



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

MESTRADO

**CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

TRABALHO FINAL DE MESTRADO

DISSERTAÇÃO

**QUAL O EFEITO DA *CORPORATE GOVERNANCE* NA
GESTÃO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS EUROPEIAS
COTADAS?**

SARA MARGARIDA SERRA SECO

SETEMBRO-2015



**LISBOA
SCHOOL OF
ECONOMICS &
MANAGEMENT**

**MESTRADO EM
CONTABILIDADE, FISCALIDADE E FINANÇAS
EMPRESARIAIS**

**TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO**

QUAL O EFEITO DA *CORPORATE GOVERNANCE* NA
GESTÃO DE RESULTADOS DAS EMPRESAS EUROPEIAS
COTADAS?

SARA MARGARIDA SERRA SECO

ORIENTAÇÃO:

PROFESSORA DOUTORA MARIA JOÃO COELHO GUEDES
PROFESSORA DOUTORA CRISTINA BELMIRA GAIO MARTINS
DA SILVA

SETEMBRO-2015

RESUMO

Este estudo analisa o efeito da *corporate governance* na gestão de resultados de 337 empresas europeias cotadas, no período de 2005 a 2013. Foi utilizado o valor absoluto dos *accruals* discricionários totais como medida de gestão de resultados, calculado através do modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995). Não foi encontrada relação entre esta medida e os seguintes mecanismos de *governance*: independência dos administradores, dualidade do CEO, percentagem de mulheres no conselho de administração, dimensão do conselho de administração e índice de governabilidade dos países. Análises adicionais permitiram concluir que as empresas fazem menos gestão de resultados em períodos de crise e que o sistema de governo (seja anglo-saxónico, ou continental) não tem impacto no nível de *accruals* discricionários.

Palavras-chave: *accruals* discricionários, *corporate governance*, empresas cotadas, gestão de resultados

ABSTRACT

This study analyses the effect of corporate governance on earnings management of 337 European listed companies, between 2005 and 2013. The absolute value of total discretionary accruals was used as a proxy for earnings management, computed through the modified Jones model (Dechow et al., 1995). It was not found any association between this measure and the following governance mechanisms: board independence, CEO duality, proportion of women on board, board size and countries' government index. From further analysis, results also show that listed companies do less earnings management in crisis periods and that corporate governance system (anglo-saxon or continental) does not impact on discretionary accruals level.

Keywords: discretionary accruals, corporate governance, listed companies, earnings management

AGRADECIMENTOS

Se hace camino al andar

(O caminho faz-se caminhando)

António Machado

Fazer um trabalho final de mestrado é percorrer um caminho. Um caminho que se percorre sozinho, mas com ajuda de orientadores e de outros caminhantes. Quero agradecer a todos os que me acompanharam neste percurso. Foi desafiante, mas com a vossa ajuda, tornou-se um caminho mais curto e mais agradável.

Muito obrigada

Aos meus “orientadores”

Ao **Bruno Nascimento**, pelas dicas de Stata

Ao **Gonçalo**, pela motivação e por ter sido um dos meus ROT (Revisor Oficial de Textos)

Ao meu **Irmão**, por me ter ajudado a colocar os dados em formato painel

À **Leo**, por me ter ouvido e por me ter ajudado a procurar artigos

À **Lúcia**, por me ter ensinado a utilizar o “localizar e substituir”

Aos meus **Pais**, pelo apoio incondicional e por me “deixarem” estar mais um semestre sem trabalhar

À **Professora Cristina Gaio**, pelas sugestões feitas

À **Professora Maria João Guedes**, pelo constante acompanhamento, pelas dicas de Stata e pelas sugestões feitas

À **Raquel Azevedo**, por me ter ajudado a perceber o modelo de Jones e pelas dicas de Stata

Aos meus colegas “caminhantes”, que me fizeram companhia nas manhãs e tardes passadas na sala dos computadores do ISEG

André Flores, pela partilha de dúvidas

Christian Abreu, pela partilha de dúvidas

Susana Alves, pela partilha de dúvidas e de artigos

Tatiana Santos, pela partilha de dúvidas e de artigos

Tiago Cunha, pela partilha de dúvidas

Tomás Júdice, pela partilha de dúvidas e por ter sido um dos meus ROT

ÍNDICE

Resumo	iii
Abstract.....	iv
Agradecimentos	v
Índice de Tabelas	viii
Índice de Anexos	viii
Lista de abreviaturas	ix
1. Introdução	1
2. Revisão da Literatura e Hipóteses	3
2.1. Gestão de Resultados	3
2.2. Corporate Governance	5
2.2.1. Sistemas de Corporate Governance	5
2.2.2. Códigos de Corporate Governance	6
2.2.3. Relação entre Corporate Governance e Teoria da Agência.....	8
2.3. Relação entre Corporate Governance e Gestão de Resultados	8
2.3.1. Independência do Conselho de Administração.....	9
2.3.2. Dualidade do CEO	11
2.3.3. Mulheres no Conselho de Administração.....	11
2.3.4. Dimensão do Conselho de Administração.....	13
2.3.5. Índice de governabilidade dos países	14
3. Dados e metodologia	16
3.1. Amostra.....	16
3.2. Metodologia	17
3.3. Variáveis	17

3.3.1. Variável dependente	17
3.3.2. Variáveis independentes	19
3.4. Modelo Empírico	21
4. Resultados.....	22
4.1. Estatísticas descritivas	22
4.2. Matriz de correlação de Pearson.....	24
4.3. Impacto da Corporate Governance na Gestão de Resultados.....	26
4.4. Análise de robustez.....	29
4.5. Análise adicional	30
4.5.1. Impacto da crise.....	30
4.5.2. Impacto do sistema de Corporate Governance	32
5. Conclusões, Limitações do Estudo e Investigação Futura.....	33
5.1. Principais conclusões.....	33
5.2. Limitações.....	34
5.3. Investigação futura.....	35
Referências Bibliográficas.....	36
Anexos.....	41

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Estatísticas descritivas	23
Tabela 2 – Matriz de correlação de Pearson.....	25
Tabela 3 – VIFs das variáveis independentes.....	25
Tabela 4 – Resultados do teste de Hausman.....	26
Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão.....	27
Tabela 6 – Resultados dos modelos de regressão incluindo impacto da crise	31
Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão incluindo sistema de <i>Corporate Governance</i>	32

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo 1 – Composição da amostra por país	41
Anexo 2 – Composição da amostra por setor (ICB).....	41
Anexo 3 – Denominação das variáveis na dissertação e na base de dados	42
Anexo 4 – Descrição das variáveis.....	43
Anexo 5 – Resultados dos modelos de regressão excluindo DIM e PIB	45
Anexo 6 – Resultados dos modelos de regressão – AD Positivos	46
Anexo 7 – Resultados dos modelos de regressão – AD Negativos	47
Anexo 8 – Evolução da média do PIB <i>per capita</i> em PPC nos países europeus da amostra	48

LISTA DE ABREVIATURAS

CEO – Chief Executive Officer

CFO – Chief Financial Officer

EA – Efeitos Aleatórios

EF – Efeitos Fixos

EUA – Estados Unidos da América

ICB – Industry Classification Benchmark

PIB – Produto Interno Bruto

PPC – Paridade de Poder de Compra

ROA – Rendibilidade do Ativo

VIF – Variance Inflation Factor

WGI – Worldwide Governance Indicators

1. INTRODUÇÃO

Os mediáticos escândalos financeiros que ocorreram no início do século XXI, tais como o da Enron, da Xerox ou da Parmalat, levaram a uma diminuição da confiança dos investidores na qualidade dos resultados e, conseqüentemente, no relato financeiro. Situações de conluio entre empresas e seus auditores, nomeadamente no caso Enron/Arthur Andersen, vieram também pôr em causa a qualidade da auditoria e dos sistemas de governo das sociedades.

As organizações são motivadas a gerir os resultados para atingir as expectativas dos analistas e os auditores, de forma a reterem os seus clientes, são pressionados a serem coniventes com tais práticas (Levitt, 1998). A gestão de resultados é, de acordo com Schipper (1989), a intervenção intencional no relato financeiro, com a finalidade de obter determinado ganho. É por isso fundamental que se tomem medidas, como aumentar o rigor das auditorias e a responsabilização dos comités de auditoria, bem como melhorar os níveis de *corporate governance* (Levitt, 1998; OCDE, 2004).

Considera-se *corporate governance*, ou governo das sociedades, o sistema através do qual as organizações são dirigidas e controladas, bem como se estabelecem os objetivos e as formas de os alcançar (OCDE, 2004; Relatório Cadbury, 1992). Um sistema de *governance* eficaz passa por alinhar os objetivos dos gestores com os dos acionistas e por minimizar os custos de agência, isto é, os custos associados à separação entre a propriedade e controlo (Maher & Andersson, 2000). Tendo em conta que determinadas decisões dos gestores têm de ser aprovadas pelo órgão responsável pelo governo das sociedades – o conselho de administração, pode afirmar-se que a ação dos gestores é restringida pelos administradores (Relatório Cadbury, 1992; Shleifer & Vishny, 1997).

