicamente os termos abordados anteriormente.

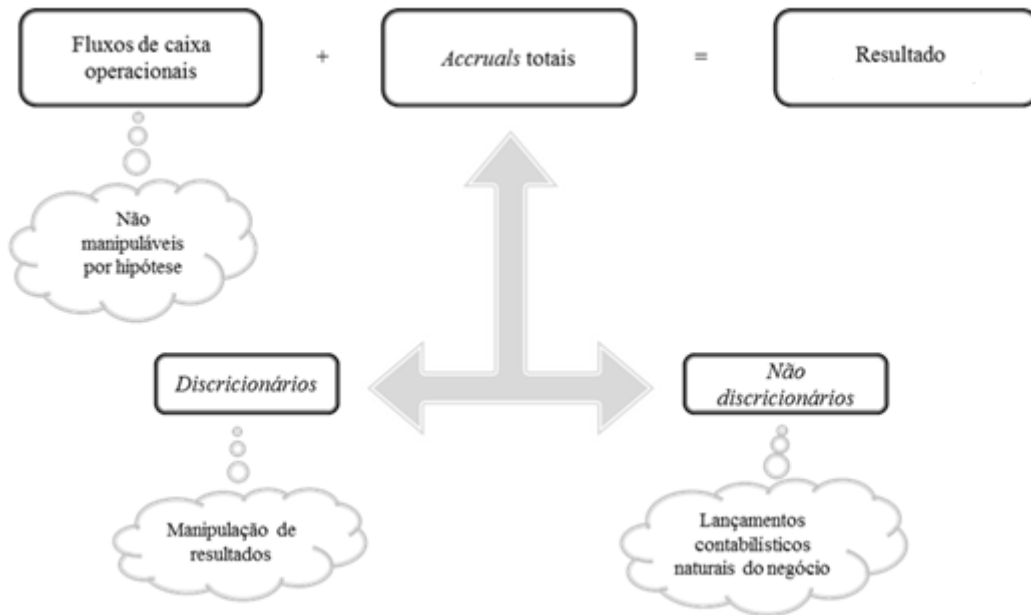


Figura 1. Diagrama ilustrativo dos conceitos

Fonte: Adaptado de Martinez (2008)

O modelo de Healy (1985) estima os *accruals* não discricionários da seguinte forma:

$$AND_{it} = \frac{\sum_{t=1}^T AT_{it}}{T} \quad (2)$$

Onde:

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t , deflacionados pelo total do ativo no início do período t ;

T = Número de períodos de tempo considerados.

De realçar que, tanto para este modelo como para os que analisamos abaixo, os *accruals* discricionários são calculados através da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários. A principal limitação subjacente ao modelo de Healy (1985) prende-se com o facto de assumir que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo dos períodos.

2.2.1.1.2 – Modelo de Jones (1991)

Jones (1991) e Dechow, Sloan e Seehey (1995) calculam os *accruals* totais através da seguinte expressão:

$$AT_{it} = \frac{(\Delta AC_{it} - \Delta DISP_{it}) - (\Delta PC_{it} - \Delta DCP_{it}) - DEP_{it}}{A_{t-1}} \quad (3)$$

Onde:

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t;

ΔAC_{it} = Variação do ativo corrente da empresa i no período t;

$\Delta DISP_{it}$ = Variação de caixa e equivalentes da empresa i no período t;

ΔPC_{it} = Variação do passivo corrente da empresa i no período t;

ΔDCP_{it} = Variação das dívidas de curto prazo incluídas no passivo corrente da empresa i no período t;

DEP_{it} = Depreciações e amortizações da empresa i no período t

A_{t-1} = Total do ativo da empresa i no período t-1.

Jones (1991) apresenta um contributo decisivo para a literatura ao romper com o pressuposto de que os *accruals* não discricionários são constantes ao longo dos períodos. No seu modelo para estimar os *accruals* não discricionários, a autora incluiu a variação das vendas e o ativo fixo tangível bruto com o objetivo de controlar o efeito das alterações das circunstâncias económicas que envolvem a empresa (Dechow *et al.*, 1995) O modelo traduz-se na seguinte expressão:

$$AND_{it} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta VND_{it}) + \hat{\beta}_2 (AFT_{it}) \quad (4)$$

Onde:

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa *i* no período *t-1*;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa *i* no período *t*, deflacionadas pelo total do ativo no período *t-1*;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa *i* no ano *t*, deflacionado pelo total do ativo no período *t-1*.

O cálculo das estimativas para β_0 , β_1 e β_2 é efetuado através de uma regressão linear:

$$AT_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta VND_{it}) + \beta_2 (AFT_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Onde:

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa *i* no período *t*.

No entanto, o modelo de Jones (1991) também apresenta algumas limitações. A principal limitação reside no facto de o modelo assumir o pressuposto de que as vendas não são discricionárias. No entanto, as vendas podem sofrer intervenções intencionais por parte do gestor, o que pode levar a um erro de mensuração por parte do modelo.

2.2.1.1.3 – Modelo de Dechow, Sloan e Soeney (1995)

Com o intuito de eliminar o erro de mensuração na estimação dos *accruals* discricionários relacionado com a manipulação das vendas, Dechow *et al.* (1995) propõem uma versão modificada do modelo de Jones (1991). Dechow *et al.* (1995) assumem que apenas as vendas cujo pagamento já foi recebido não são discricionárias. Assim, todas as vendas a crédito são consideradas como discricionárias. O modelo operacionaliza-se do seguinte modo:

$$AND_{it} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_2 (AFT_{it}) \quad (6)$$

Onde:

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa i no período t ;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa i no período $t-1$;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa i no período t , deflacionadas pelo total do ativo no período $t-1$;

ΔREC_{it} = Variação da conta de clientes a receber da empresa i no período t , deflacionadas pelo total do ativo no período $t-1$;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no ano t , deflacionado pelo total do ativo no período $t-1$.

O cálculo das estimativas para β_0 , β_1 e β_2 é realizado do seguinte modo:

$$AT_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 (AFT_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

Onde:

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t .

Uma limitação latente no modelo de Jones (1991) modificado é o facto de considerar que todas as variações das vendas a crédito são resultado de manipulação dos resultados (Dechow, Richardson, & Tuna, 2003). Com o aumento do volume de negócios é expectável que o valor da conta de clientes a receber aumente. Este facto é registado como manipulação dos resultados de forma errada.

Mais recentemente, Larcker e Richardson (2004), com o intuito de aumentar o poder explicativo, introduzem duas variáveis independentes ao modelo de Jones (1991) modificado por Dechow *et al.* (1995): o rácio *book to market* e os fluxos de caixa operacionais. O rácio *book to market* é utilizado como variável representativa do crescimento esperado das operações da empresa. Por sua vez, os fluxos de caixa operacionais representam o desempenho operacional da empresa. O modelo traduz-se na seguinte expressão:

$$AND_{it} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_2 AFT_{it} + \hat{\beta}_3 BM_{it} + \hat{\beta}_4 FCO_{it} \quad (8)$$

Onde:

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa i no período t;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa i no período t-1;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa i no período t, deflacionadas pelo total do ativo do ano t-1;

ΔREC_{it} = Variação da conta clientes a receber da empresa i no período t, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no ano t, deflacionado pelo total do ativo no período t-1;

BM_{it} = Rácio *book to market* calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa;

FCO_{it} = Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t, deflacionados pelo total do ativo no período t-1;

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t.

O cálculo das estimativas para $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 é realizado do seguinte modo:

$$AT_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 AFT_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 FCO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

Onde:

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa i no período t-1;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa i no período t, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1;

ΔREC_{it} = Variação da conta clientes a receber da empresa i no período t, deflacionada pelo total do ativo no período t-1;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no ano t, deflacionado pelo total do ativo no período t-1;

BM_{it} = Rácio *book to market* da empresa i no ano t, calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa;

FCO_{it} = Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t, deflacionados pelo total do ativo no período t-1;

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t.

Larcker e Richardson (2004) apresentam evidência empírica de que o seu modelo tem um maior poder explicativo que o modelo de Jones (1991) modificado. Contudo, os autores continuam a assumir que todas as vendas a crédito são objeto de manipulação. A Tabela 10 representa os principais estudos que utilizam modelos de *accruals* para estimar o nível de manipulação dos resultados.

Tabela 10: Principais modelos de *accruals*

Modelo	Descrição	Limitações
Healy (1985)	Calcula os <i>accruals</i> não discricionários através da média dos <i>accruals</i> totais durante o período analisado.	Assume que os <i>accruals</i> não discricionários são constantes ao longo do tempo.
Jones (1991)	Estima os <i>accruals</i> não discricionários através de uma regressão, cujas variáveis independentes são a variação das vendas e o valor dos ativos fixos tangíveis brutos.	Assume que as vendas não são discricionárias.
Jones (1991) modificado por Dechow <i>et al.</i> (1995)	Procura melhorar o modelo de Jones (1991) ao assumir que as vendas podem ser manipuladas. Considera que a variação das vendas menos a variação da conta de clientes a receber está livre de manipulação.	Assume que todas as variações das vendas a crédito são objeto de manipulação.
Larcker e Richardson (2004)	Acrescentam ao modelo de Jones (1991) modificado duas variáveis independentes: o rácio <i>book to market</i> e os fluxos de caixa operacionais.	Embora seja mais completo que o modelo de Jones (1991) modificado apresenta a mesma limitação.

Tabela 10: **Principais modelos de *accruals*** (continuação)

Nota. A tabela resume os principais modelos de *accruals* propostos pela literatura. A primeira coluna apresenta o nome dos autores que construíram cada modelo. A segunda coluna descreve sumariamente o modelo referenciado. A terceira coluna apresenta as principais limitações que cada modelo apresenta.

Em suma, todos os modelos mencionados apresentam lacunas associadas devido à dificuldade de mensuração da manipulação dos resultados.

2.2.2 Mecanismos Específicos de governo das sociedades

Nos últimos anos foram desenvolvidos vários estudos com o objetivo de analisar a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. A literatura anterior focou-se essencialmente na relação supracitada através da análise de variáveis específicas de governo das sociedades como por exemplo as características do conselho de administração e a estrutura de propriedade (Bekiris & Doukakis, 2011).

2.2.2.1 Estrutura da propriedade e as práticas de manipulação dos resultados

A estrutura da propriedade é um mecanismo interno de governo das sociedades que incide sobre os aspetos que definem a propriedade da empresa, pelo que se refere à forma como os títulos (na maioria dos casos ações) estão distribuídos (Sáenz González & García-Meca, 2013). De seguida retratamos quatro características da estrutura de propriedade que são estudadas pelos autores: o nível de propriedade dos gestores, a concentração da propriedade, os “investidores família” e os investidores institucionais.

