



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO

MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E
FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

SISTEMAS DE GOVERNAÇÃO DAS SOCIEDADES E
GESTÃO DE RESULTADOS: O CASO PORTUGUÊS

NUNO MIGUEL PRATA DE AZEVEDO

SETEMBRO - 2013



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

DESDE 1911

MESTRADO EM
MESTRADO EM CONTABILIDADE, FISCALIDADE E
FINANÇAS EMPRESARIAIS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

SISTEMAS DE GOVERNAÇÃO DAS SOCIEDADES E
GESTÃO DE RESULTADOS: O CASO PORTUGUÊS

NUNO MIGUEL PRATA DE AZEVEDO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS
DA SILVA

Resumo

Este estudo pretende analisar a influência dos sistemas de governação das sociedades na prática de gestão de resultados, entre os anos de 2003 a 2011. Para tal utilizou-se uma amostra constituída por empresas portuguesas cotadas na *Euronext* Lisboa, foram construídas quatro medidas de gestão de resultados e recolhidos dados acerca da concentração de propriedade, dimensão do *board*, proporção de administradores não executivos no *board* e proporção de administradores não executivos independentes no *board*. Os resultados variam de acordo com a medida usada. Verificou-se que um aumento da proporção de administradores não executivos no *board* incentiva a prática de gestão de resultados. Porém, não foi encontrada evidência estatística da existência de uma relação entre as três restantes variáveis de governo das sociedades e a gestão de resultados.

Palavras-chave: Governo das sociedades, gestão de resultados, empresas cotadas

Abstract

This study analyses the influence of the corporate governance systems on earnings management, between the years 2003 to 2011, in a sample of Portuguese companies listed on Euronext Lisbon. We compute four earnings management measures and used four corporate governance measures: ownership concentration, board size, proportion of non-executive directors on the board and proportion of independent non-executive directors on the board. The results vary according to the earnings management measures. We find that an increase in the proportion of non-executive directors on the board is associated with an increase in the level of earnings management. However, we don't find statistical evidence of a relationship between earnings management and the three others corporate governance measures.

Keywords: Corporate governance, earnings management, listed companies

Abreviaturas

CEO – Chief Executive Officer

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IPCG – Instituto Português de Corporate Governance

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

PME – Pequenas e Médias Empresas

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Matriz de correlação das variáveis

Tabela 2 – Resultados dos modelos de regressão

Índice

ÍNDICE DE TABELAS.....	VI
1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	3
2.1 Gestão de Resultados.....	3
2.2 Motivações para a prática de Gestão de Resultados.....	5
2.3 Consequências da Gestão de Resultados.....	8
2.4 Governo das Sociedades, origem, conceito e relevância.....	9
2.5 O Governo das Sociedades em Portugal.....	14
2.6 Relação entre Governo de Sociedades e Gestão de Resultados.....	16
2.6.1 Concentração de Propriedade e Gestão de Resultados.....	16
2.6.2 Estrutura do <i>Board</i> e Gestão de Resultados.....	17
2.6.3 Independência do <i>Board</i> e Gestão de Resultados.....	18
2.6.4 Dimensão do <i>Board</i> e Gestão de Resultados.....	19
3. DADOS E METODOLOGIA.....	20
3.1 Definição da amostra e recolha de dados.....	20
3.2 Medidas de Gestão de Resultados.....	21
3.3 Medidas de Governo das Sociedades.....	24
3.4 Modelo Empírico.....	25
4. ANÁLISE DE RESULTADOS.....	26
4.1 Estatística descritiva das variáveis.....	26
4.2 Matriz de Correlação das variáveis.....	29
4.3 Resultados das Regressões Lineares.....	30

5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA.....	33
5.1 Conclusões.....	33
5.2 Limitações e investigação futura.....	34
6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	36

1. Introdução

Os recentes escândalos financeiros que envolveram grandes empresas nos Estados Unidos e na Europa, no início do século revelando situações de fraudes e erros contabilísticos, originaram uma necessidade de estudar em que medida os sistemas de governação de sociedades, temática que teve origem na separação entre propriedade e controlo das empresas, cumprem o seu papel na monitorização e restrição da gestão de resultados. Que consiste numa intervenção propositada no processo de relato da informação financeira, com o objectivo de conseguir benefícios para os accionistas ou gestores (Schipper, 1989).

O governo das sociedades “é o sistema pelo qual as organizações são geridas e controladas.”, (Relatório de Cadbury, 1992, p. 15). É uma temática que tem vindo a evoluir e a ganhar cada vez mais importância, tendo sido emitidas várias recomendações e regulamentos, tanto a nível internacional como nacional, através de várias organizações, como são exemplo a OCDE e a CMVM.

O objectivo deste estudo é analisar a influência dos mecanismos de *corporate governance* na prática de gestão de resultados, nas empresas portuguesas cotadas na bolsa *Euronext* Lisboa, mais concretamente no PSI Geral. Para isso foram construídas quatro medidas de gestão de resultados e recolhidos dados de alguns mecanismos de governo de sociedades previamente analisados na vasta literatura existente: concentração de propriedade, dimensão do *board*, proporção de administradores não executivos no *board* e proporção de administradores não executivos independentes no *board*. O período em análise é de nove anos, de 2003 até 2011.

Os resultados obtidos variam de acordo com a medida analisada. A concentração de propriedade, dimensão do *board* e proporção de administradores não executivos independentes presentes no *board*, não se revelaram estatisticamente significativas na explicação da prática de gestão de resultados. Quanto à proporção de administradores não executivos presentes no *board*, os resultados indicam que o seu aumento, mantendo tudo o resto constante, provoca um aumento na prática de gestão de resultados. A justificação para este resultado pode ser encontrada em Park & Shin (2004), onde é referido que em países onde a concentração de propriedade das empresas é muito concentrada e onde o mercado laboral para administradores deste tipo não se encontra muito desenvolvido é possível chegar a resultados deste género. Uma outra explicação é de que os administradores não executivos podem, também, carecer de conhecimentos financeiros e/ou acesso a informação relevante para detectar e corrigir gestão de resultados.

A motivação que originou a realização deste estudo reside no interesse em saber se, no caso português, os sistemas de governo das sociedades das empresas têm influência na prática de gestão de resultados, tal como acontece em diversos estudos internacionais. Numa altura em que os fantasmas dos escândalos financeiros ameaçam a confiança dos vários *stakeholders* nos resultados das empresas, é importante perceber se as empresas portuguesas adoptam mecanismos de governos de sociedades que monitorizam a prática de gestão de resultados.

A dissertação está estruturada do seguinte modo, a secção 2 é composta pela revisão de literatura, que constitui a base teórica do trabalho. Aqui são esclarecidos os conceitos básicos, referidos alguns estudos que analisaram os mesmos e definidas as hipóteses. Na secção 3 são apresentados os dados e a metodologia utilizada. É, também,

definida a amostra e as variáveis a utilizar. A secção 4 revela os resultados e análise dos mesmos. Finalmente, a secção 5 apresenta as conclusões, limitações do trabalho e sugestões de investigação futura.

2. Revisão de Literatura

2.1. Gestão de Resultados

Actualmente, nesta época de crise, existe uma palavra que ouvimos repetida vezes sem conta, essa palavra é confiança. Cada vez mais, esta palavra assume uma importância vital num mundo empresarial globalizado. Após os graves escândalos financeiros, resultantes de erros contabilísticos e fraudes, que abalaram grandes empresas, como a Enron e a Xerox nos Estados Unidos e a Parmalat na Europa, a temática da gestão de resultados foi ganhando importância e tornou-se alvo de vários estudos.

A divulgação de informação financeira transparente é essencial para a fiscalização das empresas pelos mercados e para protecção dos próprios accionistas, caso contrário a empresa e os seus accionistas serão prejudicados com um acréscimo de custos com origem na perda de confiança por parte dos mercados (OCDE, 2004).

A gestão de resultados ocorre quando os gestores se aproveitam do facto de possuírem a capacidade de tomar decisões, para interferirem no processo de elaboração e relato das demonstrações financeiras, alterando os relatórios financeiros para “enganar” alguns *stakeholders* acerca da performance económica da empresa ou para influenciar resultados contratuais que dependem dos números contabilísticos reportados

(Healy & Whalen, 1999, p. 368). Uma outra definição muito citada na literatura é a de Schipper (1989), de acordo com a qual a gestão de resultados é uma intervenção propositada no processo de relato da informação financeira, com o objectivo de conseguir benefícios para os accionistas ou gestores.