A presente investigação tem como objetivo averiguar qual o efeito da *corporate governance* na gestão de resultados das empresas europeias cotadas. Trata-se, portanto, de aferir se as características do governo societário têm impacto na gestão de resultados. Como medida de gestão de resultados, utilizou-se o valor absoluto dos *accruals* discricionários, calculado através do modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995). Relativamente às medidas de governo incluíram-se: a independência dos administradores, a dualidade do *Chief Executive Officer* (CEO), a percentagem de mulheres no conselho de administração, a dimensão do conselho de administração e o índice de governabilidade dos países.

Os motivos da realização deste estudo prendem-se com o facto de a gestão de resultados e o governo das sociedades serem assuntos correntes e cada vez mais abordados na literatura. Têm sido publicados estudos que se debruçam sobre um determinado país europeu. Por exemplo, Osma & Noguer (2007) estudaram a realidade espanhola e Park & Shin (2004), a do Reino Unido. No entanto, esta dissertação aborda a realidade europeia no seu conjunto. Portanto, trata-se de uma investigação *cross country*, que tem importância, quer para a comunidade académica, quer para os profissionais da área de gestão, quer ainda para os reguladores.

A amostra do estudo é composta por 337 empresas cotadas de 15 países europeus, abrangendo o período temporal 2005-2013. Os resultados obtidos sugerem que não existe relação entre o nível de gestão de resultados e os mecanismos de *governance* estudados. Todavia, verificou-se existirem outros fatores específicos que têm um efeito positivo nos *accruals* discricionários, como o crescimento das vendas e a presença de prejuízo. Através de análises adicionais, concluiu-se haver menos gestão de resultados

em períodos de crise e que o sistema de governo (anglo-saxónico ou continental) não tem efeito no nível de *accruals* discricionários.

A dissertação está dividida em 5 secções. Na secção 2 é realizada a revisão da literatura sobre *corporate governance* e gestão de resultados, sendo apresentadas também as hipóteses do estudo. A secção 3 aborda os dados e a metodologia, incluindo a amostra, as variáveis utilizadas e o modelo de gestão de resultados. Na secção 4 são discutidos os resultados e por fim, na secção 5, apresentam-se as principais conclusões, limitações e sugestões de investigação futura.

2. REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

2.1. *Gestão de Resultados*

A gestão de resultados pode ser vista à luz de duas perspetivas: a informativa, em que o intuito dos gestores é o de sinalizar o mercado (Schipper, 1989), e a oportunista, na qual os resultados são manipulados para benefício próprio dos gestores (Healy & Wahlen, 1999; Schipper, 1989).

Para Healy & Wahlen (1999), está-se perante gestão de resultados, quando os gestores utilizam julgamentos no relato financeiro, quer para iludir os *stakeholders*¹ sobre o desempenho da empresa, quer para influenciar os resultados contratuais que dependem dos valores contabilísticos divulgados.

A gestão de resultados pode assumir diversas formas, nomeadamente, alisamento de resultados, *big bath*, *cookie jar reserves* e *bump up* (Levitt, 1998; Upneja et al., 2008). O alisamento é feito com a intenção de reduzir a volatilidade dos resultados e aumentar o preço das ações (Upneja et al., 2008). Quando as empresas estão muito abaixo do objetivo ou têm de fazer reestruturações, optam pela técnica do *big bath*,

¹ *Stakeholders* são grupos ou pessoas que são influenciados ou podem influenciar os objetivos de uma organização (Freeman 2010).

diminuindo para tal os resultados (Levitt, 1998; Upneja et al., 2008). Por seu turno, Upneja et al. (2008) referem que as *cookie jar reserves* consistem igualmente na diminuição dos resultados, contudo, ocorrem quando o desempenho económico já se encontra muito acima do esperado. Dessa forma, são criadas reservas para fazer face a períodos mais difíceis. Por fim, se a empresa está próxima de atingir o objetivo, tem tendência para aumentar os resultados, de modo a corresponder às expectativas dos analistas, ou seja, recorre ao *bump up* (Upneja et al., 2008). Com base nestas técnicas, conclui-se que os resultados podem ser geridos no sentido ascendente ou descendente, quer a empresa os aumente ou os diminua, respetivamente.

A literatura identifica diversas metodologias para medir a gestão de resultados. Esses métodos incluem a avaliação da mudança de políticas contabilísticas (Sweeney, 1994), os *accruals* discricionários (Dechow et al., 1995; Jones, 1991), a presença de lucros baixos ou pequenas alterações nos resultados (Burgstahler & Dichev, 1997), a gestão de atividades reais (Roychowdhury, 2006), ou ainda a classificação incorreta de operações (McVay, 2006).

Na definição de DeAngelo et al. (1994), os resultados equivalem à soma dos *cash flows* operacionais² com os *accruals*. Segundo Healy (1985), os *accruals* correspondem a ajustamentos contabilísticos, os quais podem ser classificados como discricionários (anormais) ou não discricionários. O autor refere que os últimos são os que resultam da atividade normal da empresa e das imposições das normas de contabilidade, enquanto os discricionários são aqueles que dependem dos juízos dos gestores.

Por exemplo, uma venda a crédito gera *accruals*, uma vez que o registo do rendimento tem como contrapartida a contabilização de uma conta a receber, apesar de

² *Cash flows* operacionais equivalem aos fluxos de caixa das atividades operacionais. Existem autores, como Radzi et al. (2011), que consideram que os resultados equivalem à soma de todos os *cash flows* (fluxos de caixa) com os *accruals*.

não ter ocorrido nenhum recebimento, não havendo assim entrada de *cash flow* (Radzi et al., 2011). Quando o cliente pagar, a conta a receber é eliminada, por isso, os ajustamentos que tinham sido gerados são revertidos.

A gestão de resultados pode ser motivada por questões contratuais, questões legais e pelo mercado de capitais (Healy & Wahlen, 1999). Nas questões contratuais, encontram-se, por exemplo, as relacionadas com planos de compensação dos gestores ou com empréstimos. As organizações que têm contratos de dívida apresentam *accruals* superiores, o que sugere que aumentam os resultados, para evitar a violação desses contratos (DeAngelo et al., 1994). Quanto às questões legais, as empresas poderão gerir os resultados para contornar determinada regulamentação específica do setor de atividade ou por razões fiscais (Healy & Wahlen, 1999). Por fim, considerando o mercado de capitais, as práticas de gestão de resultados ocorrem para atenuar eventuais desfasamentos entre o desempenho da empresa e as expectativas, quer dos analistas, quer dos investidores, ou ainda para influenciar o custo de capital e o preço das ações (Healy & Wahlen, 1999).

2.2. *Corporate Governance*

A *corporate governance* engloba o conjunto de relações entre a gestão de uma empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros agentes relevantes (OCDE, 2004).

2.2.1. *Sistemas de Corporate Governance*

É importante distinguir dois sistemas fundamentais de governo das sociedades, que a literatura denomina como o sistema anglo-saxónico e o continental. De acordo com Maher & Andersson (2000), ao primeiro sistema também se pode chamar externo e ao segundo, interno.

O sistema anglo-saxónico/externo é característico dos Estados Unidos da América (EUA) e do Reino Unido, onde existe dispersão da propriedade das empresas e o mercado de capitais assume um papel relevante (Silva et al., 2006). Segundo García-Meca & Sánchez-Ballesta (2009), estes países têm uma maior tradição de administradores independentes e uma maior proteção dos acionistas. Essa maior proteção resulta do facto de os gestores terem um poder superior face aos acionistas que estão dispersos (Maher & Andersson, 2000).

Já no sistema interno, predominante na Europa Continental, a propriedade está concentrada em poucos acionistas com elevado poder – alguns deles podem até fazer parte do conselho de administração (Silva et al., 2006). Os conflitos de interesses surgem entre os grandes acionistas (bancos ou outras empresas) e os acionistas minoritários (Maher & Andersson, 2000).

Existe ainda o sistema emergente, que é referido por García-Meca & Sánchez-Ballesta (2009), o qual diz respeito às economias emergentes. Os autores referem como suas principais características a concentração da propriedade e do controlo, essencialmente por parte de famílias, a falta de transparência e a fraca proteção dos investidores.

2.2.2. *Códigos de Corporate Governance*

Ao longo dos anos, têm surgido vários códigos de boas práticas de governo das sociedades, que ultrapassem conflitos de interesses dentro das organizações. No seguimento de escândalos financeiros, como o do grupo Maxwell, foi apresentado no Reino Unido, o Relatório Cadbury (1992). O seu objetivo era o de melhorar os níveis de *governance* e devolver a confiança aos *stakeholders* no relato financeiro e nos auditores, sendo as recomendações de aplicação voluntária. No Reino Unido, entretanto, foram

surgindo outros relatórios, que resultaram em *Combined Codes*, isto é, documentos que vieram agregar várias recomendações anteriores.

Em 1999, foram criados os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades, tendo sido revistos em 2004. O documento da OCDE (2004) tornou-se uma referência ao nível internacional, servindo de orientação, quer para os estados-membros da OCDE, quer para países terceiros.