O nível de propriedade dos gestores poderá ser uma forma de restringir o comportamento oportunista dos gestores, alinhando os seus interesses com os dos restantes acionistas (Warfield, J. Wild, & K. Wild, 1995). Fama (1980), Fama e Jensen (1983) e Jensen e Meckling (1976) concluem que elevados níveis de propriedade por parte dos gestores correspondem a uma maior qualidade dos relatórios financeiros e à maximização do valor da empresa, verificando-se o inverso quando os gestores não são detentores de capital da empresa ou quando detêm uma pequena proporção. Ou seja, quando o gestor detém uma parte da empresa irá pensar duas vezes antes de manipular os resultados em prejuízo dos *stakeholders*, uma vez que ele enquanto proprietário também sairá prejudicado. Contudo

Aboody e Kasznik (2000) e Yermack (1997) contrapõem que quando o gestor detém uma grande proporção do capital da empresa poderá utilizar a sua posição para expropriar os acionistas minoritários manipulando os resultados de forma a maximizar a sua própria utilidade.

A concentração de propriedade também desempenha um papel importante como mecanismo de governo das sociedades. Neste sentido, acionistas que detenham uma proporção considerável de capital devido à grande quantidade monetária investida, irão controlar da melhor forma a atividade dos gestores de modo a que estes maximizem o valor da empresa. Assim, existe um desincentivo para que os gestores manipulem os resultados (Fama, 1980; Fama e Jensen, 1983).

As empresas familiares são recorrentemente utilizadas como objeto de estudo devido às suas características únicas (Sáenz González & García-Meca, 2013). Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) e Wang (2006) concluem que as empresas familiares apresentam uma maior qualidade dos resultados em comparação com as restantes empresas. É também referido que devido às suas características, as empresas familiares enfrentam menos problemas de agência do que as empresas não familiares pelo que existem menos incentivos para manipular os resultados.

Os investidores institucionais desempenham um papel fundamental no controlo da qualidade dos resultados relatados (Velury & Jenkins, 2006). Desta forma, investidores institucionais com uma maior representatividade no capital de uma empresa terão uma maior preocupação no controlo das ações dos gestores. Verifica-se então uma relação negativa entre a participação de investidores institucionais e a manipulação dos resultados (Koh, 2003). A Tabela 11 apresenta alguns estudos que analisam a relação entre a estrutura de propriedade e as práticas de manipulação dos resultados.

Tabela 11: **Impacto da estrutura de propriedade na manipulação dos resultados**

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Warfield <i>et al.</i>	1995	EUA	1988-1990	Propriedade dos gestores	Negativo	Sim

Tabela 11: **Impacto da estrutura de propriedade na manipulação dos resultados** (continuação)

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Aboody e Kasznik	2000	EUA	1992-1996	Propriedade dos gestores	Positivo	Sim
Yermack	1997	EUA	1992-1994	Propriedade dos gestores	Positivo	Sim
Ali, Chen e Radhakrishnan	2007	EUA	1998-2002	Empresas familiares	Negativo	Sim
Wang	2006	EUA	1994-2002	Empresas familiares	Negativo	Sim
Koh	2003	Austrália	1993-1997	Investidores institucionais	Negativo	Sim

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna refere-se à característica do conselho de administração analisada pelo estudo. A sexta evidencia o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.2.2.2 Características do conselho de administração e as práticas de manipulação dos resultados

O conselho de administração desempenha um papel fundamental no acompanhamento das ações da equipa de gestão tendo legitimidade para contratar, despedir ou recompensar os gestores (Fama & Jensen, 1983). Este mecanismo interno de governo das sociedades visa restringir a manipulação dos resultados por parte dos gestores, procurando maximizar o valor da empresa para os acionistas (Marra, Mazzola, & Prencipe, 2011). Foram analisados estudos que compreendem quatro características do conselho de administração: a dimensão, a independência, o número de reuniões e a dicotomia CEO/*Chairman*.

No que concerne ao impacto da dimensão do conselho de administração na manipulação dos resultados, as conclusões apresentadas pelos diversos autores são contraditórias. Ching, Firth e Rui (2006) consideram uma amostra de 313 empresas de Hong Kong, tendo encontrado evidência da existência de uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a manipulação dos resultados. Por seu turno, Xie, Davidson e Dadalt (2003) analisam uma

amostra de empresas Norte Americanas e corroboram os resultados de Ching *et al.* (2006). Contudo, um elevado número de elementos do conselho de administração coloca questões de eficiência no controlo das decisões da gestão (Core, Holthausen, & Larcker, 1999).

A independência do conselho de administração é uma característica indispensável para existir uma supervisão eficaz das atividades de gestão (Zattoni & Cuomo, 2010). A probabilidade de ocorrência de manipulação de resultados é reduzida através da presença de diretores não executivos no conselho de administração (Marra *et al.*, 2011). Klein (2002), Peasnell, Pope e Young (2005) e Xie *et al.* (2003) apresentam evidência de que a independência do conselho de administração está relacionada negativamente com a manipulação dos resultados. Todavia, Park e Shin (2004), para uma amostra de empresas Canadianas, concluem que a presença de diretores não executivos não tem qualquer impacto na manipulação dos resultados.

Menon e Deahl Williams (1994) referem que a independência é uma característica necessária mas não suficiente para que o conselho de administração se apresente como um mecanismo realmente eficaz. É também necessário que o conselho de administração seja ativo e vigilante. De acordo com Vafeas (1999), a forma mais adequada de mensurar a atividade do conselho de administração é através do número de reuniões. Ebrahim e Ahmed (2007) consideraram uma amostra de 2.360 empresas localizadas nos Estados Unidos da América para os anos de 1999 e 2000 e concluíram que o número de reuniões realizadas anualmente pelo conselho de administração influencia negativamente a manipulação dos resultados. Sáenz González e García-Meca (2013) analisam uma amostra constituída por países da América Latina e corroboram a conclusão de Ebrahim e Ahmed (2007).

Outra característica importante do conselho de administração passa por verificar se os cargos de *chairman* e *chief executive officer* (CEO) estão concentrados na mesma pessoa ou são desempenhados por pessoas diferentes (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009). Embora seja de prever uma relação negativa entre a concentração de poder (CEO *duality*) e a manipulação dos resultados, a maioria dos autores não conseguiu encontrar uma relação significativa entre estas duas variáveis (Davidson, Goodwin-Stewart, & Kent, 2005; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009; Sáenz González & García-Meca, 2013). A Tabela 12 resume a pesquisa empírica que relaciona as características do conselho de administração com as práticas de manipulação dos resultados.

Tabela 12: Impacto das características do conselho de administração na manipulação dos resultados

Autores	Ano	Região	Período de análise	Característica analisada	Relação	
					Sinal	Significância
Ching, Firth e Rui	2006	Hong Kong	1993-2000	Dimensão	Negativo	Sim
Xie, Davidson e Dadalt	2003	EUA	1992,1994 e 1996	Dimensão	Negativo	Sim
Core, Holthausen e Larcker	1999	EUA	1982-1984	Dimensão	Positivo	Sim
Klein	2002	EUA	1991-1993	Independência	Negativo	Sim
Peasnell, Pope e Young	2005	EUA	1993-1996	Independência	Negativo	Sim
Xie, Davidson e Dadalt	2003	EUA	1992,1994 e 1996	Independência	Negativo	Sim
Park e Shin	2004	Canadá	1991-1997	Independência	Negativo	Não
Ebrahim e Ahmed	2007	EUA	1999-2000	Atividade	Negativo	Sim
Sáenz González e García-Meca	2013	América latina	2006-2009	Atividade	Negativo	Sim
Davidson, Goodwin-Stewart, e Kent	2005	Austrália	2000	Separação CEO/ <i>Chairman</i>	Positivo	Não
Sáenz González e García-Meca	2013	América latina	2006-2009	Separação CEO/ <i>Chairman</i>	Positivo	Não

Nota. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos analisados. A segunda coluna refere-se ao ano de publicação do estudo. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna refere-se à característica do conselho de administração analisada pelo estudo. A sexta evidencia o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.2.3 Mecanismos agregados de governo das sociedades e as práticas de manipulação dos resultados

Embora um número considerável de estudos tenha analisado o impacto de vários mecanismos de governo das sociedades na manipulação dos resultados, a evidência empírica apresentada é pouco consistente revelando frequentemente resultados contraditórios (Larcker *et al.*, 2007). Larcker *et al.* (2007) argumentam que esta inconsistência dos resultados se deve em grande parte às limitações das métricas de governo das sociedades utilizadas.

Uma forma alternativa para analisar a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados é através da utilização de índices de governo das sociedades (Bekiris & Doukakis, 2011). O número de estudos que utilizam esta abordagem é bastante limitado, sendo este facto um dos motivos da realização deste estudo.

Um dos primeiros estudos a utilizar uma medida de governo das sociedades mais completa na relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados foi Larcker *et al.* (2007). Os autores consideraram uma amostra de 2.106 empresas cotadas nos principais índices dos Estados Unidos da América para o ano de 2003. Com o objetivo de mensurar o governo das sociedades da forma mais fidedigna possível foram utilizados 39 mecanismos de governo das sociedades organizados em 14 índices. Por outro lado, a manipulação dos resultados é medida com recurso aos *accruals* discricionários. Para calcular os *accruals* discricionários foi utilizado o modelo de Dechow *et al.* (1995), cuja construção teve como base o modelo de Jones (1991). Larcker *et al.* (2007) introduziram ainda duas variáveis de controlo que se esperam estar relacionadas com os *accruals* anormais: o rácio *book-to-market* como variável representativa do crescimento esperado e os fluxos de caixa operacionais para medir o desempenho operacional da empresa. O estudo apresenta evidência empírica de que apenas 6 dos 14 índices são estatisticamente significativos. Contudo, os sinais para dois desses seis índices são contrários ao esperado. Assim, os resultados obtidos apontam para a existência de uma relação mista e pouco significativa entre os 14 índices construídos e os *accruals* anormais (variável dependente). Uma justificação para estes resultados poderá estar relacionada com os possíveis problemas de

endogeneidade. Os autores destacam ainda a dificuldade latente para mensurar tanto a qualidade de governo das sociedades como as práticas de manipulação dos resultados.