No entanto, o conceito não se enquadra no âmbito da fraude contabilística, encontra-se dentro da legalidade, beneficiando da componente discricionária de algumas normas contabilísticas para divulgar a informação financeira, não de acordo com a realidade efectiva da empresa, mas sim de acordo com determinados incentivos (Pereira, 2009).

Existem dois modos de esconder mudanças na performance económica das empresas, através de decisões operacionais reais e de escolhas de relato financeiro (Leuz et al, 2003). As decisões operacionais reais têm por base a escolha do momento ideal para realizar investimentos ou financiamentos, enquanto que as escolhas de relato financeiro derivam da incorrecta aplicação dos princípios contabilísticos, ou alteração de métodos contabilísticos, bem como do uso de estimativas e escolha de práticas e políticas contabilísticas (Pereira, 2009).

Por fim, podemos encontrar na literatura duas perspectivas diferentes sobre a gestão de resultados. A perspectiva oportunista, em que os gestores distorcem materialmente a informação divulgada para benefício próprio (Healy & Whalen, 1999), e a perspectiva informativa em que os gestores gerem os resultados por forma a revelar informação privada e reduzir a assimetria de informação (Dechow, 1994; Subramanyam, 1996). A perspectiva oportunista continua a ser a dominante na literatura.

2.2. Motivações para a prática de Gestão de Resultados

Quando se fala de gestão de resultados é, também, fundamental perceber quais as motivações e os incentivos que levam os gestores à sua prática. Healy & Whalen (1999) identificaram três conjuntos de incentivos que podem levar ao exercício de gestão de resultados. O mercado de capitais, motivações contratuais e, regulamentações específicas e custos políticos.

O primeiro conjunto engloba os incentivos relacionados com o mercado de capitais, já que a informação financeira divulgada pelas empresas é de crucial importância para os investidores e analistas avaliarem os títulos das mesmas.

Assim, no período anterior a uma emissão de capital através de oferta pública, alguns gestores inflacionam os resultados divulgados, através de elevados níveis de *accruals*, com o objectivo de aumentar a expectativa dos investidores acerca da futura performance da empresa e aumentar o preço da oferta. Nos períodos após a oferta, os níveis de *accruals* diminuem, e conseqüentemente os resultados da empresa (Teoh et al, 1998).

Um outro aspecto importante que pode incentivar a prática de gestão de resultados é o facto de as empresas conseguirem, atingir as previsões e expectativas dos analistas, de maneira a que não fiquem aquém destas e sofram conseqüências. Peasnell et al (2005) referem, ainda, que o exercício de gestão de resultados verifica-se particularmente quando estes ficam aquém de certos objectivos. Os três objectivos mais importantes são: evitar reportar um resultado negativo, reportar um crescimento dos lucros e atingir as previsões dos analistas. No entanto, Degeorge et al (1999) vão mais longe e defendem que existe uma hierarquia entre estes três objectivos, sendo que

reportar resultados positivos é o mais importante, seguido da divulgação de um crescimento dos resultados e, finalmente, do cumprimento das previsões elaboradas pelos analistas, sendo que este último objectivo só terá importância se os dois anteriores forem alcançados. Hayn (1995), constatou que as empresas que tinham resultados negativos próximos de zero, utilizavam a gestão de resultados para conseguir ultrapassar o valor zero e assim apresentar resultados positivos.

O segundo conjunto de incentivos são as motivações contratuais. A informação contabilística é usada para ajudar a monitorizar e regular os contractos entre a empresa e os seus diversos *stakeholders* (Healy & Wahlen, 1999). Existem dois tipos de contractos que podem incentivar a prática de gestão de resultados, são eles os contractos de dívida e os contractos de remuneração dos gestores.

Autores como DeFond & Jiambalvo (1994) e Sweeney (1994), estudaram um conjunto de empresas que violaram contractos com credores, os primeiros encontraram evidência de que as empresas que estavam perto de violar esses contractos incorreram na prática de gestão de resultados, o segundo observou que as empresas que violaram os contractos inflacionaram os seus resultados, mas essa manipulação ocorreu, especialmente, depois da violação. O que sugere que essas empresas não alteraram os seus resultados com o objectivo de não violar os contractos, mas sim, provavelmente, para prevenir futuras violações contratuais.

Quanto ao contractos de remuneração dos gestores, Guidry et al (1999) concluíram que os gestores de grandes empresas multinacionais têm tendência a diferir rendimentos quando sabem que não vão conseguir atingir os objectivos previstos nos seus planos de bónus e quando já atingiram o valor máximo de bónus permitido nesses

mesmos planos. Segundo Peasnell et al (2005), existem várias razões para esse tipo de comportamento, uma possibilidade é os gestores optarem por guardar esses resultados para, no futuro, se tornar mais fácil atingir os objectivos e metas traçadas. Uma outra hipótese, é não ser desejável para os gestores apresentarem lucros bastante elevados, pois isso poderá fazer com que, no futuro, as metas dos seus planos de bónus estejam dependentes de uma performance mais elevada. Contractos com credores e de remuneração dos gestores, incentivam algumas empresas a manipular resultados com o objectivo de aumentar os prémios de bónus, reforçar a segurança do emprego e atenuar a potencial violação de contractos de dívida (Healy & Wahlen, 1999).

Finalmente, o último conjunto é composto pelas regulamentações específicas de cada indústria e pelos custos políticos que podem afectar a empresa.

De acordo com Healy & Wahlen (1999), existem sectores que são alvo de regulamentação e monitorização específica, que se encontra explicitamente ligada à informação contabilística dessas empresas. É o caso de empresas pertencentes a determinados sectores como o sector bancário, dos seguros e das empresas públicas, por exemplo. Tais regulamentações originam um incentivo para a manipulação da informação contabilística que é de interesse para os reguladores.

Uma outra motivação para a prática de gestão de resultados são os custos políticos de que a empresa pode ser alvo. Segundo Watts & Zimmerman (1978), os gestores de empresas que são vulneráveis a problemas políticos que lhes poderão criar consequências bastante adversas, tal como empresas que beneficiem de subsídios governamentais ou de protecção governamental, têm incentivos para manipular a sua informação contabilística com o objectivo de evitar elevados custos políticos.

Quanto ao caso particular de Portugal, Pereira (2009), refere que devido ao facto do tecido empresarial da nossa economia apresentar uma preponderância para as pequenas e médias empresas, em que a gestão é maioritariamente exercida pelos detentores de capital, as pressões do mercado, os planos de remuneração e os custos políticos são praticamente inexistentes. Existe, no entanto, algum estímulo à prática de gestão de resultados que deriva, em parte, de algumas relações contratuais, sobretudo contractos de financiamento, mas tem como principal motivação a economia fiscal.

2.3. Consequências da Gestão de Resultados

A prática de gestão de resultados pode ter impacto negativo nos mercados financeiros, uma vez que pode afectar a qualidade e aumentar a incerteza relativamente à informação divulgada.

Os mercados de capitais utilizam a informação financeira para definir os preços dos títulos financeiros, assim como os investidores a usam para decidir quando compram, vendem, ou mantêm os seus títulos. A eficiência do mercado tem por base a informação que é transmitida aos mercados de capitais, quando a informação não está correcta, pode não ser possível para os mercados avaliarem correctamente os títulos. Portanto, sabendo que a gestão de resultados pode esconder a performance real das empresas e diminuir a capacidade de os accionistas tomarem decisões informadas, podemos associar a gestão de resultados como um custo de agência (Xie et al, 2003).

Porém, segundo a perspectiva informativa da gestão de resultados, a sua prática pode, também, beneficiar os accionistas, quando os gestores usam a sua capacidade de tomar decisões contabilísticas para fazer com que os relatórios financeiros forneçam

mais informação privada acerca da performance futura da empresa (Peasnell et al, 2005).

2.4. Governo das Sociedades, origem, conceito e relevância

A temática do governo das sociedades tem vindo a ganhar bastante importância ao longo destes anos e mais uma vez a palavra confiança assume grande relevo no tratamento deste tema. Os escândalos financeiros anteriormente referidos vieram expor as fragilidades dos mecanismos de *corporate governance* em prática na altura, que se vieram a revelar frágeis e pouco eficazes, e reforçaram a necessidade de uma maior transparência, monitorização e integridade no tratamento desta questão.

Apesar da crescente relevância do tema, é importante perceber qual a sua origem e o porquê da sua tão grande importância. Na génese do governo das sociedades encontra-se a questão da separação da propriedade e do controlo das empresas.