Nos EUA, em virtude dos casos de fraude da Enron e da WorldCom, surgiu, em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley, com carácter de obrigatoriedade para todas as empresas cotadas nas bolsas de valores norte-americanas (Silva et al., 2006). Entre as principais disposições, é de salientar que o CEO e o *Chief Financial Officer* (CFO) têm de certificar que os relatórios não contêm informações omissas ou falsas³. Se as demonstrações financeiras não apresentarem uma imagem verdadeira da empresa, as punições aplicáveis são severas. Esta lei veio, assim, atribuir aos gestores maior responsabilidade pela qualidade das demonstrações financeiras.

Quanto à UE, destaca-se a publicação, em 2002, do Relatório de Winter II, que inclui um capítulo dedicado à temática do governo das sociedades (Silva et al., 2006). Surgiu também alguma legislação autónoma por parte da Comissão Europeia, como a Recomendação n.º 2005/162/CE sobre o papel dos administradores não executivos, e, mais recentemente, o Livro Verde: O quadro da UE do governo das sociedades (Comissão Europeia, 2011).

³ Secções 302 e 906.

2.2.3. *Relação entre Corporate Governance e Teoria da Agência*

No relatório da OCDE (2004), é referido que a *governance* deve garantir a divulgação atempada e objetiva de informações relevantes da sociedade, nomeadamente sobre a sua situação financeira. Outra das preocupações é a de assegurar a gestão estratégica da empresa e o eficaz acompanhamento e fiscalização dos gestores por parte do órgão de administração, bem como a responsabilização deste último perante os seus acionistas. Assim, o conselho de administração desempenha um papel fundamental, no sentido de evitar conflitos de interesses entre os acionistas e a gestão (OCDE, 2004) – os chamados problemas de agência.

De acordo com Jensen & Meckling (1976), uma relação de agência é um contrato em que uma ou mais pessoas (o principal) encarregam outra pessoa (o agente) de realizar serviços, delegando o poder de tomada de decisão no agente. Como o principal (acionista) detém a propriedade e o agente (gestor) o controlo da empresa, o último pode apropriar-se de fundos do primeiro, ou utilizá-los em projetos pouco rentáveis (Shleifer & Vishny, 1997). Portanto, os custos de agência derivam da assimetria de informação e da divergência de interesses entre os sujeitos desta relação contratual (Matos, 2009). O autor refere que a assimetria de informação advém do gestor ter acesso a mais informação do que o acionista. De acordo com Maher & Andersson, (2000), os custos de agência podem ser minimizados através de um bom sistema de *governance*.

2.3. *Relação entre Corporate Governance e Gestão de Resultados*

Embora alguns estudos, como o de García-Meca & Sánchez-Ballesta (2009), sugiram que algumas características de *governance*, como a independência e dimensão do conselho de administração, ou a independência do comité de auditoria, restringem a

gestão de resultados, a evidência empírica desses efeitos é ainda inconsistente (Lin & Hwang, 2010).

Os mecanismos de governo societário são divididos entre internos e externos. Os internos compreendem o conselho de administração, a estrutura de propriedade e o sistema remuneratório (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009; González & García-Meca, 2014). Já nos externos, incluem-se a proteção dos investidores e o ambiente legal (Leuz et al., 2003). Este estudo debruça-se sobre o conselho de administração (subsecção 2.3.1. a 2.3.4.) e o ambiente legal (subsecção 2.3.5.)⁴.

2.3.1. Independência do Conselho de Administração

Os membros do órgão de administração devem ser capazes de tomar decisões com objetividade e independência, de modo a desempenharem eficazmente as suas funções (OCDE, 2004). Considera-se que um administrador independente é um *outsider*, não tendo qualquer vínculo com a empresa, para além de ser membro do conselho de administração (Klein, 2002). Desta feita, os códigos de boas práticas têm aconselhado a nomeação de mais administradores independentes.

O Relatório Cadbury (1992) aponta para que os conselhos de administração tenham no mínimo três administradores não executivos e que, pelo menos, dois deles sejam independentes. No entanto, é de notar que os administradores executivos são os que têm melhor conhecimento da empresa, apesar de todos os administradores terem acesso à informação interna (Relatório Cadbury, 1992).

Investigação anterior conclui que, quanto maior a percentagem de membros independentes no conselho de administração, menor a propensão para gerir os resultados (Ebrahim, 2007; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009; González &

⁴ Foram utilizados estes mecanismos, visto serem os disponíveis nas bases de dados consultadas (ver subsecção 3.1.).

García-Meca, 2014; Klein, 2002; Lin & Hwang, 2010; Xie et al., 2003). Por sua vez, Beasley (1996) descobriu que, quanto maior a proporção de *outsiders* no conselho, menor a probabilidade de haver fraude no relato financeiro.

De acordo com Peasnell et al. (2005), as empresas com maior percentagem de *outsiders* recorrem menos à gestão de resultados no sentido ascendente, ou seja, aumentam menos os resultados. Porém, não existe evidência de que a independência do *board* restrinja a prática de diminuição dos resultados.

Outros estudos, como o de Park & Shin (2004) e de Chtourou et al. (2001), não encontraram qualquer relação estatisticamente significativa entre o nível de *accruals* discricionários e a independência do conselho de administração. A falta de conhecimentos financeiros e/ou de acesso a informação relevante por parte dos administradores independentes podem estar na base destes resultados (Park & Shin, 2004). Além disso, estes membros podem estar “desinteressados” de uma fiscalização mais aprofundada, por não terem participação direta na gestão e controlo da organização, ou não serem verdadeiramente independentes.

Contrariamente, Osma & Nogueira (2007) mostraram que a presença de administradores independentes favorece a gestão de resultados.

Tendo em conta que existem bastantes estudos a sugerir uma relação negativa entre a gestão de resultados e a independência dos administradores, é proposta a seguinte hipótese:

H₁: A percentagem de administradores independentes no conselho de administração está negativamente associada à gestão de resultados.

2.3.2. Dualidade do CEO

Várias recomendações e códigos de boas práticas, como o citado Relatório Cadbury (1992), sugerem a separação do cargo de Presidente do conselho de administração do de CEO. O Presidente assegura o bom funcionamento do sistema de *governance*, sendo responsável pelo funcionamento do conselho de administração e por encorajar os administradores a desempenharem plenamente o seu papel (Relatório Cadbury, 1992). Este documento refere ainda que o *Chairman* deve certificar-se que o *board* controla todos os assuntos relevantes da empresa e estar alerta das suas obrigações perante os acionistas. Dada a importância destas funções do Presidente, o cargo deve ser exercido por uma pessoa diferente do CEO, ou seja, não deve haver dualidade do CEO.

A literatura não evidencia a existência de relação entre a dualidade do CEO e a gestão de resultados (Chtourou et al., 2001; Davidson et al., 2005; Ebrahim, 2007; García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009; González & García-Meca, 2014; Lin & Hwang, 2010; Xie et al., 2003). Todavia, Gaviouis et al. (2012) e Ye et al. (2010) conseguiram demonstrar uma associação positiva entre ambas. Se o papel de CEO e Presidente é ocupado pelo mesmo indivíduo, existe uma elevada concentração do poder (González & García-Meca, 2014; Relatório Cadbury, 1992) e por isso, menos independência na tomada de decisão. Deste modo, a segunda hipótese formulada é a seguinte:

H₂: A dualidade do CEO está positivamente associada à gestão de resultados.

2.3.3. Mulheres no Conselho de Administração

Nos últimos anos, tem-se verificado um crescendo de artigos científicos que abordam o tema da diversidade de género nos conselhos de administração (Adams & Ferreira, 2009; Arun et al., 2015; Buniamin et al., 2012; Gaviouis et al. 2012; Krishnan

& Parsons, 2008; Srinidhi et al., 2011). Em 2004, constatou-se que, na Europa, havia em média 8% de administradoras (Bourez, 2005). Esta percentagem denotava a fraca representação das mulheres nos *boards*. Porém, Adams & Ferreira (2009) admitem uma mudança no futuro, devido à crescente pressão mundial para a nomeação de mais administradoras. Na Europa, a Noruega foi pioneira na criação de legislação que promovesse a diversidade de género nos conselhos de administração, estabelecendo uma quota de 40% de administradores de cada sexo, com obrigatoriedade a partir de 2006 (Comissão Europeia, 2012). Seguindo o exemplo norueguês, outros países fixaram as suas próprias metas, como a Bélgica, a França ou a Itália, sendo que alguns dos países europeus recomendam também nos códigos de *governance* nacionais a existência de *boards* com mais mulheres (Comissão Europeia, 2012). Em 2013, existia já evidência de uma mudança ao nível europeu, pois a proporção de administradoras passou para 17% (Heidrick & Struggles, 2014).