Por outro lado, o estudo de Shen e Chih (2007) analisa o impacto do governo das sociedades na manipulação dos resultados através da utilização do índice de governo das sociedades construído pelo *Credit Lyonnais Security Asia* (CLSA). Os autores consideram uma amostra constituída por 9 países pertencentes ao continente asiático, perfazendo um total de 204 empresas. Foi considerado um horizonte temporal de 10 anos (entre 1991 e 2000). Os autores referem que a manipulação dos resultados é um termo bastante complexo, uma vez que existem diferentes formas de manipulação e as práticas variam de país para país. Assim, a utilização de uma medida pode não ser suficiente para retratar a realidade. Tendo como base o trabalho de Leuz, Nanda e Wysocki (2003), são analisados dois tipos de manipulação: a redução da variação dos resultados (*earnings smoothing*) e a alteração da informação financeira (*earnings discretion*). É apresentada evidência empírica para afirmar que existe uma relação negativa e significativa entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Assim, um melhor governo das sociedades reduz a manipulação dos resultados conduzindo a uma maior qualidade da informação financeira.

Já Bowen, Rajgopal e Venkatachalam (2008) consideraram uma amostra de 1.009 empresas Norte Americanas no período entre 1992 e 1995 perfazendo um total de 3.154 observações. O objetivo do estudo é analisar o impacto do governo das sociedades na manipulação oportunista dos resultados por parte dos gestores, sendo esperada uma relação negativa entre estas duas variáveis. Os autores basearam-se na metodologia proposta por Core *et al.* (1999), estando a investigação estruturada em dois estágios. O primeiro estágio analisa a relação entre o nível de manipulação dos resultados e a qualidade de governo das sociedades, ao passo que o segundo estágio estuda a relação entre a manipulação dos resultados e o desempenho futuro das empresas. A manipulação dos resultados é mensurada com recurso a um índice agregado constituído pelos *accruals* anormais, a redução da variação dos resultados e a manipulação para evitar resultados negativos. Por seu turno, a qualidade de governo das sociedades é medida através do *G-score* construído por Gompers *et al.* (2003). Os resultados relativos ao primeiro estágio vão de encontro às expectativas dos autores, retratando uma relação negativa e significativa entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Contudo, esta relação negativa *per se* não significa que os gestores tenham agido em benefício próprio em prejuízo dos acionistas. Assim, para se

corroborar a hipótese da relação negativa entre o governo das sociedades e o comportamento oportunista dos gestores, o segundo estágio deveria retratar uma relação negativa e significativa entre a manipulação dos resultados e o desempenho futuro das empresas, algo que não veio a suceder. Uma limitação latente neste estudo é o facto de o *G-score* ser constituído maioritariamente por medidas anti aquisição ignorando outros mecanismos de governo das sociedades igualmente importantes (Bekiris e Doukakis, 2011).

Jiang, Lee e Anandarajan (2008) estudam a relação entre o governo das sociedades e a qualidade da informação financeira. São consideradas 4.311 observações de empresas Norte Americanas durante os anos de 2002, 2003 e 2004. A métrica de governo das sociedades utilizada é o *Gov-score*, índice agregado composto por 51 características internas e externas de governo das sociedades, construído por Brown e Caylor (2006). A manipulação dos resultados é mensurada através dos *accruals* anormais, a métrica mais frequentemente utilizada neste tipo de estudos. É encontrada evidência empírica de que uma melhor qualidade de governo das sociedades tem um impacto negativo nos *accruals* anormais, aumentando consequentemente a qualidade da informação financeira. Com a finalidade de dissipar dúvidas acerca da validade dos resultados, os autores procederam ainda à utilização de medidas alternativas para a manipulação dos resultados. Os resultados mantiveram-se verificando-se assim a sua robustez para medidas alternativas de manipulação dos resultados.

Mais recentemente, Bekiris e Doukakis (2011) analisam a relação entre a qualidade de governo das sociedades e a manipulação dos resultados. A amostra é constituída por 427 empresas cotadas nas bolsas de Atenas, Milão e Madrid no ano de 2008. No intuito de mensurar a qualidade de governo das sociedades da forma mais fidedigna possível, os autores construíram um índice denominado *Corporate Governance Index* que, do seu ponto de vista, inclui as principais variáveis de governo das sociedades. Este índice é constituído por 55 mecanismos de governo das sociedades divididos em cinco categorias: conselho de administração, auditoria, remuneração, direitos dos acionistas e transparência. A grande maioria dos mecanismos foram recolhidos junto de duas das principais empresas de *rating* de empresas: a ISS *Proxy* e a GMI ratings. Neste estudo, os *accruals* anormais (ou discricionários) foram utilizados como variável representativa da manipulação dos resultados sendo calculados através do modelo de Larcker *et al.* (2007). Existe evidência empírica de que o governo das sociedades restringe a manipulação dos resultados

umentando a sua qualidade. Por outro lado, a robustez dos resultados foi testada através da utilização de métricas alternativas da manipulação dos resultados mantendo-se a conclusão apresentada anteriormente. Pode então constatar-se a validade dos resultados. A Tabela 13 resume a pesquisa empírica que analisa a relação entre o governo das sociedades e a manipulação através de índices agregados constituídos por vários mecanismos.

Tabela 13: **Governo das sociedades e a manipulação dos resultados considerando mecanismos agregados**

Autores	Ano	Região	Período de análise	Métrica de governo	Relação	
					Sinal	Significância
Larcker <i>et al.</i>	2007	EUA	2003	14 Índices contruídos pelos autores	Misto	Não
Shen e Chih	2007	Ásia	1991-2000	CLSA	Negativo	Sim
Bowen <i>et al.</i>	2008	EUA	1992-1995	<i>G-score</i>	Negativo	Não
Jiang <i>et al.</i>	2008	EUA	2002-2004	Gov-score	Negativo	Sim
Bekiris e Doukakis	2011	Europa	2008	<i>Corporate Governance Index</i>	Negativo	Sim

Nota. A tabela resume a pesquisa empírica que analisa a relação entre o governo das sociedades e as práticas de manipulação dos resultados, utilizando como medida de governo das sociedades índices agregados que incorporam vários mecanismos de governo das sociedades. A primeira coluna apresenta o nome dos autores dos estudos referenciados. A segunda coluna refere-se ao ano de edição. A terceira coluna apresenta a região analisada. A quarta coluna refere o período temporal de análise do estudo. A quinta coluna contém as métricas de governo das sociedades utilizadas em cada estudo. A sexta coluna representa o sinal da relação. A sétima coluna refere-se à significância da relação apresentada.

2.3 Conclusão

Neste capítulo procedemos à revisão da literatura sobre o governo das sociedades, bem como à análise da relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. No primeiro ponto destacámos a importância da teoria da agência, do governo das sociedades e a evolução da pesquisa empírica em torno desta temática. Descrevemos inicialmente a teoria da agência e posteriormente apresentámos várias definições para o governo das sociedades. Analisámos também os dois principais sistemas de governo das sociedades e retratámos o desenvolvimento do governo das sociedades na Europa. Caracterizámos ainda a evolução da pesquisa empírica em torno do governo das sociedades a qual foi dividida em três gerações.

A primeira geração analisa a relação entre um mecanismo específico de governo das sociedades e o desempenho das empresas; a segunda geração concentra-se no ambiente externo às empresas nomeadamente no impacto dos sistemas legais no valor das empresas; a terceira geração considera o governo das sociedades através da utilização de um ou vários índices agregados que incorporam vários mecanismos. Uma vez que o índice que utilizamos no presente estudo foi construído pelo ISS, foi dado especial ênfase aos índices construídos por esta empresa de *rating* bem como aos estudos que os utilizaram.

No segundo ponto, abordámos a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Em primeiro lugar descrevemos o conceito de manipulação dos resultados e apresentámos as metodologias mais frequentemente utilizadas para a sua mensuração. Dividimos ainda a pesquisa empírica que aborda a relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados em dois grupos. O primeiro grupo analisa esta relação mecanismo a mecanismo, ao passo que o segundo grupo aborda o governo das sociedades como um todo analisando esta relação através de um conjunto de mecanismo agregados. De realçar que o número de estudos referentes ao segundo grupo de pesquisa ainda é bastante limitado. O nosso estudo inclui-se no segundo grupo pelo que pretendemos contribuir para a literatura existente ao apresentarmos conclusões para uma amostra de empresas especificamente distribuídas pelo continente europeu, tendo por base uma análise *cross section*. O próximo ponto respeita à metodologia adotada na elaboração do presente trabalho.

3. Metodologia

No ponto anterior foram abordados os principais contributos relativamente à temática abordada neste estudo. Neste ponto descrevemos todo o processo de seleção da amostra e procedemos à sua decomposição por país e por setor. Também definimos as variáveis e o processo de recolha de dados. Por outro lado, caracterizamos o índice de governo das sociedades utilizado bem como a variável representativa da manipulação dos resultados. Por último, desenvolvemos a hipótese a testar e definimos o modelo utilizado.

O objetivo deste estudo é analisar a relação entre os mecanismos de Governo das Sociedades e a manipulação dos resultados nas empresas cotadas nos principais índices europeus. Deste modo, nesta secção será apresentada a parte empírica do estudo, que servirá de base para a análise da relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados.

3.1 Seleção e composição da amostra

Após procedermos à revisão da literatura existente acerca do impacto do governo das sociedades na manipulação dos resultados concluímos que além de se registar um número limitado de estudos, esses estudos centram-se nos EUA ou num pequeno conjunto de países. Neste sentido, pensa-se que a principal inovação deste estudo está relacionada com a escolha de uma amostra alargada que, neste caso, abrange as empresas cotadas nos principais índices europeus. Assim, a amostra considerada é constituída pelas empresas pertencentes aos índices dos seguintes países: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Inglaterra, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Noruega, Portugal, Suécia e Suíça⁸ perfazendo um total de 484 empresas. Contudo nem todas as empresas preenchem os requisitos necessários para serem posteriormente analisadas. A Figura 2 ilustra as alterações que a amostra sofreu ao longo do trabalho.