Os accionistas, que são os proprietários das empresas, apresentam diferentes interesses, objectivos e capacidades. Devido à complexidade da gestão das sociedades e ao facto dos mercados se encontrarem em permanente transformação, é necessário ter a informação e o conhecimento que permitam tomar decisões acertadas rapidamente. Os accionistas, por falta de capacidade ou disponibilidade, não estão preparados para assumir um papel na gestão das actividades das sociedades e portanto relegam a responsabilidade de gerir as operações e delinear as estratégias da empresa ao órgão de administração e a gestores seleccionados por este, que são quem vai assumir o controlo da sociedade (OCDE (2004) e Shleifer & Vishny (1997)).

De acordo com Fama (1980), um outro factor que acentua a separação entre propriedade e controlo da empresa tem a ver com a Teoria do *Portfolio* e a diversificação do risco. O *portfolio* de um investidor, para ser optimizado, deve ser diversificado e conter acções de várias empresas, de maneira a que este não fique demasiado dependente de qualquer uma delas e consiga diversificar o risco. Isto leva a que os accionistas não tenham capacidade para acompanhar detalhadamente as actividades das empresas, o que intensifica a já referida separação entre propriedade e controlo.

Assim, como resultado desta separação, os gestores obtêm uma vantagem em relação aos accionistas, uma vez que detêm mais informação e conhecimento acerca do funcionamento da sociedade e do negócio em que esta se encontra inserida. Este factor origina uma assimetria de informação entre quem gere a empresa e os seus proprietários, originando aquilo a que se chama problema de agência. Os accionistas correm o perigo de expropriação, ou de que os fundos que investiram sejam despendidos em projectos pouco rentáveis (Shleifer & Vishny, 1997).

Este é um dos problemas que o governo das sociedades procura minimizar. De acordo com OCDE (2004), p. 11, o governo das sociedades engloba um conjunto de relações entre a gestão da empresa, os seus accionistas, o seu órgão de administração e outros *stakeholders*, estabelecendo “a estrutura através da qual são fixados os objectivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objectivos”. Acrescentando ainda que “um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objectivos que sejam do interesse da empresa e dos seus accionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz” (OCDE, 2004, p. 11).

Esta definição vai de encontro à que nos é apresentada no Relatório de Cadbury (1992), p. 15, segundo o qual “o governo das sociedades é o sistema pelo qual as organizações são geridas e controladas.” É ainda referido que, o órgão de administração é o responsável pela governação das empresas, tendo como funções definir os seus objectivos estratégicos, liderar o processo que permite o alcance dos mesmos, monitorizar os gestores e fornecer o reporte aos accionistas. Enquanto o papel dos accionistas será nomear os administradores e auditores, e implementar um sistema de governo de sociedades adequado.

Outra definição de governo das sociedades, presente no Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006), p. 12, é “o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objectivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, actividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida”.

De acordo com Fama & Jensen (1983), o processo de decisão das organizações encontra-se separado entre decisões de gestão, relacionadas com a criação e implementação de práticas de gestão, e decisões de controlo, que têm como objectivo a monitorização dos agentes responsáveis. Para controlar o problema de agência, atrás referido, é necessário que os mecanismos de gestão e de controlo das empresas se encontrem separados.

Existem vários modelos de governação das sociedades, sendo que importa destacar os dois principais. O modelo Anglo-Saxónico, em que se verifica uma grande dispersão da propriedade das empresas, sendo rara a existência de accionistas com

grande concentração de propriedade, os investidores beneficiam de uma grande protecção legal e o mercado de capitais tem uma enorme importância para as sociedades. No que toca ao modelo Continental verifica-se o inverso, a existência de accionistas com posições maioritárias é frequente e a sua interferência no controlo das organizações é grande, sendo que esses accionistas podem ser instituições bancárias ou famílias, a protecção legal dos investidores é reduzida e as instituições financeiras assumem uma grande importância e influência nas empresas (Shleifer & Vishny, 1997; Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, 2006).

À medida que o tema foi ganhando relevo surgiu a necessidade de elaboração de códigos orientadores de governo das sociedades. Assim, vários códigos foram surgindo ao longo dos anos, sendo que há dois que merecem destaque pois são referências ao nível de bom governo de sociedades e são reconhecidos internacionalmente, servindo até de modelo na elaboração de códigos em diversos países.

Um deles é o Relatório de Cadbury (1992), que foi criado após a ocorrência de escândalos financeiros em algumas grandes empresas britânicas, o que originou uma quebra de confiança nas empresas e auditores, por parte dos investidores. O objectivo do código, para além de repor a confiança no relato financeiro das empresas, era desenvolver os sistemas de governo das sociedades e fornecer orientações e recomendações para que tal fosse possível.

Também os Princípios da OCDE (2004), são vistos como a base de iniciativas ao nível do governo das sociedades tanto nos estados-membros da OCDE como em países terceiros. Foram elaborados em 1999, após um apelo dos ministros do Conselho

da OCDE, e fornecem um conjunto de normas e orientações que visam a adopção e desenvolvimento de bons sistemas de governo das organizações.

Os escândalos e fraudes financeiras que se verificaram em algumas grandes empresas nos EUA levaram a que, também neste país, fosse necessária uma resposta que devolvesse a confiança e o optimismo aos investidores. Ao contrário do que aconteceu na Europa, nos EUA essa resposta não surgiu em forma de recomendações e princípios, mas sim sob a forma de um documento com força de lei, a Sarbanes-Oxley Act, com especial ênfase nos mecanismos de controlo e fiscalização das sociedades e punições mais severas.

De acordo com o Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006), a elaboração de princípios e de recomendações é mais eficaz na restauração da confiança dos investidores nas empresas, uma vez que deste modo são as empresas que têm a iniciativa de adoptar e divulgar o cumprimento dessas recomendações, ou então explicar porque não as adoptam. Enquanto que sob forma de lei as empresas podem cumprir as normas apenas de forma formal e mecânica, só porque é obrigatório, não adoptando o espírito de cooperação e transparência que é pretendido.

Importa, também, perceber quais são as vantagens que tornam tão importante a aplicação de mecanismos de governo de sociedades adequados e eficientes.

O Relatório de Cadbury (1992) refere que as empresas que conferem grande importância à questão do governo de sociedades e que se apresentam desenvolvidas neste campo, beneficiam de uma maior confiança dos investidores e de um crescimento sustentado. A mesma ideia é defendida em IPCG (2012), p. 7, “a adopção de práticas de bom governo promove e potencia o desempenho das sociedades, bem como do mercado

de capitais, e sedimenta a confiança dos investidores, dos trabalhadores e do público em geral na qualidade da administração e da fiscalização das sociedades e no seu desenvolvimento sustentado”.

2.5. O Governo das Sociedades em Portugal

Em Portugal a temática do governo das sociedades acompanhou a evolução que se verificou na Europa e nos EUA. Com a globalização económica e financeira, e a evolução dos mercados de capitais torna-se importante para as empresas portuguesas, sobretudo as de maior dimensão, acompanhar o desenvolvimento do tema de modo a que não fiquem em desvantagem para com as empresas internacionais.

O Código das Sociedades Comerciais foi o primeiro documento a abordar o tema, embora sem referenciar directamente a expressão governo de sociedades. Entrou em vigor em 1986, mas ao longo dos anos foi sofrendo algumas alterações. O Código dos Valores Mobiliários, em vigor desde 2000, veio colmatar algumas faltas de regulamentação, especialmente no domínio dos deveres informativos e na protecção dos investidores (Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, 2006).

No entanto, os documentos que foram os principais responsáveis pela evolução do tema em Portugal, foram as Recomendações, que a partir de 2007 se passaram a designar por Código do Governo das Sociedades, da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), e os Regulamentos publicados pela CMVM, desde 1999. Estes documentos sofreram algumas actualizações ao longo do tempo, quer no que toca ao seu conteúdo quer à envolvente regulamentar e foram os que mais auxiliaram as empresas portuguesas na evolução dos seus sistemas de governo das sociedades (Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, 2006).

De destacar o Regulamento CMVM nº 7/2001, que sofreu alterações posteriores, uma vez que obrigou as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de um relatório sobre a estrutura e prática do governo societário. Nesse relatório as sociedades são obrigadas a informar acerca do cumprimento das Recomendações, ou do código da CMVM e, no caso de não cumprimento, devem justificar o porquê, segundo o princípio de “*comply or explain*” (CMVM, 2007).

De acordo com o Regulamento CMVM nº1/2010 as sociedades emitentes não são obrigadas a adoptar o Código de Governo de Sociedades elaborado pela CMVM, tendo a possibilidade de adoptar um código equivalente desde que informe previamente a mesma.