Segundo Adams & Ferreira (2009), o aumento da diversidade de género pode fortalecer a *governance* das empresas, mas não necessariamente o desempenho. Acrescentam ainda que as mulheres aparentam ter um impacto semelhante ao dos administradores independentes. Gavius et al. (2012) observaram um efeito negativo da proporção de mulheres na gestão de resultados. Além destes, Krishnan & Parsons (2008) verificaram que a qualidade dos resultados está positivamente associada à diversidade de género dos quadros superiores das empresas. O grupo de empresas com mais mulheres apresenta um menor alisamento de resultados e um reconhecimento mais rápido das “más notícias” do que das “boas”, ou seja, um maior nível de conservadorismo. Srinidhi et al. (2011) demonstraram igualmente que a participação feminina melhora a qualidade dos resultados.

Arun et al. (2015) concluíram que as mulheres são mais conservadoras e que a sua presença na administração está associada a uma gestão de resultados no sentido descendente. Peni & Vähämaa (2010) obtiveram conclusões semelhantes, considerando empresas com CFOs do sexo feminino.

Contrariamente, Buniamin et al. (2012) encontraram uma relação positiva entre o número de mulheres no *board* e o nível de *accruals* discricionários. Já Sun et al. (2011) não conseguiram encontrar qualquer associação entre a percentagem de administradoras nos comités de auditoria e a gestão de resultados. Ye et al. (2010) também não encontraram ligação entre a qualidade dos resultados e o género do Presidente do conselho de administração, do CEO e do CFO.

Apesar de a literatura não ter uma posição unânime, uma vez que vários estudos sugerem que as mulheres são menos tolerantes ao comportamento oportunista do que os homens (Srinidhi et al., 2011), estabelece-se a seguinte hipótese:

H₃: A percentagem de mulheres no conselho de administração está negativamente associada à gestão de resultados.

2.3.4. Dimensão do Conselho de Administração

A dimensão do conselho de administração é definida como o número de elementos que fazem parte do *board*. Estudos anteriores apresentam resultados divergentes quanto ao efeito deste mecanismo de *governance* na gestão de resultados.

Para Xie et al. (2003), *boards* de maior dimensão estão associados a níveis inferiores de *accruals* discricionários, o que pode ser explicado pela existência de mais administradores experientes. Ebrahim (2007) também encontrou relação negativa entre a dimensão e a gestão de resultados, devido ao maior número de especialistas e de administradores independentes. García-Meca & Sánchez-Ballesta (2009) encontraram

igualmente uma relação negativa, especialmente em países anglo-saxónicos. Uma possível explicação poderá ser o facto de, em conselhos de administração maiores, haver maior delegação de responsabilidades nos membros dos vários comités. Por sua vez, Chtourou et al. (2001) concluíram que o tamanho do *board* está associado a menos gestão de resultados, apesar de a associação só ser estatisticamente significativa quando o objetivo é a diminuição dos resultados.

Todavia, os resultados dos estudos de Alves (2012) e de González & García-Meca (2014) apontam para maior gestão de resultados quando o conselho é maior. Segundo Beasley (1996), a probabilidade de haver fraude nas demonstrações financeiras aumenta, à medida que há mais elementos na Administração. Assim, este resultado corrobora a opinião de Jensen (1993), que defende ser preferível haver *boards* mais pequenos⁵, pois funcionam mais eficazmente.

Outros autores não encontraram uma relação significativa, como é o caso de Gaviou et al. (2012), que estudaram empresas de alta tecnologia.

Dado haver bastante evidência empírica que demonstra existir uma relação negativa entre a gestão de resultados e a dimensão do conselho de administração, propõe-se a seguinte hipótese:

H₄: O número de membros do conselho de administração está negativamente associado à gestão de resultados.

2.3.5. Índice de governabilidade dos países

Para além dos mecanismos internos de *governance*, a literatura tem analisado também o impacto dos fatores institucionais na gestão de resultados. Segundo Leuz et al. (2003), o ambiente legal e institucional dos países influencia os resultados

⁵ Considera-se que o *board* é pequeno se tiver até 7/8 administradores (Jensen, 1993).

contabilísticos. Estes autores concluíram que uma elevada proteção dos investidores e pontuações altas do nível de aplicação das leis⁶ influenciam negativamente a gestão de resultados. Desender et al. (2011) estudaram o efeito da dimensão cultural e utilizaram como variáveis de controlo o Produto Interno Produto (PIB) *per capita*, o nível de aplicação das leis⁶, a proteção dos investidores, a tradição legal, a importância do mercado de capitais e a concentração de propriedade. Apesar de existir uma relação negativa entre dois dos indicadores – PIB *per capita* e nível de aplicação das leis – e a medida de gestão de resultados, ela não é estatisticamente significativa.

Burgstahler et al. (2006) investigaram igualmente o impacto do nível de aplicação das leis⁶. Os autores afirmam que, sem o controlo adequado, as leis são ineficazes. Por isso, as empresas de países com menor grau de aplicação da legislação têm maior probabilidade de utilizar julgamentos no relato contabilístico e praticar gestão de resultados.

Seguindo González & García-Meca (2014), será considerado um índice de governabilidade. Estes autores utilizam apenas três dos indicadores do projeto *Worldwide Governance Indicators (WGI)*, não obstante, neste estudo serão incluídos os seis indicadores propostos por Kaufmann et al. (2010): controlo de corrupção, eficácia do governo, estabilidade política, estado de direito, opinião e responsabilidade e ainda qualidade da regulação. Cada um varia entre -2,5 e 2,5, sendo que valores reduzidos traduzem-se em níveis fracos de *governance*, tal como é referido por Hooper et al. (2009). Uma vez que o índice agrega seis indicadores, a pontuação mínima e máxima será -15 e 15, respetivamente.

⁶ Esta variável corresponde à média da pontuação dos seguintes indicadores: eficiência do sistema legal, estado de direito e nível de corrupção.

Como González & García-Meca (2014) demonstram que países com melhores níveis de governabilidade fazem menos gestão de resultados, estabelece-se como quinta hipótese:

H₅: O índice de governabilidade dos países está negativamente associado à gestão de resultados.

3. DADOS E METODOLOGIA

3.1. Amostra

A amostra é constituída por empresas cotadas na bolsa, com sede na Europa, no período 2005-2013. Foram excluídos os bancos e as seguradoras, dadas as especificidades dos serviços financeiros (Chtourou et al., 2001; Klein, 2002) e a estrutura das demonstrações financeiras ser diferente. Eliminaram-se ainda os setores⁷ com menos de 6 observações (Arun et al., 2015; Osma & Noguer, 2007; Park & Shin, 2004) e os países com menos de 5 observações. Por fim, excluíram-se as empresas com dados insuficientes e cujos dados financeiros estavam repetidos em anos diferentes.

A amostra final é composta por 337 empresas de 15 países europeus e de 16 setores. Existe um total de 2.359 observações de *governance* (de 2007 a 2013) e 3.033 observações para os dados financeiros (de 2005 a 2013). Através do Anexo 1, observa-se que aproximadamente 39% das empresas são do Reino Unido e 14% de França. O setor com maior representatividade é o dos bens e serviços industriais (24,04%) – ver Anexo 2.

Os dados tratados neste trabalho foram recolhidos em Fevereiro de 2015, de diversas bases de dados: Bloomberg, Eurostat e WGI – ver Anexo 3.

⁷ Os setores foram classificados segundo o *Industry Classification Benchmark* (ICB). A composição da amostra por setor encontra-se no Anexo 2.

3.2. Metodologia

A análise dos dados foi efetuada através do programa estatístico Stata. Uma vez que há várias empresas com observações para diferentes anos, a análise foi feita em dados de painel. Pode afirmar-se que o painel está bem balanceado, pois existe o mesmo número de observações em todos os anos (2005 a 2013), à exceção dos dados de *governance*, apenas disponíveis desde 2007.

A primeira etapa consistiu no cálculo dos *accruals* discricionários, através do modelo de Jones modificado (ver subsecção 3.3.1.). De seguida, obtiveram-se as estatísticas descritivas, coeficientes de correlação de Pearson e, por fim, estimaram-se várias regressões para o modelo empírico (ver subsecção 3.4.).

3.3. Variáveis

O Anexo 4 contém a definição das variáveis, assim como a enumeração dos estudos anteriores que as utilizaram.

3.3.1. Variável dependente

Neste estudo, a gestão de resultados assume-se como variável dependente. Como se viu na subsecção 2.1., existem várias formas de a medir. A mais frequente é o cálculo dos *accruals* discricionários totais pelo modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995), apresentado de seguida.

Assim, calculou-se o total dos *accruals* para cada empresa, considerando o método tradicional do balanço (Dechow et al., 1995; González & García-Meca, 2014), conforme consta na Equação 1.

$$TA_{i,t} = \Delta AC_{i,t} - \Delta CX_{i,t} - \Delta PC_{i,t} + \Delta DCP_{i,t} - Dep_{i,t} \quad (1)$$

Onde ,

$TA_{i,t}$: Total dos *Accruals* da empresa *i* no ano *t*;

$\Delta AC_{i,t}$: Variação do Ativo Corrente da empresa *i* entre o ano *t-1* e o ano *t*;

$\Delta CX_{i,t}$: Variação da Caixa e Equivalentes de Caixa da empresa *i* entre o ano *t-1* e o ano *t*;

$\Delta PC_{i,t}$: Variação do Passivo Corrente da empresa *i* entre o ano *t-1* e o ano *t*;

$\Delta DCP_{i,t}$: Variação da Dívida de Curto Prazo da empresa i entre o ano $t-1$ e o ano t ;

$Dep_{i,t}$: Depreciações e amortizações da empresa i no ano t .