⁸ *Frankfurt Stock Exchange (Dax30); Austrian Traded Index (ATX); Euronext Brussels (BEL20); Copenhagen Stock Exchange (OMXC20); Madrid Stock Exchange General Index (IBEX35); Helsinki Stock Exchange (OMXH25); Euronext Paris (CAC40); Euronext Amsterdam (AEX); London Stock Exchange (FTSE100); Irish Stock Exchange (SEQ20); Borsa Italiana (MIB30); Luxembourg Stock Exchange (LXXX); Oslo Stock Exchange (OBX); Euronext Lisbon (PSI20); Stockholm Stock Exchange (OMXS30); Swiss Market Index (SMI).*

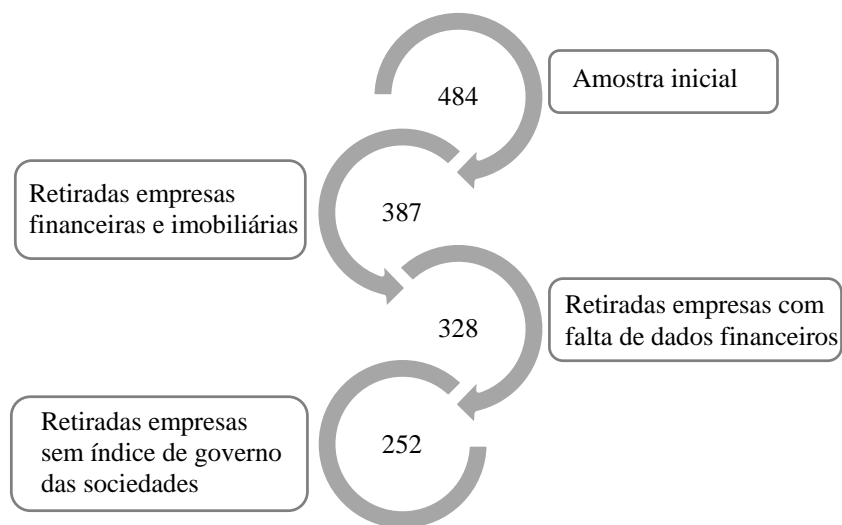


Figura 2: Método de redução da amostra

Em primeiro lugar foi necessário eliminar as empresas financeiras, seguradoras e similares uma vez que os *accruals* destas empresas não são comparáveis com os *accruals* das empresas dos restantes setores (Bowen, Rajgopal, & Venkatachalam, 2008). Foram excluídas 97 empresas pertencentes ao código de indústria 8000 do *Industry Classification Benchmark* (ICB). As empresas com falta de dados financeiros disponíveis também foram eliminadas, ficando a amostra reduzida a 328 empresas. Por fim, foram retiradas 76 empresas para as quais a classificação de governo das sociedades não se encontrava disponível. Os dados recolhidos são datados de 31 de Dezembro de 2013.

A amostra final é composta por 252 empresas que estão geograficamente distribuídas por 16 países. A Tabela 14 apresenta a amostra dividida por país retratando a sua representatividade quer em termos absolutos como em termos relativos. Constata-se que o país mais representado é a Inglaterra (cerca de 26%) seguido pela França (cerca de 14%). Por seu turno, o Luxemburgo, a Noruega e Portugal são os países menos representados (apenas 0.4%, 1.6% e 1.6% respetivamente). É importante realçar que apesar de aqui ser realizada a divisão por país, a nossa análise considera a amostra como um todo.

Tabela 14: Composição da amostra por país

País	Número de empresas	% da amostra
Alemanha	25	9.9%
Áustria	9	3.6%
Bélgica	5	2.0%
Dinamarca	14	5.6%
Espanha	17	6.7%
Finlândia	15	6.0%
França	34	13.5%
Holanda	12	4.8%
Inglaterra	65	25.8%
Irlanda	8	3.2%
Itália	10	4.0%
Luxemburgo	1	0.4%
Noruega	4	1.6%
Portugal	4	1.6%
Suécia	17	6.7%
Suíça	12	4.8%
Total	252	100%

Relativamente à análise por setor, considerámos a divisão realizada pelo critério ICB, o qual divide as empresas em 10 setores. A Tabela 15 representa a composição da amostra dividida por setor. São apresentados apenas 9 setores devido à exclusão das empresas financeiras. O setor mais representado é a indústria com 25% da população seguindo-se os bens de consumo (cerca de 17%).

Tabela 15: Composição da amostra por setor

Indústria	Número de empresas	% da amostra
0001 – Petróleo e gás	15	6.0%
1000 – Materiais básicos	29	11.5%
2000 – Indústria	63	25.0%
3000 – Bens de consumo	42	16.7%
4000 – Assistência médica	23	9.1%
5000 – Serviços ao consumidor	32	12.7%
6000 – Telecomunicações	14	5.6%

Tabela 15: **Composição da amostra por setor** (continuação)

Indústria	Número de empresas	% da amostra
7000 – Utilidades	23	9.1%
9000 – Tecnologia	11	4.4%
Total	252	100%

3.2 Recolha dos dados

Os dados necessários para este estudo podem ser divididos em dois grupos: dados financeiros e dados de governo das sociedades. A grande maioria dos dados financeiros foi recolhida através da *Datastream database*. A única exceção respeita aos ativos fixos tangíveis brutos que, por não se encontrarem disponíveis na *Datastream database*, foram recolhidos com recurso ao *website gurufocus*.⁹ As classificações de governo das sociedades para o *Corporate Governance Quickscore* foram recolhidas através da base de dados *Bloomberg Professional*. Os dados foram recolhidos para o ano de 2013 uma vez que representa o ano mais recente para os quais estão disponíveis todos os dados que necessitamos. Optou-se por uma análise *cross section* de modo a prevenir problemas de enviesamento associados à utilização de modelos de séries temporais (Peasnell *et al.*, 2005). A Tabela 16 apresenta as variáveis utilizadas no presente estudo bem como a sua descrição e os estudos empíricos que as utilizam.

Tabela 16: **Definição das variáveis**

Variável	Descrição	Estudos empíricos
<i>Accruals</i> totais (AT_{it})	<i>Accruals</i> totais da empresa i no ano t . São calculados através da diferença entre o resultado líquido da empresa i no período t (RL_{it}) e os fluxos de caixa operacionais da empresa i no ano t (FCO_{it}). Dados recolhidos na <i>Datastream database</i> .	Healy (1985)

⁹ Dados recolhidos através do *website*: www.gurufocus.com

Tabela 16: **Definição das variáveis** (continuação)

Variável	Descrição	Estudos empíricos
Diferença entre a variação das vendas e a variação da conta de clientes a receber ($\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}$)	Varição das vendas da empresa <i>i</i> entre o período t-1 e t (ΔVND_{it}) menos a variação da conta clientes a receber da empresa <i>i</i> entre o período t-1 e t (ΔREC_{it}) deflacionado pelo total dos ativos no período t-1 (A_{it-1}). Dados recolhidos na <i>Datastream database</i> .	Dechow <i>et al.</i> (1995); Larcker e Richardson (2004)
Ativo fixo tangível bruto (AFT_{it})	Ativo fixo tangível bruto da empresa <i>i</i> no ano t (AFT_{it}) deflacionado pelo total dos ativos no período t-1 (A_{it-1}). Dados recolhidos no portal gurufocus.com. ¹	Dechow <i>et al.</i> (1995); Jones (1991); Larcker e Richardson (2004)
Rácio <i>book to market</i> (BM_{it})	Rácio <i>book to market</i> da empresa <i>i</i> no ano t calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa. Dados recolhidos na <i>Datastream database</i> .	Larcker e Richardson (2004, 2007)
Fluxos de caixa operacionais (FCO_{it})	Fluxos de caixa operacionais da empresa <i>i</i> no período t deflacionadas pelo total dos ativos da empresa <i>i</i> no período t-1 (A_{it-1}). Dados recolhidos na <i>Datastream database</i> .	Healy (1985); Jones (1991); Dechow <i>et al.</i> (1995); Larcker e Richardson (2007)
<i>Accruals</i> discricionários (AD_{it})	<i>Accruals</i> discricionários da empresa <i>i</i> no período t calculados através da diferença ente os <i>accruals</i> totais e os <i>accruals</i> não discricionários. Esta é a variável dependente do modelo utilizado no presente estudo.	Gherghina <i>et al.</i> (2014); Isiaka (2015)
Índice de governo das sociedades (CGQ_t)	Variável independente do modelo. Índice de governo das sociedades do <i>Institutional Shareholder Services</i> (ISS). Utiliza 21 <i>itens</i> classificados em 4 categorias diferentes para cada empresa. O índice assume valores entre 0 (elevada qualidade de governo das sociedades) e 100 (fraca qualidade de governo das sociedades). As classificações foram recolhidas da base de dados <i>Bloomberg Professional</i> .	

Tabela 16: **Definição das variáveis** (continuação)

Variável	Descrição	Estudos empíricos
Logaritmo natural do total dos ativos no período t ($LNATIVOS_t$)	Variável de controlo para a dimensão das empresas. Calculada através do logaritmo natural do valor contabilístico do total de ativos de cada empresa. Dados recolhidos na <i>Datastream</i> .	Becker <i>et al.</i> , (1998); Bekiris e Doukakis (2011); Goodwin e Kent (2006); Prior, Surroca, e Tribó (2008)
Rácio <i>market to book</i> (MTB_{t-1})	Variável de controlo para as oportunidades de crescimento. Calculada através da divisão do valor de mercado pelo valor contabilístico da empresa referentes ao ano t-1.	Bekiris e Doukakis (2011); Davidson, Goodwin e Kent (2005); Klein (2002)
Rácio de endividamento ($ENDIVIDAMENTO_t$)	Variável de controlo para os incentivos à manipulação dos resultados. Calculada através da divisão do valor do passivo do ano t pelo valor do ativo do ano t-1.	Bekiris e Doukakis 2011; Davidson <i>et al.</i> (2005); Klein (2002); Warfield <i>et al.</i> (1995)

Nota. Na primeira coluna, apresenta-se o nome das variáveis. Na segunda coluna, descrevem-se a fórmulas de cálculos das variáveis, bem como a fonte dos dados. Na terceira coluna, são apresentados os estudos que utilizam as variáveis referidas.

¹ Fonte: <http://www.gurufocus.com>, consultado em 17 de março de 2015

3.3 Métrica de governo das sociedades

No presente estudo utilizamos como variável representativa das práticas de governo das sociedades a classificação do *Corporate Governance Quickscore* desenvolvido pelo ISS.¹⁰ Este índice é composto por 21 itens organizados em 4 categorias. Traduz-se numa escala de 1 (elevada qualidade de governo das sociedades) a 10 (fraca qualidade de governo das sociedades). A Tabela 17 apresenta a composição deste índice por categoria e respetivos itens.