Com a crescente importância que o tema foi ganhando em Portugal e visto que existia a necessidade de estudar melhor o fenómeno e apoiar as empresas portuguesas na tarefa de desenvolver e actualizar os seus sistemas de governo de sociedades, surgiu em 2004 o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), que se comprometeu a elaborar o Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, editado em 2006, e que contribuiu para a apresentação e explicação do conceito, estudou os sistemas de governo das dez maiores empresas da bolsa portuguesa e divulgou um conjunto de recomendações sobre o tema. Este livro pretendeu estimular e promover a discussão e reflexão em torno desta matéria que tão grande importância tem e que tão pouco tinha sido desenvolvida em Portugal. Em 2012, o IPCG elaborou o Código de Governo das Sociedades, que apresenta um conjunto de princípios e recomendações que assentam na regra do “*comply or explain*”. Este código é de adesão voluntária e pretende ser uma alternativa ao código divulgado pela CMVM.

Todos os anos a CMVM divulga o Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, que tem o objectivo de verificar o grau de cumprimento das recomendações da CMVM por parte das sociedades com acções cotadas na *Euronext Lisbon*. Segundo CMVM (2012), o grau médio de adopção das recomendações sobre o governo das sociedades aumentou de 2010 para 2011, passando de 74% para 89%. É de realçar que houve uma alteração na abordagem do cumprimento das recomendações, uma vez que a CMVM passou a considerar como cumpridas as recomendações não adoptadas mas devidamente justificadas pelas empresas. Ainda assim, mesmo que não tivesse ocorrido esta modificação a percentagem de adopção das recomendações aumentaria para 77%. Estes números revelam-nos que as empresas portuguesas estão atentas a este tema e demonstram vontade de melhorar os seus sistemas de governos de sociedades.

2.6. Relação entre Governo de Sociedades e Gestão de Resultados

2.6.1. Concentração de Propriedade e Gestão de Resultados

A concentração de propriedade do capital das empresas pode ter um papel importante no controlo da prática de gestão de resultados e verifica-se quando existem accionistas que detêm percentagens elevadas de capital da empresa. Esses accionistas devido à sua dimensão, influência e importância têm uma maior capacidade e um maior interesse em monitorizar e controlar a gestão e informação financeira da empresa (Shleifer & Vishny, 1997).

Para estudar este fenómeno, vários estudos utilizam a variável como sendo o somatório das percentagens de capital detidas pelos maiores accionistas, quando esta ultrapassa os 5% do capital da empresa, tal como Davidson et al (2005), Beasley (1996)

e Chtourou et al (2001). No entanto, segundo o artigo 20 do Código dos Valores Mobiliários, considera-se uma participação qualificada quando o accionista detém pelo menos 2% do capital social da empresa.

De acordo com os estudos de Chtourou et al (2001) e Dechow et al (1996), o facto de existir concentração de propriedade do capital de uma sociedade faz com que a probabilidade dessa empresa incorrer em gestão de resultados seja menor. Assim foi definida a primeira hipótese.

H1: A gestão de resultados está negativamente associada à presença de concentração de propriedade do capital das sociedades.

2.6.2. Estrutura do Board e Gestão de Resultados

O Conselho de Administração, ou *Board of Directors*, desempenha um papel fundamental na monitorização e controlo da gestão da empresa (Fama & Jensen, 1983). Sendo o principal responsável pelo funcionamento da organização (Jensen, 1993). Este órgão é composto por directores executivos, que garantam uma “efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos”, de acordo com a recomendação nº II.1.2.1 do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

Os directores não executivos têm como função resolver problemas de agência entre a gestão da empresa e os seus accionistas e uma das principais motivações para não se desviarem do seu objectivo e entrarem em conluio com os gestores é o facto de pretenderem obter uma elevada reputação na execução das suas tarefas (Fama & Jensen, 1983).

Em diversos estudos verificou-se que, efectivamente, a presença de administradores não executivos nos conselhos de administração das empresas e a sua proporção, restringia a prática de gestão de resultados (Peasnell et al (2005), Xie et al (2003), Beasley (1996), Dechow et al (1996), Vafeas (2005) e Davidson et al (2005)).

H2: A gestão de resultados está negativamente associada à presença de administradores não executivos no *board*.

2.6.3. Independência do Board e Gestão de Resultados

Entre os administradores não executivos é possível fazer a separação entre institucionais e independentes. Os institucionais são administradores não executivos que representam accionistas detentores de uma elevada quantidade de capital da empresa, enquanto os independentes representam os interesses dos accionistas minoritários. “Ambos têm como função monitorizar o trabalho da gestão e as demonstrações financeiras da empresa” (Osma & Noguer, 2007).

O Relatório de Cadbury (1992) recomenda que a maioria dos administradores não executivos seja independente, isto é os administradores devem ser totalmente independentes da gestão da empresa e não devem estar envolvidos em negócios, ou qualquer outro tipo de relação, que possa comprometer o seu julgamento imparcial. No artigo 414, nº5 do Código das Sociedades Comerciais encontra-se definido o conceito de independência.

A recomendação nº II.1.2.2 do Código de Governo das Sociedades da CMVM refere que “deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura accionista, que não pode em

caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores”, o que nos leva a concluir que pelo menos 25% do conselho de administração tem de ser composto por administradores não executivos independentes.

Estudos como Klein (2002), Xie et al (2003) e Beasley (1996), encontraram evidência de que a presença de administradores não executivos independentes no *board* faz com que a probabilidade da empresa praticar gestão de resultados seja menor. Porém, Osma & Nogueira (2007) e Park & Shin (2004) obtiveram o resultado inverso, uma vez que o seu estudo indicou que a presença de administradores independentes no *board* aumenta a probabilidade da organização incorrer na prática de gestão de resultados.

H3: A gestão de resultados está negativamente associada à presença de administradores não executivos independentes no *board*.

2.6.4. Dimensão do Board e Gestão de Resultados

Esta é uma das características do *board* que provoca menos consenso entre diversos autores. Para Jensen (1993), *boards* de grandes dimensões têm mais dificuldade em monitorizar eficazmente a gestão da sociedade e são mais facilmente controláveis pelo *CEO*, o que impede uma avaliação e controlo eficiente sobre o mesmo. Xie et al (2003), refere que um *board* de maior dimensão pode proporcionar um nível de experiência mais amplo, nomeadamente em áreas importantes como a financeira.

As conclusões de Peasnell et al (2005), Xie et al (2003), Chtourou et al (2001) e Bradbury et al (2006) são de que *boards* de maiores dimensões são mais eficazes no

controlo da prática de gestão de resultados, enquanto que Beasley (1996) e Baxter & Cotter (2009) obtiveram resultados opostos, indicando que *boards* de menores dimensões têm uma maior capacidade para restringir a gestão de resultados.

Assim, de acordo com estes seis estudos é definida a seguinte hipótese.

H4: A gestão de resultados está associada à dimensão do *board*.

3. Dados e Metodologia

3.1. Definição da amostra e recolha de dados

A amostra seleccionada para a realização deste estudo é formada pelas empresas portuguesas cotadas no índice PSI-Geral, pertencente à *Euronext* Lisboa.

Foram excluídas algumas sociedades da amostra inicial devido a factores que não possibilitam a comparação das demonstrações financeiras dessas empresas com as restantes. É o caso das empresas que operam no sector financeiro e das sociedades anónimas desportivas do Futebol Clube do Porto, Sport Lisboa e Benfica e Sporting Clube de Portugal, uma vez que estas elaboram as suas demonstrações financeiras de acordo com o ano da época desportiva e não o ano civil.

A empresa Sacyr Vallehermoso foi excluída da amostra por ter sede em Espanha. Também a empresa EDP foi excluída da amostra devido ao facto de ser a única que utiliza o modelo Dualista de Governo de Sociedades, sendo que todas as outras empresas adoptaram o modelo Monista.

Seguindo os autores Leuz et al (2003), cada empresa teria de disponibilizar demonstrações financeiras durante, pelo menos, três anos consecutivos para poder pertencer à amostra. Assim, a amostra final do estudo conta com 39 empresas.

Para a parte financeira e cálculo das medidas de gestão de resultados, foram recolhidos os dados financeiros das empresas para 9 anos, entre 2003 e 2011, tal como em Leuz et al (2003), através da base de dados *Amadeus*. Para completar informação, quando alguns dados não estavam disponíveis na base de dados, estes foram retirados dos Relatórios e Contas Consolidados anuais das sociedades, disponíveis nos sítios da internet das mesmas e no *site* da CMVM.