A partir da Equação 2, estimaram-se os coeficientes β para cada um dos 16 setores de atividade, sendo realizada uma regressão para cada setor:

$$\frac{TA_{i,t}}{AT_{i,t-1}} = \beta_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta Rec_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$TA_{i,t}$: Total dos *Accruals* da empresa i no ano t ;

$AT_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa i no ano $t-1$;

$\Delta Rec_{i,t}$: Variação das Receitas da empresa i entre o ano $t-1$ e t ;

$AFT_{i,t}$: Ativo Fixo Tangível da empresa i no ano t .

As estimativas de β_1 , β_2 e β_3 correspondem a b_1 , b_2 e b_3 respetivamente. Com base nestes coeficientes, foram calculados os *accruals* não discricionários para cada empresa, de acordo com a Equação 3:

$$AND_{i,t} = b_1 \left(\frac{1}{AT_{i,t-1}} \right) + b_2 \left(\frac{\Delta Rec_{i,t} - \Delta CR_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) + b_3 \left(\frac{AFT_{i,t}}{AT_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

$AND_{i,t}$: *Accruals* Não Discricionários da empresa i no ano t .

$AT_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa i no ano $t-1$;

$\Delta Rec_{i,t}$: Variação das Receitas da empresa i entre o ano $t-1$ e t ;

$\Delta CR_{i,t}$: Variação das Contas a Receber da empresa i entre o ano $t-1$ e t ;

$AFT_{i,t}$: Ativo Fixo Tangível da empresa i no ano t .

A diferença entre o modelo de Jones original e o modificado reside precisamente no cálculo dos *accruals* não discricionários. Enquanto no modelo modificado, a variação das receitas é ajustada pela variação das contas a receber, no original, considera-se que a totalidade das receitas é não discricionária. Dechow et al. (1995) procederam ao ajuste do modelo, uma vez que as empresas podem manipular as receitas, através de alterações nas condições de crédito dadas aos clientes.

Por fim, obtiveram-se para cada empresa os *accruals* discricionários, isto é, a medida de gestão de resultados, segundo a Equação 4:

$$AD_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{AT_{i,t-1}} - AND_{i,t} \quad (4)$$

$AD_{i,t}$: *Accruals* Discricionários da empresa i no ano t;

$TA_{i,t}$: Total dos *Accruals* da empresa i no ano t;

$AT_{i,t-1}$: Ativo Total da empresa i no ano t-1;

$AND_{i,t}$: *Accruals* Não Discricionários da empresa i no ano t.

3.3.2. Variáveis independentes

Sendo o objetivo desta dissertação estudar o impacto da *corporate governance* na gestão de resultados, as variáveis independentes ou explicativas são as seguintes: Independência do conselho de administração (ADMIN); Dualidade do CEO (CEODUAL); Mulheres no conselho de administração (MULHERES); Dimensão do conselho de administração (NBOARD) e Índice de governabilidade dos países (GOV)⁸.

Além destas, serão consideradas as seguintes variáveis de controlo: Crescimento das vendas (CRES); Dimensão (DIM); Endividamento (END); Prejuízo (PREJ), Rendibilidade do Ativo (ROA), PIB, ano e setor⁸.

A utilização de variáveis de controlo é importante, no sentido em que existem determinados fatores que podem incentivar a gestão de resultados e que nada têm a ver com a qualidade das práticas de *governance* (Chtourou et al., 2001).

Segundo Park & Shin (2004), é mais difícil detetar a gestão de resultados em empresas de rápido crescimento. Além disso, os resultados de González & García-Meca (2014) evidenciam que empresas com maior taxa de crescimento das vendas são mais propensas a terem *accruals* discricionários. Desta forma, espera-se um sinal positivo para esta variável.

O grau de endividamento pode ter um efeito positivo ou negativo na gestão de resultados. Park & Shin (2004) afirmam que as empresas que se encontram muito

⁸ Ver as definições das variáveis no Anexo 4.

endividadas são conduzidas a aumentar os resultados, de forma a esconderem os problemas financeiros. Outro dos motivos é evitar a violação de contratos de dívida (DeAngelo et al., 1994; Ye et al., 2010) e o aumento dos custos financeiros associados ao incumprimento (Sweeney, 1994). Por outro lado, estas empresas poderão evitar práticas de gestão dos resultados, dado que estão constantemente sob escrutínio dos credores (Park & Shin, 2004). Neste caso, o endividamento deverá ter um efeito negativo no nível de *accruals* discricionários.

Relativamente à Dimensão, espera-se que apresente uma relação negativa. Segundo Park & Shin (2004), as empresas de grande dimensão são ativamente seguidas pelo mercado de capitais e, como tal, é mais difícil gerirem os resultados do que as pequenas, as quais tendem a ser negligenciadas pelos analistas e pela imprensa. Nessa linha, os custos associados a um escândalo de manipulação de resultados são muito maiores para as grandes organizações (Osma & Noguera, 2007).

O ROA mede o desempenho financeiro das empresas (Arun et al., 2015). Carlson & Bathala (1997) argumentam que as organizações mais rentáveis têm maior probabilidade de fazer alisamento de resultados do que as menos rentáveis. Contudo, existem outros estudos que demonstram haver uma relação negativa, como o de Tendeloo & Vanstraelen (2008) e Ye et al. (2010). Assim, não existem expectativas quanto ao sinal esperado da rendibilidade do ativo.

A variável Prejuízo é introduzida para controlar o desempenho económico. No estudo de González & García-Meca (2014), apesar de os autores esperarem uma relação positiva entre a existência de prejuízos e os *accruals* discricionários, não encontraram evidência estatística que comprovasse essa relação. Nesse sentido, não há previsões relativamente ao sinal esperado.

Inclui-se ainda uma variável que mede o crescimento económico dos países – o PIB *per capita*. Segundo Cohen et al. (2008), deve controlar-se o efeito da atividade económica, na medida em que a gestão oportunista dos resultados pode ser, na verdade, consequência das alterações da economia. Espera-se que em países mais “ricos” exista uma menor gestão de resultados (Alves, 2014).

Uma vez que o nível de *accruals* pode alterar-se ao longo do tempo e entre setores, consideram-se ainda como variáveis de controlo o ano e o setor (Peni & Vähämaa, 2010).

3.4. Modelo Empírico

De modo a testar a influência das variáveis de *corporate governance* na gestão de resultados, mais concretamente no nível de *accruals* discricionários, desenvolveu-se o seguinte modelo base:

$$\begin{aligned} |AD|_{i,t} = & \alpha + \beta_1 ADMIN_{i,t} + \beta_2 CEODUAL_{i,t} + \beta_3 MULHERES_{i,t} + \beta_4 NBOARD_{i,t} + \\ & + \beta_5 GOV_{i,t} + \beta_6 CRES_{i,t} + \beta_7 DIM_{i,t} + \beta_8 END_{i,t} + \beta_9 PREJ_{i,t} + \beta_{10} PIB_{i,t} + \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

Sendo que o índice *i* diz respeito a cada empresa ($i=1,2,\dots,337$) e o *t* corresponde ao ano ($t=2005, 2006,\dots, 2013$).

Quanto aos parâmetros do modelo, α é a constante, os β correspondem aos coeficientes a serem estimados para cada variável independente e, por fim, o ε equivale ao resíduo.

O modelo foi estimado de acordo com três métodos: o dos mínimos quadrados (pooled OLS), efeitos fixos (EF) e efeitos aleatórios (EA). Estes dois últimos são utilizados especificamente para dados de painel, quando se espera que existam efeitos não observáveis (por exemplo: cultura da empresa). O método dos EA assume que o

efeito inobservável não está correlacionado com nenhuma das variáveis explicativas (Wooldridge, 2009). Segundo este autor, nos EF, esse pressuposto não existe. De forma a determinar qual o melhor para analisar os resultados, foi calculado o teste de Hausman (1978)⁹. Considerando um nível de significância de 10%, se o valor-p for inferior a 0,10, considera-se que o método dos EF é mais adequado.

Em cada um dos três métodos, introduziu-se a opção *robust* do Stata, de modo a prevenir a existência de heterocedasticidade e ainda opção *cluster*, por país, evitando assim a presença de autocorrelação dos erros-padrão.

4. RESULTADOS

4.1. Estatísticas descritivas

Através da Tabela 1, constata-se que o nível médio de *accruals* discricionários é de -0,0086, o que significa que a média das empresas gere os resultados a fim de os diminuir. Arun et al. (2015) também concluíram que as empresas do Reino Unido tendem a ser conservadoras e gerem resultados no sentido descendente.

Quanto às variáveis de *governance*, observa-se que, em média, as empresas europeias têm 57,22% de administradores independentes, 13,16% de mulheres e cerca de 10 membros na Administração.