¹⁰ Índice descrito no ponto 2.1.4.3.1 da Revisão da Literatura: *Institutional Shareholder Services*

Tabela 17: **Composição do *Corporate Governance Quickscore***

Categorias	Itens
Estrutura do conselho de administração	<ul style="list-style-type: none"> 1 – Remuneração do conselho 2 – Composição dos comités 3 – Práticas do conselho de administração 4 – Políticas do conselho de administração 5 – Transações com partes relacionadas
Remuneração	<ul style="list-style-type: none"> 6 – Remuneração dependente do desempenho 7 – Remuneração independente do desempenho 8 – Utilização do capital próprio 9 – Redução do risco de capital 10 – Remuneração dos membros não executivos 11 – Comunicação e divulgação 12 – Rescisões contratuais 13 - Controvérsias
Direitos dos acionistas	<ul style="list-style-type: none"> 14 – “Uma ação, um voto” 15 – Medidas anti aquisição 16 – Questões de voto 17 – Formalidades de voto 18 – Outros direitos dos acionistas
Práticas de auditoria	<ul style="list-style-type: none"> 19 – Auditor externo 20 – Controvérsias contabilísticas e de auditoria 21 – Outras questões de auditoria

Este estudo analisa a relação ente o governo das sociedades e a manipulação dos resultados através da utilização do *Corporate Governance Quickscore* como métrica das práticas de governo das sociedades. O facto de este índice ser bastante recente e ter associado a si uma escassa aplicação em estudos desta natureza representa um fator distintivo deste trabalho, sendo um dos principais contributos do mesmo para a literatura.

3.4 Mensuração das práticas de manipulação dos resultados

Como foi analisado na revisão da literatura,¹¹ são vários os autores que construíram modelos para mensurar a manipulação dos resultados, nomeadamente os modelos baseados em *accruals*. No presente estudo, à semelhança de outros estudos (por exemplo Dechow *et al.*, 1995; Healy, 1985; Jones, 1991; Larcker & Richardson, 2004), usamos como variável representativa da manipulação dos resultados os *accruals* discricionários. Para estimar os *accruals* discricionários é necessário, em primeiro lugar, calcular os *accruals* totais para posteriormente serem decompostos em *accruals* não discricionários e *accruals* discricionários. No que concerne ao cálculo dos *accruals* totais seguimos a abordagem de Healy (1985) materializada na seguinte expressão:

$$AT_{it} = RL_{it} - FCO_{it} \quad (10)$$

Onde:

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t;

RL_{it} = Resultado líquido do exercício da empresa i no período t;

FCO_{it} = Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t.

Após o cálculo dos *accruals* totais, procedemos à sua decomposição com recurso ao modelo concebido por Larcker e Richardson (2004). Em primeiro lugar estimamos os coeficientes $\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 através da seguinte regressão linear:

$$AT_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \beta_2 AFT_{it} + \beta_3 BM_{it} + \beta_4 FCO_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

Onde:

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa i no período t;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa i no período t-1;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa i no período t, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1;

¹¹ Ver detalhe no ponto 2.2.1.1 da revisão da literatura: Mensuração da manipulação dos resultados

ΔREC_{it} = Variação da conta de clientes a receber da empresa i no período t, deflacionada pelo total do ativo no período t-1;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no ano t, deflacionado pelo total do ativo no período t-1;

BM_{it} = Rácio *book to market* da empresa i no ano t, calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa;

FCO_{it} = Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t, deflacionados pelo total do ativo no período t-1;

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t.

De seguida, os coeficientes estimados através da equação (11) são utilizados para estimar os *accruals* não discricionários através da seguinte expressão:

$$AND_{it} = \hat{\beta}_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\beta}_1 (\Delta VND_{it} - \Delta REC_{it}) + \hat{\beta}_2 AFT_{it} + \hat{\beta}_3 BM_{it} + \hat{\beta}_4 FCO_{it} \quad (12)$$

Onde:

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa i no período t;

A_{it-1} = Total do ativo da empresa i no período t-1;

ΔVND_{it} = Variação das vendas da empresa i no período t, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1;

ΔREC_{it} = Variação da conta de clientes a receber da empresa i no período t, deflacionada pelo total do ativo no período t-1;

AFT_{it} = Ativo fixo tangível bruto da empresa i no ano t, deflacionado pelo total do ativo no período t-1;

BM_{it} = Rácio *book to market*, calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado da empresa;

FCO_{it} = Fluxos de caixa operacionais da empresa i no período t, deflacionados pelo total do ativo no período t-1.

Por fim, são estimados os *accruals* discricionários através da diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* não discricionários:

$$AD_{it} = AT_{it} - AND_{it} \quad (13)$$

Onde:

AD_{it} = *Accruals* discricionários da empresa *i* no período *t*;

AT_{it} = *Accruals* totais da empresa *i* no período *t*;

AND_{it} = *Accruals* não discricionários da empresa *i* no período *t*.

3.5 Desenvolvimento da hipótese

A separação entre a propriedade e o controlo levanta questões de eficiência, nomeadamente se os gestores estão a agir de acordo com os objetivos dos acionistas. Assim, a assimetria de informação permite aos gestores manipular os resultados a fim de maximizar os seus próprios interesses, ocultando o desempenho real da empresa dos *stakeholders* (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009; Healy, 1985).

O governo das sociedades refere-se a um conjunto de mecanismos que influenciam as decisões tomadas pelos gestores quando existe uma separação entre propriedade e controlo (Larcker *et al.*, 2007). Deste modo, a utilização de mecanismos de governo das sociedades adequados visa reduzir a manipulação dos resultados através de um controlo eficaz das atividades de gestão no processo de relato financeiro (Lin & Hwang, 2010).

Jiang *et al.* (2008) apresentam evidência empírica de que o governo das sociedades restringe o comportamento oportunista dos gestores de modo a que as decisões sejam tomadas com o objetivo de maximizar o valor a empresa para os acionistas. Assim, as empresas com melhores práticas de governo das sociedades são menos propensas a manipular os resultados, resultando numa melhor qualidade da informação financeira (Bekiris & Doukakis, 2011). Na mesma linha de investigação, Klein (2002) analisa individualmente dois mecanismos de governo das sociedades – a independência do comité de auditoria e a independência do conselho de administração – tendo concluído que ambos estão relacionados negativamente com a manipulação dos resultados.

Deste modo, o presente estudo pretende testar a seguinte hipótese:

Hipótese 1: As empresas que tenham melhores práticas de governo das sociedades apresentam um nível mais baixo de manipulação dos resultados.

3.6 Formulação do modelo

O presente estudo tem como propósito analisar a influência do governo das sociedades na manipulação dos resultados, ao seguir a linha de investigação de Bekiris e Doukakis (2011) e Larcker *et al.* (2007). Como foi referido anteriormente, mensuramos as práticas de governo das sociedades através do *Corporate Governance Quickscore* construído pelo ISS e a manipulação dos resultados é representada pelos *accruals* discricionários. O modelo que propomos consiste numa regressão linear cuja variável dependente são os *accruals* discricionários (AD_t) e a variável independente é a classificação de governo das sociedades atribuída pelo *Corporate Governance Quickscore* (CGQ_t). Com o intuito de melhorar o poder explicativo do modelo são consideradas as seguintes variáveis de controlo: o logaritmo natural do total de ativos ($LNATIVOS_t$), o rácio *market to book* do ano t-1 (2012) (MTB_{t-1}) e o rácio de endividamento ($ENDIVID_t$). O logaritmo natural do total dos ativos é utilizado para controlar o efeito dimensão que poderá ter impacto tanto nas práticas de governo das sociedades adotadas como no nível de manipulação dos resultados (Becker *et al.*, 1998; Bekiris & Doukakis, 2011; Goodwin & Kent, 2006; Prior, Surroca, & Tribó, 2008). Por outro lado, à semelhança de outros estudos (Bekiris & Doukakis, 2011; Davidson, Goodwin-Stewart, & Kent, 2005; Klein, 2002), considera-se o rácio *market to book* do início do ano para controlar as oportunidades de crescimento. Adicionalmente considera-se o rácio de endividamento para controlar os incentivos para a manipulação dos resultados (Bekiris & Doukakis, 2011; Davidson *et al.*, 2005; Klein, 2002; Warfield *et al.*, 1995). O modelo adotado traduz-se na seguinte expressão:

$$AD_t = \beta_0 + \beta_1 CGQ_t + \beta_2 LNATIVOS_t + \beta_3 MTB_{t-1} + \beta_4 ENDIVID_t + \varepsilon_t \quad (14)$$

Onde:

AD_t = *Accruals* discricionários no período t;

CGQ_t = Índice de governo das sociedades no período t;

$LNATIVOS_t$ = Logaritmo natural do valor contabilístico do total do ativo no período t;

MTB_{t-1} = Rácio *market to book* no período t-1, calculado através da divisão do valor de mercado pelo valor contabilístico da empresa;

$ENDIVID_t$ = Rácio de endividamento, calculado através da divisão do valor do passivo do ano t pelo valor do ativo do ano t-1;

ε_{it} = Erro de estimação para a empresa i no período t.

3.7 Conclusão

Neste capítulo apresentámos a abordagem metodológica adotada na elaboração do presente estudo. Em primeiro lugar procedemos à seleção e composição da amostra e apresentámos o processo de recolha dos dados necessários. Deste modo, considerámos uma amostra constituída por 252 empresas, geograficamente distribuídas por 16 países Europeus. De seguida descrevemos a métrica de governo das sociedades utilizada neste estudo, o *Corporate Governance Quickscore*, um índice de governo das sociedades desenvolvido pelo ISS. Este índice é composto por 21 itens organizados em 4 categorias e traduz-se numa escala de 1 (elevada qualidade de governo das sociedades) a 10 (fraca qualidade de governo das sociedades). Caracterizámos também a variável representativa da manipulação dos resultados, neste caso, os *accruals* discricionários. Para estimar esta variável recorreremos ao modelo de Larcker e Richardson (2004). Analisámos ainda a literatura existente acerca da relação entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Através da análise realizada esperamos obter uma relação negativa entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Por último definimos o modelo utilizado no presente estudo. Trata-se de um modelo de regressão linear que considera como variável dependente os *accruals* discricionários, como variável independente o *Corporate Governance Quickscore* e como variáveis de controlo logaritmo natural do total de ativos do ano t, o rácio *market to book* do ano t-1 e o rácio de endividamento do ano t.

4. Discussão dos resultados

Após a obtenção e tratamento dos dados necessários para o modelo de regressão linear concebido, neste ponto apresentamos as estatísticas descritivas, analisamos a correlação de dados e efetuamos uma análise dos resultados obtidos referentes à relação estimada entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Em primeiro lugar analisamos os principais indicadores referentes às estatísticas descritivas das variáveis incluídas neste estudo. De seguida, verificamos a existência de problemas de multicolinearidade através de dois métodos: o coeficiente de correlação de *Pearson* e o VIF. Assim, é possível aferir se os dados considerados cumprem os pressupostos para a sua utilização num modelo de regressão linear. Por último, serão apresentados e interpretados os resultados referentes à regressão linear efetuada, de modo a corroborar ou rejeitar a hipótese formulada. Os resultados apresentados neste ponto foram obtidos através da utilização do *software* de tratamento de dados estatísticos *Stata* (versão 10.1).