Quanto aos dados relativos ao Governo de Sociedades, foram recolhidos dos Relatórios de Governo Societário e Relatórios e Contas Consolidados das empresas, disponíveis nos *sites* das mesmas e no *site* da CMVM. Os dados dizem respeito aos anos de 2009, 2010 e 2011.

3.2. Medidas de Gestão de Resultados

De forma a conseguir medir o nível de gestão de resultados das várias empresas da amostra optou-se por seguir o modelo de Leuz et al (2003), que também foi utilizado por Shen & Chih (2007). Este modelo é constituído por quatro medidas de gestão de resultados que permitem capturar a sua prática em várias dimensões. Uma vez que os gestores podem gerir resultados segundo vários métodos, o uso de apenas uma medida pode não ser suficiente para tirar conclusões de acordo com a realidade (Shen & Chih, 2007).

Segundo Shen & Chih (2007), os resultados contabilísticos resultam da soma dos *accruals* e do *operating cash flow*. Uma vez que nem sempre o *operating cash flow* se encontra disponível directamente nas Demonstrações Financeiras optou-se pelo seu cálculo à semelhança do que é feito na literatura (Leuz et al, 2003). Assim, o *operating cash flow* e os *accruals* foram obtidos da seguinte forma:

$$\text{Operating cash flow} = \text{Operating earnings} - \text{Accruals} \quad (1)$$

$$\text{Accrual}_{sit} = (\Delta CA_{it} - \Delta \text{Cash}_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta \text{STD}_{it} - \Delta \text{TP}_{it}) - \text{Dep}_{it} \quad (2)$$

Onde ΔCA = variação do activo corrente total, ΔCash = variação de caixa/equivalentes de caixa, ΔCL = variação do passivo corrente total, ΔSTD = variação da dívida de curto prazo incluída no passivo corrente, ΔTP = variação dos impostos sobre rendimentos a pagar, e Dep = depreciações e amortizações. Sendo que o índice i diz respeito à empresa ($i=1, \dots, 39$) e o índice t corresponde ao ano em causa ($t=2003, \dots, 2011$). Segundo Leuz et al (2003), se uma empresa não divulgar informação relativa às variáveis TP ou STD, então a variação nas duas variáveis é assumida como sendo zero.

A primeira medida de gestão de resultados visa capturar o nível com que os gestores reduzem a variabilidade dos resultados reportados, através da alteração da componente contabilística dos resultados a que chamamos *accruals* (Leuz et al, 2003). Esta medida é obtida através da divisão do desvio padrão dos *operating earnings* pelo desvio padrão dos *operating cash flows* e valores baixos da mesma indicam que, mantendo tudo o resto constante, os gestores usam a componente discricionária dos resultados para alisar os mesmos. Ou seja, quanto mais elevado o valor da medida, menor é a probabilidade das empresas praticarem gestão de resultados.

$$\text{EM1} = \text{SD}(\text{operating earnings}) / \text{SD}(\text{operating cash flow}) \quad (3)$$

Os gestores podem utilizar a componente discricionária dos *accruals* com o objectivo de compensar os *operating cash flows* das empresas de choques económicos, o que vai alterar os resultados divulgados (Leuz et al, 2003; Shen & Chih, 2007). Assim, a segunda medida de gestão de resultados é dada pelo coeficiente de correlação de Spearman entre a variação dos *accruals* e a variação dos *operating cash flows*. Uma correlação negativa de elevada magnitude é consequência do uso de *accruals* discricionários para compensar choques nos *cash flows* indesejáveis, ou seja é um sinal da prática de gestão de resultados¹. Portanto, quanto maior o valor desta medida, menor é a probabilidade da empresa incorrer em gestão de resultados.

$$EM2 = \text{Spearman}(\Delta\text{Accrual}, \Delta\text{Operating cash flow}) \quad (4)$$

Como já foi referido, os gestores podem ser incentivados a praticar gestão de resultados quando estes ficam aquém de determinadas metas, ou quando pretendem divulgar uma performance da empresa melhor do que a real (Leuz et al, 2003). Assim, a terceira medida de gestão de resultados utiliza a magnitude dos *accruals* como *proxy* para o nível de utilização da componente discricionária nos resultados divulgados. A medida é calculada através da divisão do valor absoluto dos *accruals* pelo valor absoluto dos *operating cash flows* de cada empresa, que visam controlar as diferenças de *performance*. Um valor elevado desta medida indica-nos um maior uso da componente discricionária para gerir os resultados contabilísticos reportados.

$$EM3 = |\text{Accruals}| / |\text{Operating cash flow}| \quad (5)$$

A quarta e última medida tem como objectivo mitigar potenciais erros de mensuração, seguindo Leuz et al (2003). Para cada uma das outras três medidas de

¹ Uma correlação negativa é o resultado natural do sistema contabilístico baseado no regime do acréscimo (Dechow, 1994)

gestão de resultados, cada empresa foi classificada segundo um *ranking*, a partir do qual um *score* mais elevado representa um nível mais elevado de prática de gestão de resultados. Ou seja, quanto maior o valor desta medida, maior é a probabilidade da empresa praticar gestão de resultados.

$$\text{AEM} = (\text{Rank}(\text{EM1}) + \text{Rank}(\text{EM2}) + \text{Rank}(\text{EM3})) / 3 \quad (6)$$

3.3. Medidas de Governo das Sociedades

A tabela A, apresentada nos anexos, mostra a forma de cálculo das variáveis independentes, bem como estudos anteriores que suportam a sua escolha.

Para além das variáveis de Governo de Sociedades, cuja relação com a gestão de resultados já foi anteriormente discutida, são também apresentadas três variáveis de controlo: nível de endividamento, dimensão e sector de actividade.

A inclusão destas variáveis é fundamental, uma vez que se não existir um controlo sobre outros factores que podem influenciar a prática de gestão de resultados, podemos ser induzidos em erro e os resultados obtidos podem levar a conclusões menos correctas (Klein, 2002). Chtourou et al (2001), afirma que determinadas empresas podem encontrar-se em situações que incentivam a prática de gestão de resultados, independentemente da qualidade das suas práticas de Governo de Sociedades.

O nível de endividamento revela-se um factor bastante importante, pois empresas que enfrentem dificuldades financeiras têm um maior incentivo a praticar gestão de resultados com vista a esconder alguns problemas financeiros e evitar violar contractos de dívida, o que levaria a um aumento dos custos de financiamento, de acordo com Park & Shin (2004). Porém, os mesmos autores alertam para o facto de as

empresas sobreendividadas, ou com dificuldades financeiras, se encontrarem sobre intenso escrutínio financeiro por parte dos seus credores, o que pode levar a que a prática de gestão de resultados diminuía.

A dimensão da empresa é também uma variável bastante influente no que toca à gestão de resultados. Park & Shin (2004) afirmam que as empresas de maior dimensão são menos propensas à prática de gestão de resultados do que as de menor dimensão, pois são alvo de um maior escrutínio por parte dos analistas e da imprensa, para além de que são seguidas activamente pelos mercados de capitais.

Segundo Baxter & Cotter (2009), a prática de gestão de resultados, também pode ser influenciada pela indústria em que está inserida a empresa.

3.4. Modelo Empírico

O objectivo deste estudo é analisar a influência dos sistemas de governação das sociedades na prática de gestão de resultados nas empresas portuguesas, no período compreendido entre 2003 e 2011. Para isso, adoptou-se a metodologia do modelo de regressão linear, com dados cross-section, utilizando o programa estatístico STATA para realizar as regressões.

A metodologia utilizada é a mesma de Shen & Chih (2007). O modelo estimado é composto por quatro equações (de acordo com cada uma das variáveis de medida de gestão de resultados), sendo que cada uma tem como base a seguinte equação:

$$EM_i = \alpha + \beta_1 CONC_i + \beta_2 DBOARD_i + \beta_3 BOARD_i + \beta_4 IBOARD_i + \beta_5 DIM_i + \beta_6 ENDIV_i + \beta_7 IND_i + \varepsilon_i$$

(7)

Onde, o índice i diz respeito à empresa ($i=1,\dots,39$). À variável dependente corresponde cada uma das medidas de gestão de resultados apresentadas anteriormente. Quanto às variáveis independentes são compostas pelas variáveis de governo de sociedades e variáveis de controlo já apresentadas. É importante referir que, com vista à obtenção de resultados mais robustos, seleccionou-se a opção *robust* na estimação de todos os modelos.