De acordo com a classificação de Jensen (1993), referida na subsecção 2.3.4.¹⁰, pode portanto afirmar-se que os *boards* a nível europeu não são de pequena dimensão. Note-se ainda que o número mínimo de elementos é 4 e o máximo 25, o que demonstra uma grande amplitude.

Apesar de existir uma empresa com apenas 5,26% de administradores independentes, alguns conselhos são totalmente independentes. Além disso, na maioria

⁹ A hipótese nula (H0) do teste corresponde à ausência de diferenças sistemáticas entre os coeficientes dos EF e dos EA. Se H0 for rejeitada, o método dos EF é melhor.

¹⁰ Lembra-se que Jensen (1993) considera que o *board* é pequeno se tiver até 7/8 administradores.

das organizações, o CEO e o Presidente são pessoas diferentes, não existindo por isso dualidade do CEO.

Vê-se também que existem *boards* sem qualquer elemento do sexo feminino, no entanto, metade da amostra tem pelo menos 11,11% de mulheres no conselho de administração e existe uma empresa (sueca) cuja proporção atinge os 70%. Não obstante, pode considerar-se que a presença de mulheres nos conselhos de administração é ainda pouco representativa.

No que respeita à pontuação dos 6 indicadores de governabilidade do estudo WGI, conforme se abordou na subsecção 2.3.5., a pontuação máxima possível é 15 (forte nível de *governance*) e a mínima -15 (fraco nível de *governance*). Portanto, os países europeus estão bem classificados, apresentando um *score* médio de 8,2327.

Olhando para as variáveis de controlo, salienta-se que as empresas têm, em média, uma taxa de crescimento de aproximadamente 7,21%, um endividamento de 61,57% e um ROA de 6,12%. Conclui-se também que mais de metade da amostra tem resultado líquido positivo, visto que a média da variável PREJ está próxima de 0.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
AD	2.696	-0,0086	-0,0073	0,0703	-0,6789	1,1985
AD	2.696	0,0451	0,0299	0,0545	0,0000	1,1985
ADMIN	2.359	0,5722	0,5556	0,1983	0,0526	1,0000
CEODUAL	2.359	0,1484	0,0000	0,3555	0,0000	1,0000
MULHERES	2.359	0,1316	0,1111	0,1181	0,0000	0,7000
NBOARD	2.359	10,4082	10,0000	3,4096	4,0000	25,0000
GOV	3.033	8,2327	8,3405	2,1071	1,3944	11,4419
CRES	2.696	0,0721	0,0512	0,3887	-0,8301	17,4118
DIM	3.033	8,2834	8,2442	1,6829	2,9424	12,4928
END	3.033	0,6157	0,6142	0,2262	0,0867	3,7137
PREJ	3.033	0,1009	0,0000	0,3012	0,0000	1,0000
ROA	3.033	0,0612	0,0512	0,0992	-0,7904	1,8909
PIB	3.033	4,7432	4,7185	0,1266	4,2905	5,2470

Variáveis: AD *Accruals* Discricionários totais; |AD| *Accruals* Discricionários totais em valor absoluto; ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; DIM logaritmo natural do ativo total do ano t; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t; PIB Logaritmo natural do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra.

4.2. Matriz de correlação de Pearson

De notar, através da Tabela 2, que existe uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre o nível de *accruals* discricionários e as variáveis GOV, CRES, PREJ e PIB. Contrariamente, CEODUAL, NBOARD e DIM estão negativamente correlacionadas com a variável dependente.

Considerando as variáveis independentes, estas apresentam quase todas entre si associações significativas. A correlação mais forte verifica-se entre PIB e GOV, cujo coeficiente é de 0,6821 (valor- $p < 0,01$). Entre a variável DIM e NBOARD, há também uma correlação relativamente elevada, sendo o coeficiente de correlação de Pearson de 0,5891 (valor- $p < 0,01$).

De forma a testar a existência de multicolinearidade, calcularam-se os *Variance Inflation Factors* (VIFs), que são apresentados na Tabela 3. Como os valores são reduzidos (< 10), rejeita-se que haja relações lineares exatas entre as variáveis e por isso, serão todas incluídas nas regressões.

Tabela 2 – Matriz de correlação de Pearson

	AD	ADMIN	CEODUAL	MULHERES	NBOARD	GOV	CRES	DIM	END	PREJ	ROA	PIB
AD	1											
ADMIN	0,00200	1										
CEODUAL	-0,0510**	-0,1208***	1									
MULHERES	0,0133	0,2176***	-0,0446**	1								
NBOARD	-0,0921***	-0,3605***	0,3366***	0,0353*	1							
GOV	0,0381**	0,3782***	-0,3416***	0,3272***	-0,3922***	1						
CRES	0,0920***	-0,0181	-0,0103	-0,0362*	-0,0188	-0,0126	1					
DIM	-0,1385***	0,0771***	0,2651***	0,1540***	0,5891***	-0,2051***	-0,00930	1				
END	-0,0104	-0,1030***	0,0954***	-0,0140	0,1748***	-0,1401***	-0,0102	0,1690***	1			
PREJ	0,1131***	0,0549***	-0,0329	0,0281	-0,0194	0,00630	-0,0372*	-0,0269	0,0200	1		
ROA	0,0294	-0,0157	-0,0579***	0,0237	-0,0951***	0,1289***	0,0774***	-0,1833***	-0,0493***	-0,4479***	1	
PIB	0,0914***	0,3894***	-0,2840***	0,2615***	-0,2956***	0,6821***	-0,00600	-0,1000***	-0,1428***	0,0186	0,0697***	1

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

Variáveis: |AD| *Accruals* Discricionários totais em valor absoluto; ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; DIM logaritmo natural do ativo total do ano t; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t; PIB Logaritmo natural do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra.

Tabela 3 – VIFs das variáveis independentes

	GOV	NBOARD	PIB	DIM	ADMIN	ROA	PREJ	CEODUAL	MULHERES	END	CRES
VIF	2,3445	2,2025	2,0537	1,9468	1,5246	1,3559	1,2992	1,2223	1,2111	1,0603	1,0096

4.3. Impacto da Corporate Governance na Gestão de Resultados

De forma a perceber qual o impacto da *governance* na gestão de resultados, foram estimados vários modelos (ver Tabela 5): as colunas (1), (2) e (3) correspondem às regressões onde se incluíram *dummies* relativas ao ano; (4), (5) e (6) são as que incluem as *dummies* do setor; e, nas (7), (8) e (9), não houve controlo das *dummies*.

Como explicado na subsecção 3.4., efetuou-se o teste de Hausman, para se perceber qual o melhor modelo a analisar, entre os efeitos fixos e os efeitos aleatórios. Com base na Tabela 4, constata-se que, quando se colocam as *dummies* ano, é preferível o modelo dos efeitos aleatórios. Contudo, devido ao número de observações por país ser insuficiente, não foi possível calcular a estatística do teste F para este modelo. Portanto, irá analisar-se o (1) – pooled OLS.

Quanto às regressões que contemplam as *dummies* do setor, considera-se o modelo dos efeitos fixos como o melhor. Todavia, os coeficientes da variável PREJ e de todos os setores foram retirados do modelo, dado que não variam ao longo do tempo, pelo que os resultados do modelo (5) são iguais aos de (8). Deste modo, volta a escolher-se o pooled OLS (4).

Por último, se não forem consideradas as *dummies*, opta-se pelo modelo dos efeitos fixos (8).

Tabela 4 – Resultados do teste de Hausman

Modelos	χ^2	Valor-p	Melhor modelo
<i>Dummies</i> Ano – (2) e (3)	21,69	0,1968	EA (3)
<i>Dummies</i> Setor – (5) e (6)	18,32	0,0745	EF (5)
Sem <i>dummies</i> Ano e Setor – (8) e (9)	21,93	0,0250	EF (8)