4.1 Estatísticas descritivas

Neste ponto apresentamos as estatísticas descritivas respeitantes às variáveis utilizadas no presente estudo. A Tabela 18 apresenta a média, a mediana, o desvio padrão, o mínimo e o máximo das variáveis auxiliares, utilizadas para estimar o valor dos *accruals* discricionários (*AD*), considerada a variável dependente do modelo.

Tabela 18: Estatísticas descritivas das variáveis auxiliares

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
<i>RL</i>	1.087	403	2.464	-9.289	17.600
<i>FCO</i>	4.239	1.558	7.790	-17	57.500
<i>AT</i>	-0.097	-0.088	0.006	-0.777	0.123
<i>A_{t-1}</i>	30.900	11.900	47.800	248	302.000
ΔVND	-836	-12	3.282	-22.700	10.800
ΔREC	-270	-8	1.030	-6.552	3.086
<i>AFT</i>	19.600	5.694	38.300	2	273.000
<i>BM</i>	0.651	0.459	0.570	-0.012	3.637

Tabela 18: Estatísticas descritivas das variáveis auxiliares (continuação)

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
<i>AND</i>	-0.097	-0.086	0.061	-0.500	0.018

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos ativos fixos tangíveis brutos foram recolhidos através da *Datastream*. Os ativos fixos tangíveis foram recolhidos com recurso à base de dados do *website gurufocus.com*. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional*. *RL* representa o resultado líquido do exercício. *FCO* representa os fluxos de caixa operacionais. *AT* representa os *accruals* totais, deflacionados pelo total dos ativos do ano t-1. A_{t-1} representa o total dos ativos do ano t-1. ΔVND representa a variação das vendas entre o ano t-1 e t. ΔREC representa a variação da conta de clientes a receber entre o ano t-1 e t. *AFT* representa os ativos fixos tangíveis brutos. *BM* representa o rácio *book to market* que é calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado. *AND* representa os *accruals* não discricionários divididos pelo total dos ativos do ano t-1.

Relativamente ao resultado líquido do exercício (*RL*), constata-se que os valores contabilísticos da amostra variam entre -9.289 e 17.600 milhões de euros. Por outro lado, as empresas da amostra apresentam, em média, um resultado líquido positivo de cerca de mil milhões de euros. O valor da mediana é de 403 milhões de euros, bastante inferior à média, o que significa que existem algumas empresas a registar resultados bastante acima da média. Através da interpretação do valor do desvio padrão (2.464 milhões de euros), constata-se que existe uma elevada dispersão de valores em torno da média.

Através da análise dos fluxos de caixa operacionais (*FCO*), verifica-se que, em média, as empresas que constituem a amostra apresentam fluxos de caixa positivos no valor de 4.239 milhões de euros. Os valores desta variável estão compreendidos entre -17 e 57.500 milhões de euros. Verifica-se também que o valor da média é superior ao valor da mediana, o que significa que alguns valores elevados dos fluxos de caixa operacionais estão a influenciar positivamente o valor médio. Por outro lado, o valor do desvio padrão de 7.790 indica que existe uma elevada dispersão de valores em torno da média.

Quanto aos *accruals* totais (*AT*), constata-se que os valores desta variável estão compreendidos entre -0.777 e 0.123. Os valores da média e da mediana estão relativamente próximos o que indicia uma convergência de valores. O desvio padrão desta variável está em consonância com a média e a mediana, o que significa que os valores desta variável se encontram próximos da média.

Relativamente às vendas (ΔVND), em média, as empresas da amostra apresentam quebras no seu volume de negócios em cerca de 836 milhões de euros entre os anos de 2012 e 2013. Por outro lado, a mediana apresenta-se bastante superior à média, o que significa que algumas empresas reduziram drasticamente o seu volume de negócios e o seu valor está a influenciar negativamente o valor da média. Verifica-se que o valor do desvio padrão é elevado, o que significa que existe uma elevada dispersão de valores em torno da média. Os valores desta variável variam entre -22.700 e 10.800 milhões de euros.

Quanto à variação da conta de clientes a receber (ΔREC), constata-se que os seus valores variam entre -6.552 e 3.086 milhões de euros. Constata-se também que o valor do desvio padrão é elevado, o que significa que os valores desta variáveis se encontram dispersos em relação à média. Por outro lado, as empresas da amostra reduziram, em média, a sua conta de clientes a receber em 270 milhões de euros. Este facto poderá ser justificado com a redução do volume de negócios.

No que diz respeito aos ativos fixos tangíveis brutos (AFT), constata-se que os valores desta variável estão compreendidos entre 2 e 273 mil milhões de euros. Por outro lado, a média (19.600 milhões de euros) é muito superior à mediana (5.694 milhões de euros), o que se justifica devido à grande discrepância de valores, ou seja, existem empresas com valores elevados de ativos que estão a influenciar positivamente a média. O valor elevado do desvio padrão (38.300 milhões de euros) confirma a existência de uma elevada dispersão de valores em torno da média.

Relativamente ao rácio *book to market* (BM), o valor médio de 0.651 significa que, em média, o valor contabilístico representa cerca de 70% do valor de mercado, ou seja, as empresas da amostra encontram-se sobreavaliadas pelo mercado. Constata-se também que o valor da média e da mediana estão relativamente próximos, o que indica uma convergência de valores. Por outro lado, o desvio padrão apresenta um valor relativamente baixo o que significa que os valores desta variável se encontram próximos do valor médio. Constata-se também que esta variável apresenta valores compreendidos entre -0.012 e 3.637.

Os *accruals* não discricionários (AND), que representam os lançamentos contabilísticos resultantes da atividade normal da empresa, variam entre -0.500 e 0.018. O valor médio desta variável corresponde a -0.097, ao passo que o valor da mediana corresponde a -0.086. Por

outro lado, o valor do desvio padrão de 0.061 mostra que os valores desta variável tendem a estar mais próximos da média.

A Tabela 19 apresenta as estatísticas descritivas referentes às variáveis principais utilizadas no modelo, onde surgem novamente os valores referentes à média, mediana, desvio padrão, mínimo e máximo.

Tabela 19: Estatísticas descritivas das variáveis principais

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
<i>AD</i>	1.48e-10	-2.45e-4	0.045	-0.277	0.266
<i>CGQ</i>	4.927	5	2.945	1	10
<i>ATIVOS</i>	30.300	11.700	46.800	312	319.000
<i>MTB</i>	2.578	1.875	2.791	0.235	22.207
<i>ENDIVID</i>	0.269	0.246	0.160	0.001	1.445

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos ativos fixos tangíveis brutos foram recolhidos através da *Datastream*. O ativos fixos tangíveis foram recolhidos com recurso à base de dados do *website gurufocus.com*. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional*. *AD* representa os *accruals* discricionários. *CGQ* representa o índice de governo das sociedades *Corporate Governance Quickscore* que traduz o nível de risco de governo das empresas materializando-se numa escala de 1 (elevada qualidade de governo das sociedades) a 10 (fraca qualidade de governo das sociedades). *ATIVOS* representa o valor contabilístico do total de ativos. *MTB* representa o rácio *market to book* no ano t-1 que se calcula através da divisão do valor de mercado pelo valor contabilístico. *ENDIVID* representa o rácio de endividamento e é calculado através da divisão do valor do passivo do ano t pelo valor do ativo do ano t-1.

Através da análise dos *accruals* discricionários (*AD*) constata-se que as empresas, em média, manipulam os resultados no intuito de os tornarem mais atrativos. Este facto justifica-se devido à média apresentar um valor positivo, embora muito próximo de zero. Os valores desta variável estão compreendidos entre -0.277 e 0.266. Verifica-se que o valor da média é superior ao valor da mediana, o que significa que alguns valores elevados de *accruals* discricionários estão a influenciar o valor médio. Por outro lado, o valor do desvio padrão de 0.045 mostra que os valores deste rácio tendem a estar mais próximos da média.

Conforme já foi referido aquando da caracterização do índice, pode-se constatar que a classificação do *Corporate Governance Quickscore (CGQ)* varia entre 1 e 10. A mediana do índice é 5, o que representa um valor de risco moderado. Por outro lado, a média de 4.927 evidencia que neste caso o nível de risco está próximo de moderado. Relacionando estas

medidas de tendência central, o facto de a média ser inferior à mediana justifica-se por várias empresas apresentarem níveis de risco reduzidos e, conseqüentemente, melhores práticas de governo das sociedades. Adicionalmente, verifica-se também que o valor obtido para o desvio padrão (2.945) mostra que os valores referentes a esta variável tendem a apresentar-se dispersos em relação à média.

Quanto ao Total de Ativos (*ATIVOS*), constata-se que os valores contabilísticos da amostra variam entre cerca de 312 milhões de euros e 319.000 milhões de euros. A média (aproximadamente 30.300 milhões de euros) é muito superior à mediana (cerca de 11.700 milhões de euros) o que se justifica devido à grande discrepância de valores, ou seja, existem empresas com valores elevados de ativos que estão a influenciar a média. O valor do desvio padrão também é significativo (aproximadamente 46.800 milhões de euros), o que evidencia novamente a dispersão de valores em relação à média.

O rácio *market to book* (*MTB*) analisa a relação entre o preço de mercado das ações da empresa e o seu valor contabilístico. Esta variável apresenta uma média de 2.578 o que significa que o valor de mercado das empresas é, em média, superior ao seu valor contabilístico em mais de duas vezes e meia. Ou seja, de acordo com o mercado as empresas apresentam boas perspectivas de crescimento. O valor da média apresenta-se relativamente próximo do valor de 2.662 que se regista no estudo de Bekiris e Doukakis (2011). Através da análise do valor mínimo e máximo constata-se uma elevada amplitude de valores. Este facto é ainda mais evidente quando se constata que a média é muito superior à mediana o que significa que algumas empresas apresentam valores muito elevados para este rácio.

Relativamente ao nível de endividamento (*ENDIV*), as empresas da amostra recorrem preferencialmente ao autofinanciamento, financiando-se, em média, com 30% de capitais alheios. Esta variável regista valores compreendidos entre 0.001 (endividamento praticamente nulo) e 1.445 (capitais próprios negativos), apresentando um desvio padrão de 0.160. Adicionalmente constata-se que a média é superior à mediana, o que significa que existem valores elevados de endividamento que estão a influenciar os valores da média.