Estudos mais recentes utilizam como variável independente, não variáveis específicas de governo de sociedades, mas sim um índice de governo de sociedades que abrange vários aspectos desta temática, permitindo uma visão mais geral da relação entre o modelo de governo de sociedades utilizado e a prática de gestão de resultados, como são os casos de Shen & Chih (2007) e de Bekiris & Doukakis (2011). Ainda não existe um índice desse género em Portugal, logo os estudos relativos a esta temática têm de usar variáveis específicas de governo de sociedades, o que por outro lado também possibilita a análise específica de determinadas variáveis de *corporate governance* que sejam de interesse estudar.

4. Análise de Resultados

4.1. Estatística descritiva das variáveis

A tabela B, apresentada nos anexos, exhibe as estatísticas descritivas das variáveis dependentes, as medidas de gestão de resultados.

Recorde-se que, valores elevados de EM1 e EM2 sugerem que existe menor probabilidade das empresas incorrerem na prática de gestão de resultados. Quanto às

variáveis EM3 e AEM, verifica-se o oposto, quanto mais elevados os seus valores maior é a tendência de as empresas praticarem gestão de resultados. De destacar o facto de o desvio padrão ser semelhante nas duas primeiras medidas de gestão de resultados, o que já não se verifica nas outras duas variáveis, sendo que a variável AEM apresenta um desvio padrão bastante superior às restantes. Comparando os valores das estatísticas descritivas obtidas no estudo, nomeadamente as médias e medianas, com as estatísticas obtidas por outros estudos, podemos observar que as mesmas se encontram de acordo com Leuz et al (2003) e Shen & Chih (2007).

Através da análise da tabela C, apresentada nos anexos, é possível observar as estatísticas descritivas das variáveis independentes que integram este estudo.

Assim, podemos constatar que a variável CONC apresenta uma média, aproximadamente 76,91% para o período observado. Tal facto está relacionado com o modelo de governo de sociedades adoptado pelas empresas portuguesas que é, como já foi referido, o modelo Continental, caracterizado pela existência de accionistas que detêm percentagens elevadas de capital social das empresas. Podemos ainda observar que o valor mínimo da variável CONC é de, aproximadamente, 51,44% e o valor máximo é de 99,74%, o que reforça ainda mais a teoria da elevada concentração de capital nas empresas portuguesas da amostra.

Em relação à variável DBOARD, é possível observar que em média os conselhos de administração das empresas da amostra são formados por, aproximadamente, 9 administradores. De destacar a diferença entre o valor mínimo observado para esta variável, 3, e valor máximo, 23 o que está de acordo com a ideia de que não existe uma dimensão ideal para o conselho de administração e que esta varia

consoante a dimensão e complexidade da empresa, como é referido no Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (2006), p. 144, em que se menciona que não existe uma dimensão ideal, mas recomenda-se que “os Conselhos de Administração tenham um número de membros que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos gestores executivos, assim como o tratamento equitativo de todos os accionistas”.

Quanto à variável BOARD, apresenta uma média de 0,50 o que significa que, em média, metade do conselho de administração das empresas da amostra é composto por administradores não executivos. No entanto, o facto de o valor mínimo observado para esta variável ser zero, indica que existe pelo menos uma empresa que não apresenta nenhum administrador não executivo no seu *board* durante o período analisado, o que vai contra a recomendação nº II.1.2.1 do Código de Governo das Sociedades da CMVM.

No que toca à variável IBOARD, podemos constatar que as empresas da amostra ainda necessitam de evoluir um pouco mais nesta matéria, uma vez que o valor médio da variável é de 0,21, ou seja, em média, aproximadamente 21% do conselho de administração é constituído por administradores não executivos independentes. Isto permite verificar que, em média e para o período analisado, as empresas da amostra não cumprirem a recomendação nº II.1.2.2 do Código de Governo das Sociedades da CMVM, que recomenda que essa percentagem nunca seja inferior a 25%. Existe, ainda, a agravante de o valor mínimo observado para a variável ser zero, o que nos permite constatar que há pelo menos uma empresa da amostra que não apresenta qualquer administrador não executivo independente no seu conselho de administração no período analisado. Verifica-se, também, que existe pelo menos uma empresa cujo *board* é

constituído, na sua maioria, por administradores não executivos independentes, uma vez que o valor máximo observado para a variável é de 0,57.

Em relação às variáveis DIM e ENDIV, a primeira permite perceber qual a dimensão média e a dispersão em termos de dimensão das empresas existente na amostra. Já a segunda indica que em média as empresas analisadas, têm um nível de endividamento de 33%. De referir, também, a grande diferença em relação aos valores mínimos e máximos observados.

4.2. Matriz de Correlação das variáveis

Observando a tabela 1 e através dos coeficientes de correlação de *Pearson*, podemos analisar as correlações existentes entre as diferentes variáveis do modelo.

Tabela 1 – Matriz de correlação das variáveis

	EM1	EM2	EM3	AEM	CONC	DBOARD	BOARD	IBOARD	DIM	ENDIV
EM1	1									
EM2	0,4903***	1								
EM3	0,0548	0,0504	1							
AEM	-0,7027***	-0,4926***	0,3732**	1						
CONC	-0,1648	-0,0966	0,2631	0,2419	1					
DBOARD	0,3400**	0,3888**	-0,2259	-0,3836**	-0,2451	1				
BOARD	-0,0851	0,1584	-0,3022*	-0,0308	-0,2272	0,5699***	1			
IBOARD	0,0972	0,1646	-0,0407	0,0006	-0,3032*	0,3799**	0,6456***	1		
DIM	0,2219	0,3475**	-0,4815***	-0,4236***	-0,4037**	0,6517***	0,4079***	0,3200**	1	
ENDIV	0,1181	-0,1176	0,0356	-0,0205	-0,2098	0,2073	-0,1031	0,1498	0,3054*	1

*, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Entre as quatro variáveis dependentes apenas não se verifica uma correlação significativa entre as variáveis EM3 e EM2, e entre EM3 e EM1. Para as restantes, podemos observar a existência de correlações significativas, que apresentam sinais de acordo com o esperado, ou seja, positivos entre EM1 e EM2 e entre EM3 e AEM, e negativos entre EM1 e AEM, e entre EM2 e AEM. Isto porque valores elevados de EM1 e EM2 indicam pouca tendência para gerir resultados por parte das empresas, enquanto que para EM3 e AEM verifica-se o contrário.

É também interessante verificar que a variável CONC apresenta uma correlação significativa e negativa com as variáveis IBOARD e DIM. Observa-se, ainda, a existência de uma correlação positiva significativa e forte² entre as variáveis DBOARD e DIM, o que coincide com a teoria de que não existe uma dimensão ideal do conselho de administração e de que esta varia consoante a dimensão e necessidades da empresa. Outro aspecto relevante é a correlação positiva significativa e moderada entre as variáveis DBOARD e BOARD, e forte entre BOARD e IBOARD, o que permite constatar que quando a dimensão do *board* aumenta, a proporção de administradores não executivos varia no mesmo sentido, o mesmo se verifica para a proporção de administradores não executivos e proporção de administradores não executivos independentes.

4.3. Resultados das Regressões Lineares

A tabela 2 apresenta os resultados das regressões lineares estimadas para cada uma das medidas de gestão de resultados.

² De acordo com a classificação de Franzblau (1958), em que: valores (positivos ou negativos) entre 0 e 0,2 são negligenciáveis; entre 0,2 e 0,4 registam uma fraca correlação; entre 0,4 e 0,6 apresentam correlação moderada; entre 0,6 e 0,8 indicam correlação forte; e entre 0,8 e 1 correspondem a uma correlação muito forte.