Tabela 5 – Resultados dos modelos de regressão

Variável	Sinal esperado	(1) Pooled OLS ^a	(2) EF ^a	(3) EA ^{b,d}	(4) Pooled OLS	(5) EF ^c	(6) EA ^d	(7) Pooled OLS	(8) EF	(9) EA ^d
ADMIN	-	-0,0032 (-0,5430)	-0,0111 (-1,0711)	-0,0059 (-1,1384)	-0,0046 (-0,6790)	-0,0122 (-1,1631)	-0,0077 (-1,2423)	-0,0044 (-0,6579)	-0,0122 (-1,1631)	-0,0077 (-1,2778)
CEODUAL	+	-0,0005 (-0,1297)	-0,0045 (-0,7602)	-0,0023 (-0,7235)	-0,0010 (-0,2778)	-0,0055 (-0,9864)	-0,0025 (-0,7211)	-0,0003 (-0,0672)	-0,0055 (-0,9864)	-0,0020 (-0,5610)
MULHERES	-	0,0228 (1,6980)	-0,0012 (-0,0945)	0,0142 (1,1419)	0,0077 (0,7840)	-0,0214** (-2,1836)	-0,0032 (-0,3491)	0,0140 (1,0632)	-0,0214** (-2,1836)	0,0010 (0,0840)
NBOARD	-	-0,0003 (-0,8332)	-0,0006 (-0,4903)	-0,0004 (-0,9363)	-0,0003 (-0,5497)	-0,0004 (-0,3290)	-0,0002 (-0,4925)	-0,0002 (-0,5905)	-0,0004 (-0,3290)	-0,0002 (-0,5190)
GOV	-	-0,0020* (-1,8688)	-0,0002 (-0,0732)	-0,0017 (-1,5840)	-0,0014 (-1,6034)	0,0012 (0,4603)	-0,0012 (-1,2833)	-0,0020* (-1,8049)	0,0012 (0,4603)	-0,0018 (-1,5313)
CRES	+	0,0102** (2,3833)	0,0090*** (3,7101)	0,0101*** (2,8751)	0,0105** (2,5805)	0,0093*** (3,8625)	0,0103*** (2,9599)	0,0105** (2,3857)	0,0093*** (3,8625)	0,0103*** (2,8656)
DIM	-	-0,0035*** (-5,6914)	0,0132 (1,6724)	-0,0030*** (-3,9924)	-0,0039*** (-4,2004)	0,0058 (0,5871)	-0,0036*** (-3,5657)	-0,0037*** (-6,2501)	0,0058 (0,5871)	-0,0033*** (-4,8453)
END	?	0,0008 (0,1907)	0,0172 (1,6002)	0,0027 (0,7068)	0,0024 (0,2659)	0,0169 (1,5670)	0,0047 (0,5371)	0,0016 (0,3274)	0,0169 (1,5670)	0,0041 (0,8008)
PREJ	?	0,0234*** (6,0658)	0,0194*** (3,9841)	0,0215*** (5,2011)	0,0218*** (5,8516)	Omitido	0,0205*** (4,9211)	0,0231*** (5,6400)	0,0191*** (3,8780)	0,0211*** (4,8588)
ROA	?	0,0192 (0,7023)	-0,0022 (-0,0865)	0,0096 (0,3532)	0,0158 (0,6526)	0,0001 (0,0035)	0,0092 (0,3734)	0,0210 (0,7939)	0,0001 (0,0035)	0,0123 (0,4752)
PIB	-	0,0355 (1,5529)	0,0298 (0,7971)	0,0360 (1,6173)	0,0410** (2,4282)	0,0871 (1,3649)	0,0483** (2,4298)	0,0433* (1,8142)	0,0871 (1,3649)	0,0509** (1,9888)
<i>Dummies Ano</i>		Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não	Não
<i>Dummies Setor</i>		Não	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não
Constante		-0,0701 (-0,7443)	-0,1943 (-1,0226)	-0,0905 (-0,9705)	-0,1084 (-1,4464)	-0,4260 (-1,1930)	-0,1446 (-1,5858)	-0,1167 (-1,1564)	-0,4260 (-1,1930)	-0,1543 (-1,3913)
R ²		0,0642	0,0470	0,0393	0,0824	0,0343	0,0288	0,0543	0,0343	0,0281
Teste F		68,0240	109,2858		12,3275	50,8613		42,5903	50,8613	
Valor-p		0,0000	0,0000		0,0000	0,0000		0,0000	0,0000	

Notas: *, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis.

Notas (cont.):

^a Os coeficientes dos anos 2006 e 2007 foram omitidos.

^b Os coeficientes dos anos 2006 e 2013 foram omitidos.

^c O coeficiente da variável PREJ e da totalidade dos setores foram omitidos.

^d Não foi possível calcular a estatística do teste F, devido ao número reduzido de observações por país.

Variáveis: ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; DIM logaritmo natural do ativo total do ano t; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t; PIB Logaritmo natural do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra.

Quanto às variáveis de *governance*, apenas se observa um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para as mulheres (valor- $p < 0,05$) no modelo (8), e para a variável GOV (valor- $p < 0,1$), em (1), o que sugere que a presença de membros femininos e de melhores pontuações de governo dos países restringe a gestão de resultados. No entanto, estes resultados não são suficientes para aceitar as hipóteses 3 e 5. As restantes hipóteses também não podem ser aceites, pois os coeficientes de ADMIN, CEODUAL e NBOARD não são significativos.

Relativamente às variáveis de controlo, observa-se que, em todos os modelos, o crescimento das vendas e o resultado líquido negativo são fatores que influenciam positivamente o nível de *accruals*. Já a variável DIM apresenta uma relação negativa e estatisticamente significativa a 1% em (1) e (4), indicando que as empresas de maior dimensão fazem menos gestão de resultados. Contrariamente ao que seria expectável, existe uma relação positiva e significativa entre o PIB e os *accruals* discricionários, no modelo (4). De acordo com Francis et al. (2011), perante um cenário desfavorável da economia, existe menos pressão para manipular os resultados, uma vez que um fraco desempenho das empresas pode justificar-se pela situação económica envolvente. Nesse sentido, empresas de países com PIB maior poderão sentir-se mais pressionadas a apresentarem bons resultados.

Os R^2 observados são bastante reduzidos, o que significa que as variáveis independentes têm um fraco poder explicativo da gestão de resultados. No entanto, tal é frequente acontecer no estudo de regressões com *accruals* (Arun et al., 2015). O mais elevado é de 8,24% e diz respeito ao modelo que inclui as *dummies* do setor. Como o valor-p do teste F é aproximadamente 0, rejeita-se a hipótese de nulidade conjunta das variáveis independentes e, assim, considera-se que o modelo é válido para explicar a gestão de resultados.

4.4. Análise de robustez

Foram realizadas outras regressões, substituindo a proporção dos administradores independentes (ADMIN) por uma *dummy*, que assume o valor 1, se a maioria dos administradores é independente, e 0, caso contrário, como nos estudos de Davidson et al. (2005); González & García-Meca (2014), Klein (2002) e Osma & Noguer (2007). Os resultados foram semelhantes aos do modelo base, por isso, não são apresentados. O mesmo se verificou para as regressões em que se retiraram as empresas do Reino Unido, por ser um país com um peso muito significativo na amostra.

Também se efetuaram regressões sem a variável DIM e PIB, uma vez que apresentam correlação elevada com duas variáveis independentes, como abordado na subsecção 4.2.. Tendo em conta o Anexo 5, é de realçar o coeficiente negativo e estatisticamente significativo da variável NBOARD nos modelos (1) e (4), indicando que as empresas com conselhos de administração de maior dimensão são menos propensas à prática de gestão de resultados. À semelhança do que se observa no modelo base, o nível de *accruals* está positivamente relacionado com o crescimento das vendas e a existência de prejuízo.

Por fim, calcularam-se outras regressões, considerando como variável dependente os *accruals* discricionários totais, sem ser em valor absoluto. Para tal, separaram-se os valores positivos dos negativos, sendo que os primeiros correspondem à gestão efetuada para aumentar os resultados e os segundos, para diminuí-los. Com base no Anexo 6, através de (2) e (7), confirma-se a existência de uma relação negativa entre a dimensão do conselho de administração e a gestão de resultados. Contudo, essa relação não se verifica perante *accruals* discricionários negativos (ver Anexo 7). Note-se ainda que, no Anexo 6, parece existir evidência de que uma maior rendibilidade do ativo está associada a um aumento dos resultados, ao contrário do que concluíram Arun et al. (2015).

Já no Anexo 7, verifica-se que o coeficiente da variável CRES é negativo e o de DIM é positivo na maioria dos modelos. Assim sendo, conclui-se que as empresas que têm maior crescimento gerem os resultados no sentido de os aumentar. Por sua vez, na subsecção 4.3., verificou-se que as organizações de maior dimensão gerem menos resultados. Contudo, as que o fazem têm, sobretudo, o intuito de os diminuir. Acrescente-se que, como o coeficiente de PREJ é negativo, pode afirmar-se que, quando existe prejuízo, as empresas não tendem a diminuir os resultados, mas antes a aumentá-los (ver Anexo 7).

4.5. Análise adicional

4.5.1. Impacto da crise

Apesar de na análise principal ter havido o controlo da influência dos anos através de variáveis *dummy*, considerou-se pertinente analisar o impacto dos anos de crise na Europa nas práticas de gestão de resultados.

Embora a crise financeira tenha começado em finais de 2007 nos EUA, com a falência do Lehman Brothers, autores como Braun (2013) creem que os seus efeitos apenas se fizeram sentir na Europa a partir de 2008. Como se observa no gráfico do Anexo 8, a média do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra (PPC) dos países da amostra tem vindo a diminuir desde essa altura até 2013. Assim, considerar-se-á que a crise persistiu até 2013. Conforme é feito no estudo de Lel (2013), criou-se uma variável *dummy* (CRISE) para controlar o efeito da crise. Neste caso, assume o valor 1 se o período temporal compreende os anos de 2008 a 2013 e 0, caso contrário.

Analisando a Tabela 6, pode afirmar-se que, de facto, a crise teve impacto na gestão de resultados das empresas europeias cotadas. Uma vez que o coeficiente é negativo e estatisticamente significativo a 1% em todos os modelos, conclui-se que as organizações incorrem em menos práticas de gestão de resultados em alturas de crise. Ora, nestes períodos, existe menor pressão para apresentar bons resultados, pois um pior desempenho pode ser justificado pela situação económica (Alves, 2014; Francis et al., 2011). Os resultados de Alves (2014) apontam para a presença de gestão de resultados no sentido descendente nos anos de crise, justificando que os analistas são menos exigentes. Assim, a meu ver, alguns gestores aproveitam para fazer uso do *big bath*.