4.2 Correlação de dados

Dado que o modelo utilizado no presente estudo tem por base a utilização de uma regressão linear, é importante verificar a existência de problemas de multicolinearidade, ou seja, se existem variáveis independentes altamente correlacionadas entre si. No caso de existirem, a estimação dos parâmetros do modelo poderá ser imprecisa, o que impossibilita a utilização de todas as variáveis. Neste estudo, analisa-se a correlação entre variáveis através de dois métodos: a análise do coeficiente de correlação de *Pearson* e o *Variance Inflation Factor* (VIF).¹² O coeficiente de correlação de *Pearson* mede o grau de correlação entre duas variáveis através de uma escala que varia entre -1 e 1. De modo a que não existam problemas de multicolinearidade recomenda-se que o seu valor em módulo seja inferior a 0.75. O *Variance Inflation Factor* representa um método alternativo de análise que deverá apresentar valores inferiores a 10 para que não se verifiquem problemas de multicolinearidade. A Tabela 20 representa as correlações entre as variáveis utilizadas no presente estudo.

Tabela 20: **Correlação entre variáveis**

	<i>AD</i>	<i>CGQ</i>	<i>LNATIVOS</i>	<i>MTB</i>	<i>ENDIVID</i>	VIF
<i>AD</i>	1	0.131**	-0.124	0.145*	-0.119	
<i>CGQ</i>		1	0.018	-0.041	-0.044	1
<i>LNATIVOS</i>			1	-0.292	0.062	1.110
<i>MTB</i>				1	0.168	1.140
<i>ENDIVID</i>					1	1.050

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos ativos fixos tangíveis brutos foram recolhidos através da *Datastream*. Os ativos fixos tangíveis foram recolhidos com recurso à base de dados do *website* gurufocus.com. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional*. *AD* representa os *accruals* discricionários. *CGQ* representa o índice de governo das sociedades *Corporate Governance Quickscore* que traduz o nível de risco de governo das empresas materializando-se numa escala de 1 (elevada qualidade de governo das sociedades) a 10 (fraca qualidade de governo das sociedades). *ATIVOS* representa o valor contabilístico do total de ativos. *MTB* representa o rácio *market to book* no ano t-1 que se calcula através da divisão do valor de mercado pelo valor contabilístico. *ENDIVID* representa o rácio de endividamento e é calculado através da divisão do valor do passivo do ano t pelo valor do ativo do ano t-1. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

¹² O *Variance Inflation Factor* ou fator de inflação da variância traduz o nível de multicolinearidade existente numa regressão através de um índice que quantifica o aumento do coeficiente de regressão estimado resultante da colinearidade.

Relativamente à análise através do coeficiente de correlação de *Pearson*, observa-se que não apresenta quaisquer problemas de multicolinearidade entre as variáveis analisadas uma vez que os coeficientes de correlação apresentados são todos inferiores a 0.75 em módulo. As duas variáveis mais correlacionadas são o rácio *market to book* e o rácio de endividamento (0.292), apresentando-se o valor da correlação muito distante dos 0.75. Assim, o modelo de *Pearson* atesta a validade do modelo. Quanto ao método do VIF observa-se que os valores apresentados estão muito distantes de 10, o valor máximo admissível. Desta forma verifica-se que o método do VIF também não apresenta problemas de multicolinearidade. Assim, conclui-se que existem condições para a utilização das variáveis no modelo de regressão.

4.3 O governo das sociedades e a manipulação dos resultados

O objetivo principal deste estudo visa analisar a relação entre as práticas de governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Com o intuito de proceder a esta análise, em primeiro lugar foi necessário estimar a variável dependente do modelo, os *accruals* discricionários (*AD*). Deste modo, como já foi descrito na metodologia,¹³ calculámos os *accruals* totais conforme a equação (10). De seguida, realizou-se uma regressão linear (equação 11) de modo a estimar os parâmetros β_1 , β_2 , β_3 e β_4 . A Tabela 21 apresenta os resultados dessa mesma regressão.

Tabela 21: Regressão intermédia para determinação dos coeficientes de estimação

Variáveis	Modelo
<i>AT</i> é a variável dependente	
Constante	0.030 (0.016)
<i>DIF_VR</i>	0.008 (0.041)
<i>AFT</i>	-0.041 (0.009)***
<i>BM</i>	-0.020 (0.005)***
<i>FCO</i>	-0.576 (0.121)***
N	252
R²ajustado	0.643

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos ativos fixos tangíveis brutos foram recolhidos através da *Datastream*. Os ativos fixos tangíveis foram recolhidos com recurso à base de dados do *website* gurufocus.com. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional*.

¹³ Ver detalhe no ponto 3.4: Mensuração da manipulação dos resultados

Tabela 21: **Regressão intermédia para determinação dos coeficientes de estimação** (continuação)

AT representa os *accruals* totais, deflacionados pelo total dos ativos do ano t-1. *DIF_VR* representa a variação das vendas subtraída pela variação da conta de clientes a receber, deflacionadas pelo total do ativo no período t-1. *AFT* representa o total dos ativos fixos tangíveis brutos, deflacionados pelo total do ativo no período t-1. *BM* representa o rácio *book to market* que é calculado através da divisão do valor contabilístico pelo valor de mercado. *FCO* representa os fluxos de caixa operacionais, deflacionados pelo total do ativo no período t-1. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Os coeficientes anteriormente estimados são utilizados para a determinação dos *accruals* não discricionários através da equação (12). Assim, os valores referentes ao β_1 (*DIF_VR*), β_2 (*AFT*), β_3 (*BM*) e β_4 (*FCO*) são respetivamente 0.008, -0.041, -0.020, -0.576. Posteriormente, procede-se à determinação dos *accruals* discricionários através da equação (13).

Relativamente ao principal propósito deste estudo, espera-se encontrar uma relação negativa entre o governo das sociedades e a manipulação dos resultados (hipótese 1). Na Tabela 22 são apresentados os resultados obtidos para o modelo construído (equação 14). Os *accruals* discricionários (*AD*) representam o nível de manipulação dos resultados e correspondem à variável dependente ao passo que a classificação do *Corporate Governance Quickscore* (*CGQ*) assume-se como variável independente. Adicionalmente são consideradas 3 variáveis de controlo: o logaritmo natural dos ativos (*LNATIVOS*), o rácio *market to book* (*MTB*) e o rácio de endividamento (*ENDIVID*).

Tabela 22: **O impacto do governo das sociedades na manipulação dos resultados**

Variáveis	Modelo
<i>AD</i> é a variável dependente	
Constante	0.033 (0.035)
<i>CGQ</i>	0.002 (0.001)**
<i>LNATIVOS</i>	-0.002 (0.002)
<i>MTB</i>	0.002 (0.001)*
<i>ENDIVID</i>	-0.038 (0.023)
N	252
R²ajustado	0.0642

Nota. Os resultados foram obtidos utilizando os procedimentos estatísticos do *Stata* (versão 10.1). Os dados financeiros à exceção dos ativos fixos tangíveis brutos foram recolhidos através da *Datastream*. Os ativos fixos tangíveis foram recolhidos com recurso à base de dados do *website* gurufocus.com. O índice de governo das sociedades foi obtido através da base de dados *Bloomberg Professional*. *AD* representa os *accruals* discricionários.

Tabela 22: O impacto do governo das sociedades na manipulação dos resultados (continuação)

CGQ representa o índice de governo das sociedades. *Corporate Governance Quickscore* que traduz o nível de risco de governo das empresas materializando-se numa escala de 1 (elevada qualidade de governo das sociedades) a 10 (fraca qualidade de governo das sociedades). *ATIVOS* representa o valor contabilístico do total de ativos. *MTB* representa o rácio *market to book* no ano t-1 que se calcula através da divisão do valor de mercado pelo valor contabilístico. *ENDIVID* representa o rácio de endividamento e é calculado através da divisão do valor do passivo do ano t pelo valor do ativo do ano t-1. Os asteriscos ***, ** e * representam um nível de significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

Através da análise dos resultados pode-se constatar que a variável representativa das práticas de governo das sociedades apresenta um coeficiente de 0.002 com uma estimativa de erros robustos de 0.001, para um nível de significância de 5%. Deste modo, as empresas que se encontram classificadas com um maior nível de risco de governo das sociedades (pior qualidade de governo) apresentam níveis mais elevados de manipulação dos resultados. Assim, existe evidência empírica significativa para afirmar que uma melhor qualidade de governo das sociedades está associada a um nível mais baixo de manipulação dos resultados. Corrobora-se então a hipótese 1. Estes resultados estão de acordo com a evidência empírica apresentada por Bekiris e Doukakis (2011), Jiang *et al.* (2008) e Shen e Chih (2007).

Adicionalmente as variáveis de controlo referentes ao logaritmo natural dos ativos (*LVATIVOS*) e ao rácio de endividamento (*ENDIV*) não apresentam uma relação estatisticamente significativa com os *accruals* discricionários (*AD*). Por outro lado, verifica-se que o rácio *market to book* (*MTB*) apresenta um coeficiente 0.002 com uma estimativa de erros robustos de 0.001, para um nível de significância de 10%. Deste modo, existe evidência empírica significativa para afirmar que empresas com maiores perspectivas de crescimento (medido através do rácio *market to book*) apresentam níveis mais elevados de manipulação dos resultados.

Por fim, analisa-se o valor do coeficiente de determinação ajustado (R^2) de modo a avaliar o poder explicativo do modelo. Assim, através da análise deste indicador, verifica-se que apenas 6.42% da variação da manipulação dos resultados é explicada pelas variáveis independentes. Este valor está próximo do valor encontrado por Bekiris e Doukakis (2011) (R^2 ajustado de 0.046), pelo que se considera que o valor encontrado é consistente com a literatura na área.

5. Conclusão

O presente estudo teve como objetivo principal analisar a relação entre os mecanismos internos de governo das sociedades e a manipulação dos resultados. Considerou-se uma amostra constituída por 252 empresas pertencentes a 16 países em 2013. A qualidade de governo das sociedades foi mensurada com recurso à classificação do *Corporate Governance Quickscore*, índice contruído pelo ISS. Por seu turno, as práticas de manipulação dos resultados foram mensuradas através dos *accruals* discricionários. Para estimar o valor dos *accruals* discricionários foi considerado o modelo de Larcker e Richardson (2004).

Relativamente ao modelo utilizado, considera-se como variável dependente o valor dos *accruals* discricionários e como variável independente a classificação das práticas de governo das sociedades atribuídas pelo *Corporate Governance Quickscore*. Adicionalmente, para melhorar o poder explicativo do modelo, são consideradas como variáveis de controlo o logaritmo natural do total dos ativos, o rácio *market to book* do ano t-1 e o rácio de endividamento. Deste modo, o logaritmo natural dos ativos é utilizado pra controlar o efeito dimensão, o rácio *market to book* representa as oportunidades de crescimento e o rácio de endividamento controla os incentivos para a manipulação dos resultados.