Tabela 2 – Resultados dos modelos de regressão

Variáveis Independentes	Medidas de Gestão de Resultados			
	EM1 (-)	EM2 (-)	EM3 (+)	AEM (+)
Constante	-0.035 (-0.04)	-0.885 (-1.19)	5.719** (2.07)	45.548*** (2.83)
CONC	-0.002 (-0.37)	-0.002 (-0.50)	0.005 (0.25)	-0.015 (-0.18)
DBOARD	0.024 (1.24)	0.027 (1.35)	0.084 (1.13)	-0.320 (-0.87)
BOARD	-0.693** (-2.48)	-0.373 (-1.59)	-1.062 (-0.87)	10.655 (1.28)
IBOARD	0.371 (1.04)	0.482 (1.54)	1.979 (0.82)	0.268 (0.03)
DIM	0.047 (1.06)	0.017 (0.37)	-0.549* (-1.89)	-1.919 (-1.68)
ENDIV	-0.212 (-0.78)	-0.350 (-1.08)	2.640 (1.15)	5.306 (0.74)
IND	Yes	Yes	Yes	Yes
R ²	0.470	0.348	0.508	0.464
N	39	39	39	39

Variáveis dependentes: EM1 = SD(operating earnings) / SD(operating cash flow); EM2 = Spearman (Δ Accrual, Δ Operating cash flow); EM3 = |Accrual| / |Operating cash flow|; AEM = (Rank(EM1) + Rank(EM2) + Rank(EM3)) / 3; Variáveis de CG: CONC é o somatório de todas as participações qualificadas superiores a 2% presentes no capital social de cada empresa; DBOARD é o número total de administradores do conselho de administração; BOARD é dado pela divisão do número de administradores não executivos presentes no conselho de administração pelo número total de administradores que compõem o mesmo; IBOARD é dado pela divisão entre o número de administradores não executivos independentes presentes no conselho de administração pelo número total de administradores do mesmo; Variáveis de controlo: DIM é logaritmo natural do Activo Total; ENDIV é dado pela divisão entre os itens Dívida de Longo Prazo e Activo Total do ano anterior; Inclusão de variável dummy IND para controlar os diferentes tipos de indústria; Valores entre parênteses correspondem às estatísticas t; *, ** e *** indicam significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respectivamente. O sinal no topo da coluna indica quando um valor elevado da respectiva medida de gestão de resultados implica um maior nível de gestão de resultados (+) ou um menor nível de gestão de resultados (-).

Os resultados variam de acordo com a medida de gestão de resultados utilizada. Podemos constatar que em todas as regressões a variável CONC não se revela estatisticamente significativa, o mesmo resultado foi obtido nos estudos de Davidson et al (2005) e Beasley (1996). Também não se obteve significância estatística para DBOARD, sendo que Dechow et al (1996) e Vafeas (2005) chegaram a um resultado

equivalente. A tabela indica ainda que, IBOARD, tal como as anteriores, não se revela estatisticamente significativa, Chtourou et al (2001), Baxter & Cotter (2009), Bradbury et al (2006) e Kent et al (2010) também obtiveram este resultado.

No entanto, analisando os resultados para EM1, observa-se que a variável BOARD apresenta resultados que vão contra a teoria e estudos anteriores, nomeadamente as conclusões de Peasnell et al (2005), Xie et al (2003), Beasley (1996), Dechow et al (1996), Vafeas (2005) e Davidson et al (2005), uma vez que se verifica uma relação negativa e significativa com EM1, o que significa que, mantendo tudo o resto constante, o seu aumento incentiva a prática de gestão de resultados, ou seja, a presença de administradores não executivos no *board* está associada a um maior alisamento de resultados.

Relativamente às variáveis de controlo, apenas a variável DIM é significativa, apresentando um coeficiente negativo no modelo EM3. Este resultado sugere que empresas de maior dimensão apresentam menores níveis de gestão de resultados. Este resultado está em linha com os de Davidson et al (2005), Chtourou et al (2001), Park & Shin (2004), Osma & Noguer (2007), Baxter & Cotter (2009) e Kent et al (2010).

A variável ENDIV não se revela significativa, tal como em Baxter & Cotter (2009) e Peasnell et al (2005), ou seja, não existe evidência empírica de uma associação entre o nível de endividamento e o nível de gestão de resultados nas empresas analisadas.

Os R^2 obtidos nos modelos estimados apresentam valores que variam entre 0.348 e 0.508, o que significa que os modelos têm capacidade para explicar as variáveis dependentes.

Assim, os resultados obtidos vão contra H2, em que a gestão de resultados está negativamente associada à presença de administradores não executivos no *board*. Quanto a H1, H3 e H4 não foi encontrada evidência estatística que suporte ou contrarie as hipóteses.

5. Conclusões, limitações e investigação futura

5.1. Conclusões

Os graves escândalos financeiros que abalaram empresas de grandes dimensões, tanto nos Estados Unidos como na Europa, acentuaram a importância e a atenção dada ao tema da gestão de resultados e ao papel que os sistemas de governo de sociedades têm na monitorização de práticas que conduzam a fraudes ou erros contabilísticos. Assim, houve necessidade de fomentar uma maior transparência, monitorização e integridade nos diversos mecanismos de governo de sociedades, de modo a conseguir recuperar a confiança e credibilidade dos investidores e da sociedade como um todo.

A importância desta temática levou a que vários estudos analisassem a influência dos sistemas de governo de sociedades na prática de gestão de resultados, tendo sido identificados alguns mecanismos de *governance* que restringem a gestão de resultados. O objectivo deste estudo foi analisar a relação entre alguns mecanismos de governo de sociedades seleccionados na literatura (concentração de propriedade, dimensão, estrutura e independência do *board*) com a prática de gestão de resultados das empresas portuguesas cotadas em bolsa, durante os anos de 2003 a 2011.

Os resultados obtidos diferem de acordo com a medida de gestão de resultados utilizada. Não foi encontrada evidência estatística de que a concentração de propriedade do capital das empresas, a presença de administradores não executivos independentes no *board* e a dimensão do mesmo tenham influência no nível de gestão de resultados praticado pelas empresas analisadas.

Os resultados revelam no entanto, que um maior número de administradores não executivos no *board*, incentiva o alisamento dos resultados, o que vai contra os estudos de Peasnell et al (2005), Xie et al (2003), Beasley (1996), Dechow et al (1996), Vafeas (2005) e Davidson et al (2005). Porém, podem existir algumas explicações para este resultado. Park & Shin (2004) referem que em países onde a concentração de propriedade das empresas é muito concentrada e onde o mercado laboral para administradores deste tipo não se encontra muito desenvolvido, como é o caso de Portugal, é possível chegar a resultados deste género. Os administradores não executivos podem, também, carecer de conhecimentos financeiros e/ou acesso a informação relevante para detectar e corrigir gestão de resultados.

5.2. Limitações e investigação futura

Este estudo contém algumas limitações. Uma delas é a reduzida dimensão da amostra, composta por apenas 39 empresas, em comparação com outros estudos a nível nacional e internacional. Uma amostra de maior dimensão proporcionaria um maior nível de confiança nos resultados. O período em análise, de 2003 a 2011, foi influenciado pela crise financeira mundial, o que também poderá constituir uma limitação. Assim devemos olhar para os resultados obtidos com algum grau de precaução.

Em termos de investigação futura, seria interessante analisar uma amostra de maior dimensão e composta por empresas que não sejam cotadas. Também a inclusão de outras variáveis de governo de sociedades, como a existência de um órgão de fiscalização, de uma comissão de remunerações, de uma comissão de nomeações e se o CEO e o presidente do *board* são a mesma pessoa ou não. Seria também interessante construir um índice de *corporate governance* que abrangesse as várias áreas desta temática, o que permitiria observar a sua evolução em Portugal e estudar os seus efeitos como um todo.

6. Referências Bibliográficas

Baxter, P.; Cotter, J., 2009, “Audit committees and earnings quality”, *Accounting and Finance*, 49, p. 267-290.

Beasley, M. S., 1996, “An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *The Accounting Review*, 71 (4), p. 443-465.

Bekiris, F. V.; Doukakis, L. C., 2011, “Corporate Governance and Accruals Earnings Management”, *Managerial and Decision Economics*, 32, p. 439-456.

Bradbury, M. E.; Mak, Y. T.; Tan, S. M., 2006, “Board Characteristics, Audit Committee Characteristics and Abnormal Accruals”, *Pacific Accounting Review*, 18 (2), p. 47-68.

Cadbury Report, 1992, “Report of the committee on the financial aspects of corporate governance”, Gee Professional Publishing Ltd, London.

Chtourou, S. M.; Bédard, J.; Courteau, L., 2001, “Corporate Governance and Earnings Management”, Laval University (Working Paper).

CMVM, 2007, Código de Governo das Sociedades, Disponível em:
http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Set2007/Documents/f6bac7142a7447fa89b0e8f3d91bea0bCodigoGS15022008_2_.pdf

CMVM, 2012, Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, Disponível em:
http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/RGS_2012.pdf

CMVM, Regulamento nº 7/2001, Governo das Sociedades Cotadas, Disponível em:
http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2001/Documents/856fb552af314245a7ed052d94bf3bd9Regulamento07_2001_vconsolidada.pdf

CMVM, Regulamento nº1/2010, Governo das Sociedades Cotadas, Disponível em:
http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2010/Documents/Regulamento12010GovernodasSociedadesCotadas1.pdf

Davidson, R.; Goodwin-Stewart, J.; Kent, P., 2005, “Internal governance structures and earnings management”, *Accounting and Finance*, 45, p. 241-267.