No presente estudo apresentamos evidência empírica de uma relação negativa e significativa entre a classificação do *Corporate Governance Quickscore* e os *accruals* discricionários. Tal como esperávamos, uma melhor qualidade de governo das sociedades está associada a um nível mais baixo de manipulação dos resultados pelo que se corrobora a hipótese 1. Deste modo, empresas que implementem boas práticas de governo das sociedades nas suas atividades são menos propensas a práticas de manipulação dos resultados tendo como resultado uma maior qualidade da informação financeira. Estes resultados estão de acordo com a evidência empírica apresentada por Bekiris e Doukakis (2011), Jiang *et al.* (2008) e Shen e Chih (2007).

A literatura apresenta um número significativo de estudos que analisam o impacto de alguns mecanismos de governo das sociedades na manipulação dos resultados (por exemplo Klein,

2002; Sáenz González & García-Meca, 2014; Warfield *et al.*, 1995; Xie *et al.*, 2003; Yermack, 1997). No entanto, ainda existe um número bastante limitado de estudos que analisa esta relação e que considera um índice de governo das sociedades que agrega vários mecanismos. Julgamos que o principal contributo deste estudo está relacionado com a escolha da variável representativa de governo das sociedades, o *Corporate Governance Quickscore*, que além de incluir vários mecanismos de governo das sociedades é um índice bastante recente pelo que até ao momento foi pouco utilizado pela literatura. A segunda contribuição deste estudo prende-se com a escolha da amostra. Consideramos uma amostra constituída pelas empresas cotadas nos principais índices europeus uma vez que a maioria dos estudos acerca desta temática analisam empresas Norte Americanas.

As principais limitações deste estudo estão essencialmente relacionadas com a dificuldade de mensurar tanto a qualidade de governo das sociedades como a manipulação dos resultados. Devido à dificuldade de mensuração tanto do governo das sociedades como da manipulação dos resultados propomos, para pesquisas futuras, a utilização de métricas alternativas, tanto para a variável dependente como para a variável independente. Por fim, sugerimos ainda a análise de um horizonte temporal mais alargado, como por exemplo de 5 ou 10 anos, de forma a tornar possível a comparação entre vários anos.

6. Bibliografia

- Aboody, D., & Kasznik, R. (2000). CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 29(1), 73–100.
- Ali, A., Chen, T., & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 238–286.
- Andres, C. (2008). Large shareholders and firm performance - An empirical examination of founding-family ownership. *Journal of Corporate Finance*, 14(4), 431–445.
- Ang, J. S., Cole, R. & Lin, J. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, 55(1), 81–106.
- Baliga, B., Moyer, R., & Rao, R. (1996). CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss? *Strategic Management Journal*, 17(1), 41–53.
- Becker, C., Defond, M., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998). The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research*, 15(1), 1–24.
- Bekiris, F., & Doukakis, L. (2011). Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics*, 32(7), 439–456.
- Biswas, P., & Bhuiyan, M. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: Theory and Evidence from Literature. *SSRN Electronic Journal*, 4(14), 8–9.
- Black, B. (2001). The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms Emerging Markets Review, 2(2), 89-108.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2006). Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics & Organization*, 22(2), 366–413.

- Bowen, R., Rajgopal, S., & Venkatachalam, M. (2008). Accounting discretion, corporate governance and firm performance. *Contemporary Accounting Research*, 25(2), 351–405.
- Brickley, J., Coles, J., & Jarrell, G. (1997). Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board. *Journal of Corporate Finance*, 3(3), 189-220 .
- Brown, L., & Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4), 409–434.
- Cheung, Y., Stouraitis, A., & Tan, W. (2011). Corporate Governance, Investment, and Firm Valuation in Asian Emerging Markets. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 22(3), 246–273.
- Ching, K., Firth, M., & Rui, O. (2006). Earnings Management, Corporate Governance and the Market Performance of Seasoned Equity Offerings in Hong Kong. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 73–98.
- CMVM. (2007). Código de Governo das Sociedades. *Comissão Do Mercado de Valores Mobiliários*, 1–14.
- Core, J., Holthausen, R., & Larcker, D. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51(3), 371–406.
- Cunha, V. (2005). O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas. Tese de Mestrado, Escola de Economia e Gestão - Universidade do Minho, Braga, Portugal.
- Daines, R., Gow, I., & Larcker, D. (2010). Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics*, 98(3), 439–461.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45(2), 241–267.
- Davies, J., Hillier, D., & McColgan, P. (2005). Ownership structure, managerial behavior and corporate value. *Journal of Corporate Finance*, 11(4), 645–660.

- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344–401.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accruals Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(1), 35–59.
- Dechow, P., Richardson, S., & Tuna, I. (2003). Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation. *Review of Accounting Studies*, 8(2), 355–384.
- Dechow, P., Sloan, R., & Seehey, A. (1995). Detecting earnings management. *The Accounting Review*, 70(2), 193–225.
- Denis, D., & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 1–36.
- Dewenter, K. L., & Malatesta, P. H. (2001). State-owned and privately owned firms: An empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity. *American Economic Review*, 91(1), 320–334.
- Ebrahim, & Ahmed. (2007). Earnings management and board activity: an additional evidence. *Review of Accounting and Finance*, 6(1), 42–58.
- Eisenhardt, M. (1989). Agency Theory : and Assessment Review. *The academy of Management Review*, 14(1), 57–74.
- Epps, R., & Cereola, S. (2008). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company’s operating performance? *Critical Perspectives on Accounting*, 19(8), 1135–1148.
- Ertugrul, M., & Hegde, S. (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Financial Management*, 38(1), 139–160.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307.

- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325.
- García-Meca, E., & Sánchez-Ballesta, J. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), 594–610.
- Gherghina, S., Vintila, G., & Tibulca, I. (2014). A Study on the Relationship between Corporate Governance Ratings and Company Value: Empirical Evidence for S& P 100 Companies. *International Journal of Economics and Finance*, 6(7), 242–253.
- Gompers, P., Ishii & J., Metrick (2003). Corporate Governance and Equity Prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107–156.
- Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2006). Relation between external audit fees, audit committee characteristics and internal audit. *Accounting and Finance*, 46(3), 387–404.
- Guest, P. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 37–41.
- Gul, F., & Qiu, H. (2002). Legal Protection, Corporate Governance and Information Asymmetry in Emerging Financial Markets. *Working Paper, City Univ. of Hong Kong (2002)*.
- Han, K., & Suk, D. (1998). Insider ownership and signals: evidence from stock split announcement effects. *The Financial Review*, 33(2), 1–18.
- Healy, P. (1985). The effects of bonus scheme 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.
- Isiaka, A. (2015). Corporate Governance Ratings and Firm Performance: Canadian Evidence. *Canadian Academic Accounting Association (CAAA) Annual Conference*.

- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm : Managerial Behavior , Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191–201.
- Jones, J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193–228.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 375–400.
- Koh, P. (2003). On the association between institutional ownership and aggressive corporate earnings management in Australia. *British Accounting Review*, 35(2), 105–128.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, 15(1), 1–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 1147–1170.
- Larcker, D., & Richardson, S. (2004). Fees paid to audit firms, accrual choices, and corporate governance. *Journal of Accounting Research*, 42(3), 625–658.
- Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.

- Lin, J., & Hwang, M. (2010). Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), 57–77.
- Lins, K. (2003). Value in Emerging and Firm Ownership Equity Markets. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 159–184.
- Marques, L. (2013). O governo das sociedades e a política de dividendos na Europa Ocidental. Tese de Mestrado, Escola Superior de Tecnologia e Gestão - Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal.
- Marra, A., Mazzola, P., & Prencipe, A. (2011). Board monitoring and earnings management pre and post-IFRS. *International Journal of Accounting*, 46(2), 205–230.
- Martinez, A. (2008). Detectando Earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), pp. 7–17.
- McConnell, J., & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2), 595–612.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. R. (2008). Does Earnings Management Affect Firm's Investment Decisions? *The Accounting Review*, 83(6), 1571–1603.
- Menon, K., & Deahl Williams, J. (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(2), 121–139.
- Mitton, T. (2002). A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 64(2), 215–241.
- Nair, V., & Cremers, K. (2005). Governance Mechanisms and Equity Prices. *The Journal of Finance*, 60(6), 2859–2894.
- OCDE, (2004). Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades. *Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico*.
- Park, Y., & Shin, H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10(3), 431–457.

- Peasnell, K., Pope, P., & 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.
- Prior, D., Surroca, J., & Tribó, J. (2008). Are Socially Responsible Managers Really Ethical? Exploring the Relationship Between Earnings Management and Corporate Social Responsibility. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 160–177.
- Rechner, P., & Dalton, D. (1991). Research notes and communications ceo duality and organizational performance: a longitudinal analysis. *Strategic Management Journal*, 12(2), 155–160.
- Ribeiro, N. (2013). A Relação entre o Governo das Sociedades e a Responsabilidade Social – Estudo de Caso das Empresas cotadas no PSI20. Tese de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto - Instituto Politécnico do Porto, Porto, Portugal.
- Sáenz González, J., & García-Meca, E. (2014). Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), 419–440.
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons* 3(1), 91–102.
- Shen, C., & Chih, H. (2007). Earnings management and corporate governance in Asia's emerging markets. *Corporate Governance-an International Review*, 15(5), 999–1021.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737–783.
- Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance*, 53(6), 1935–1974.
- Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689–705.

- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113–142.
- Velury, U., & Jenkins, D. (2006). Institutional ownership and the quality of earnings. *Journal of Business Research*, 59(9), 1043–1051.
- Vintila, G., & Gherghina, S. (2012). An Empirical Examination of the Relationship between Corporate Governance Ratings and Listed Companies' Performance. *International Journal of Business and Management*, 7(22), 46–61.
- Wang, D. (2006). Founding family ownership and earnings quality. *Journal of Accounting Research*, 44(3), 619–656.
- Warfield, T., Wild, J., & Wild, K. L. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20(1), 61–91.
- Wu, H. (2011). Can minority state ownership influence firm value? Universal and contingency views of its governance effects. *Journal of Business Research*, 64(8), 839–845.
- Xie, B., Davidson, W., & Dadalt, P. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295–316.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2), 185–211.
- Yermack, D. (1997). Good Timing: CEO Stock Option Awards and Company News Announcements. *The Journal of Finance*, 52(2), 449–476.
- Yu, M. (2013). State ownership and firm performance: Empirical evidence from Chinese listed companies. *China Journal of Accounting Research*, 6(2), 75–87.
- Zattoni, A., & Cuomo, F. (2010). How independent, competent and incentivized should non-executive directors be? An empirical investigation of good governance codes. *British Journal of Management*, 21(1), 63–79.