Dechow, P. M., 1994, “Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 18, p. 3-42.

Dechow, P. M.; Sloan, R. G.; Sweeney, A. P., 1996, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), p. 1-36.

DeFond, M. L.; Jiambalvo, J., 1994, “Debt covenant effects and the manipulation of accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 17, p. 145-176.

Degeorge, F.; Patel, J.; Zeckhauser, R., 1999, “Earnings Management to Exceed Thresholds”, *Journal of Business*, 72 (1), p. 1-33.

Fama, E. F., 1980, “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 88 (2), p. 288-307.

Fama, E. F.; Jensen, M. C., 1983, “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26 (2), p. 301-325.

Franzblau, A., 1958, *A Primer of Statistics for Non-Statisticians*, Harcourt, Brace & World, New York (Chap. 7).

Guidry, F.; Leone, A.; Rock, S., 1999, “Earnings-based bonus plans and earnings management by business unit managers”, *Journal of Accounting and Economics*, 26, p. 113-142.

Hayn, C., 1995, “The Information Content of Losses”, *Journal of Accounting and Economics*, 20, p. 125-153.

Healy, P. M.; Wahlen, J. M., 1999, “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting”, *Accounting Horizons*, 13 (4), p. 365-383.

IPCG, 2012, Código de Governo das Sociedades, Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_2012.pdf

Jensen, M. C., 1993, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*, 48 (3), p. 831-880.

Kent, P.; Routledge, J.; Stewart, J., 2010, “Innate and discretionary accruals quality and corporate governance”, *Accounting and Finance*, 50, p. 171-195.

Klein, A., 2002, “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33, p. 375-400.

Leuz, C.; Nanda, D.; Wysocki, P. D., 2003, “Earnings management and investor protection: an international comparison”, *Journal of Financial Economics*, 69, p. 505-527.

OCDE, 2004, Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico, Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>

Osma, B. G.; Noguera, B. G., 2007, “The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain”, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (6), p. 1413-1428

Park, Y. W.; Shin, H., 2004, “Board composition and earnings management in Canada”, *Journal of Corporate Finance*, 10, p. 431-457.

Peasnell, K. V.; Pope, P. F.; Young, S., 2005, “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 32 (7-8), p. 1311-1346

Pereira, M., 2009, “Gestão de Resultados e Accruals”, Faculdade de Economia do Porto. Tese de Mestrado em Contabilidade.

Schipper, K., 1989, “Earnings Management”, *Accounting Horizons*, 3 (4), p. 91-102.

Shen, C.; Chih, H., 2007, “Earnings Management and Corporate Governance in Asia’s Emerging Markets”, *Corporate Governance: An International Review*, 15 (5), p. 999-1021.

Shleifer, A.; Vishny, R. W., 1997, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 52 (2), p. 737-783.

Silva, Vitorino, Alves, Cunha & Monteiro, 2006, “Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal”, IPCG, Disponível em: http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/livro_branco_cgov_pt.pdf

Subramanyam, K. R., 1996, “The pricing of discretionary accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, 22, p. 249-281.

Sweeney, A. P., 1994, “Debt-covenant violations and managers’ accounting responses”, *Journal of Accounting and Economics*, 17, p. 281-308.

Teoh, S. H.; Wong, T. J.; Rao, G., 1998, “Are accruals during initial public offerings opportunistic?”, *Review of Accounting Studies*, 3, p. 175-208

Vafeas, N., 2005, “Audit Committees, Boards, and the Quality of Reported Earnings”, *Contemporary Accounting Research*, 22 (4), p. 1093-1122.

Watts, R. L.; Zimmerman, J. L., 1978, “Towards a positive theory of the determination of accounting standards”, *The Accounting Review*, 53, p. 112-134.

Xie, B.; Davidson, W. N.; DaDalt, P. J., 2003, “Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee”, *Journal of Corporate Finance*, 9, p. 295-316.

Sites consultados

www.cmvm.pt

www.cgov.pt

<http://www.oecd.org/portugal/>

Anexo

Tabela A – Descrição das variáveis independentes

Variável	Símbolo	Definição/Forma de cálculo	Artigos que usam variável
Concentração de Propriedade	CONC	Somatório das participações qualificadas superiores a 2% ³	Davidson et al (2005); Beasley (1996); Chtourou et al (2001)
Dimensão do <i>Board</i>	DBOARD	Total de administradores do <i>board</i>	Peasnell et al (2005); Xie et al (2003); Chtourou et al (2001); Bradbury et al (2006); Beasley (1996); Baxter & Cotter (2009); Dechow et al (1996); Vafeas (2005)
Estrutura do <i>Board</i>	BOARD	Administradores não executivos do <i>board</i> / total de administradores	Peasnell et al (2005); Xie et al (2003); Beasley (1996); Vafeas (2005);
Independência do <i>Board</i>	IBOARD	Administradores não executivos independentes do <i>board</i> / total de administradores	Klein (2002); Xie et al (2003); Chtourou et al (2001); Beasley (1996); Baxter & Cotter (2009); Bradbury et al (2006); Kent et al (2010); Osmá & Noguer (2007); Park & Shin (2004)
Dimensão	DIM	Logaritmo natural do Activo Total	Davidson et al (2005); Chtourou et al (2001); Klein (2002); Bradbury et al (2006); Baxter & Cotter (2009); Kent et al (2010)
Endividamento	ENDIV	Dívida de Longo Prazo / Activo Total do ano anterior	Klein (2002)
Tipo de Indústria	IND	<i>Dummy</i> , permite distinguir entre as várias indústrias	Park & Shin (2004); Baxter & Cotter (2009)

³ Com base no artigo 20 do Código dos Valores Mobiliários. Os estudos referidos utilizam o somatório das participações qualificadas superiores a 5%.

Tabela B – Estatística Descritiva das variáveis dependentes

	EM1	EM2	EM3	AEM
Média	0,469	-0,855	0,984	16,641
Mínimo	0,074	-1	0,092	3,667
Máximo	1,078	-0,107	5,954	26,333
Mediana	0,402	-0,9	0,481	17,667
Desvio Padrão	0,261	0,208	1,342	5,705
Observações	39	39	39	39

Variáveis dependentes: EM1 = $SD(\text{operating earnings}) / SD(\text{operating cash flow})$; EM2 = Spearman ($\Delta\text{Accrual}$, $\Delta\text{Operating cash flow}$); EM3 = $|\text{Accrual}| / |\text{Operating cash flow}|$; AEM = $(\text{Rank}(\text{EM1}) + \text{Rank}(\text{EM2}) + \text{Rank}(\text{EM3})) / 3$;

Tabela C – Estatística Descritiva das variáveis independentes

	CONC	DBOARD	BOARD	IBOARD	DIM	ENDIV
Média	76,912	9,333	0,500	0,207	13,359	0,327
Mínimo	51,44	3	0	0	10,268	0,04
Máximo	99,74	23	0,759	0,574	16,524	0,798
Mediana	77,927	8,667	0,571	0,219	13,290	0,321
Desvio Padrão	13,135	4,233	0,209	0,187	1,555	0,157
Observações	39	39	39	39	39	39

Variáveis de CG: CONC é o somatório de todas as participações qualificadas superiores a 2% presentes no capital social de cada empresa; DBOARD é o número total de administradores do conselho de administração; BOARD é dado pela divisão do número de administradores não executivos presentes no conselho de administração pelo número total de administradores que compõem o mesmo; IBOARD é dado pela divisão entre o número de administradores não executivos independentes presentes no conselho de administração pelo número total de administradores do mesmo; Variáveis de controlo: DIM é logaritmo natural do Activo Total; ENDIV é dado pela divisão entre os itens Dívida de Longo Prazo e Activo Total do ano anterior;

Tabela D - Lista de empresas incluídas na amostra

Nome da Empresa
Altri
Brisa
Cimpor
Cofina
Compta
Corticeira Amorim
EDP Renováveis Portugal
Estoril – Sol
F. Ramada
Fisipe
Galp Energia
Glintt
Grupo Media Capital
Grupo Soares da Costa
Ibersol
Imobiliária Construtora Grão Pará
Impresa
Inapa
Jerónimo Martins
Lisgráfica
Martifer
Mota Engil
Novabase
Portucel
Portugal Telecom
Reditus
REN
SAG Gest
Semapa
Sociedade Comercial Orey Antunes
Sonae
Sonae Capital
Sonae Indústria
Sonaecom
Sumol Compal
Teixeira Duarte
Toyota Caetano Portugal
Vista Alegre Atlantis
ZON Multimédia