Tabela 6 – Resultados dos modelos de regressão incluindo impacto da crise

Variável	(1) Pooled OLS	(2) EA	(3) Pooled OLS	(4) EF	(5) EA
CRISE	-0,0119*** (-5,2639)	-0,0116*** (-5,2349)	-0,0123*** (-5,5518)	-0,0126*** (-4,7138)	-0,0119*** (-5,4930)
Restantes variáveis do modelo base	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Setor	Sim	Sim	Não	Não	Não
Obs.	2.359	2.359	2.359	2.359	2.359
R ²	0,0897	0,0377	0,0621	0,0436	0,0373
Teste F	26,2734		42,1250	101,5154	
Valor-p	0,0000		0,0000	0,0000	
Teste Hausman (valor-p)					0,0717

Notas: *** indica a significância estatística ao nível de 1%. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis. Não se apresentou a coluna dos EF que incluía as *dummies* do setor, visto que a totalidade dos coeficientes dos setores foram omitidos pelo Stata.

4.5.2. Impacto do sistema de Corporate Governance

Dado que a amostra é composta pelos dois sistemas de *governance* abordados na revisão da literatura (anglo-saxónico e continental), irá estudar-se o impacto que estes poderão ter na gestão de resultados. No quadro europeu, o Reino Unido adota o sistema anglo-saxónico e os restantes países, o continental (Silva et al., 2006). Assim, foi gerada uma variável *dummy* (ANGLO), que assume o valor 1, para dados do Reino Unido, e 0, para os outros países.

Para simplificar, apresentam-se apenas os coeficientes da variável ANGLO na Tabela 7. Nenhum dos coeficientes é estatisticamente significativo, pelo que se conclui que o tipo de sistema de governo societário não tem efeito no nível de *accruals* discricionários. Deste modo, pode dizer-se que, na Europa, as diferenças entre os dois sistemas não são de tal forma significativas que influenciem a ação dos gestores.

Tabela 7 – Resultados dos modelos de regressão incluindo sistema de *Corporate Governance*

	(1) Pooled OLS	(2) EA	(3) Pooled OLS	(4) EA	(5) Pooled OLS	(6) EA
ANGLO	0,0032 (1,1672)	0,0029 (1,0683)	0,0035 (1,3125)	0,0035 (1,2199)	0,0033 (1,1196)	0,0031 (0,9985)
Restantes variáveis do modelo base	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não
<i>Dummies</i> Setor	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não
Obs.	2.359	2.359	2.359	2.359	2.359	2.359
R ²	0,0649	0,0393	0,0832	0,0289	0,0551	0,0281
Teste F	181,5064		18,9258		166,5569	
Valor-p	0,0000		0,0000		0,0000	

Notas: A estatística do teste t encontra-se em parêntesis. Não se apresentaram as colunas dos EF, visto que a totalidade dos coeficientes da variável ANGLO foram omitidos pelo Stata.

5. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DO ESTUDO E INVESTIGAÇÃO FUTURA

5.1. Principais conclusões

Na sequência dos vários casos de fraude que ocorreram, quer nos EUA, quer na Europa, as temáticas da gestão de resultados e da *corporate governance* ganharam destaque. Tornou-se imperativo melhorar os mecanismos de governo das sociedades, uma vez que são essenciais para monitorizar o comportamento dos gestores (Maher & Andersson, 2000; OCDE, 2004).

Nesse sentido, este estudo procurou averiguar se algumas características de governo societário teriam impacto positivo, negativo ou nulo na gestão de resultados, recorrendo a uma amostra de 337 empresas europeias cotadas em bolsa, analisadas de 2005 a 2013.

Os resultados permitem concluir que as medidas de *governance* estudadas não têm efeito na gestão de resultados. Peasnell et al. (2005) afirmam não haver evidência de que a independência dos administradores restrinja esta prática, se o objetivo for o da diminuição dos resultados. Essa conclusão é consistente com os resultados obtidos, dado que a média das empresas da amostra recorre à gestão de resultados no sentido descendente, não se podendo inferir associação entre a independência do *board* e o nível de *accruals* discricionários.

Quanto ao impacto das mulheres no conselho de administração, número de administradores e dualidade do CEO, à semelhança de outros estudos referidos na revisão da literatura, também não se obteve uma relação significativa entre aqueles mecanismos e a gestão de resultados.

Por fim, relativamente ao índice de governabilidade, não se comprovou a associação negativa que González & García-Meca (2014) tinham encontrado. Contudo,

a amostra destes autores incluía países da América Latina, cujo ambiente legal apresenta diferenças substantivas face à Europa.

Verificou-se ainda que outros fatores específicos das empresas têm efeito nos *accruals* discricionários. Tal como na investigação de González & García-Meca (2014), as empresas com maior crescimento das vendas estão mais propensas a gerir resultados. Constatou-se que as organizações que têm prejuízo incorrem em mais gestão de resultados e fazem-no, sobretudo, com o intuito de aumentar os resultados (diminuir prejuízos).

Com base em análises adicionais, chegou-se à conclusão que, em períodos de crise, as organizações gerem menos os resultados, dado haver menos pressão para apresentar um bom desempenho (Francis et al., 2011). Relativamente ao tipo de sistema de governo, observa-se que este não produz efeitos no nível de *accruals* discricionários.

Este estudo tem interesse para a comunidade académica, acerca do efeito da *governance* na gestão de resultados, por incluir variáveis que ainda tinham sido pouco utilizadas neste género de investigação, como a proporção de mulheres nos conselhos de administração e o índice de governabilidade dos países.

5.2. Limitações

Uma das limitações deste estudo é a reduzida dimensão da amostra. Tendo em conta que existem mais de 20 mil empresas cotadas na Europa e esta investigação integra apenas 337, pode afirmar-se que há uma fraca representatividade da realidade europeia. Contudo, tal justifica-se pela falta de dados disponíveis sobre *corporate governance*. Apesar de a divulgação ter vindo a aumentar, são normalmente as grandes empresas que o fazem, pelo que há necessidade de incentivar ainda mais a prestação de informações sobre o governo das sociedades.

Outra limitação prende-se com a medida de gestão de resultados utilizada. Leuz et al. (2003), entre outros, afirmam que a gestão de resultados é difícil de medir, visto que se pode manifestar de várias formas. Apesar disso, optou-se pelo modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995), por ser dos mais utilizados na literatura (García-Meca & Sánchez-Ballesta, 2009).

5.3. Investigação futura

Como investigação futura, poderá analisar-se o impacto de outros mecanismos de *corporate governance* na gestão de resultados das empresas europeias, como a remuneração dos administradores e a estrutura de propriedade, incluindo a percentagem de participação do CEO, dos vários administradores e dos investidores institucionais.

Visto que a maioria dos estudos se debruça sobre a realidade das empresas cotadas, seria também interessante estudar uma amostra de empresas não cotadas.

Por fim, outra sugestão poderá ser a utilização de medidas alternativas de gestão de resultados, como as que são aplicadas no estudo de Leuz et al. (2003).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Adams, R. & Ferreira, D., 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), pp.291–309.
- Alves, S., 2014. Impacto das variáveis macroeconómicas na gestão de resultados. Instituto Superior de Economia e Gestão. Tese de Mestrado.
- Alves, S., 2012. Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 6(1), pp.57–74.
- Arun, T., Almahrog, Y. & Ali-aribi, Z., 2015. Female Directors and Earnings Management: Evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, 39, pp.137–146.
- Beasley, M., 1996. Empirical Analysis the of Board the Relation of Financial Between Composition Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), pp.443–465.
- Bourez, V., 2005. *Women@ Work No. 2: Women on Boards, Moving Beyond Tokenism*, European Professional Women's Network. Disponível em: http://www.pwnglobal.net/assets/docs/wa_w2_women_on_board_moving_beyond_tokenism_veronique_bourez.pdf.
- Braun, B., 2013. Preparedness, crisis management and policy change: The euro area at the critical juncture of 2008–2013. *The British Journal of Politics & International Relations*.
- Buniamin, S. et al., 2012. Board diversity and discretionary accruals of the top 100 Malaysia Corporate Governance (MCG) index company. *African Journal of Business Management*, 6(29), pp.8496–8503.
- Burgstahler, D. & Dichev, I., 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp.99–126.
- Burgstahler, D., Hail, L. & Leuz, C., 2006. The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The Accounting Review*, 81(5), pp.983–1016.
- Carlson, S. & Bathala, C., 1997. Ownership differences and firms' income smoothing behavior. *Journal of Business Finance & Accounting*, 24(2), pp.179–196.
- Chtourou, S., Bédard, J. & Courteau, L., 2001. Corporate Governance and Earnings Management. *Social Science Research Network*, 4(Abril), pp.1–35.
- Cohen, D., Dey, A. & Lys, T., 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre-and post-Sarbanes-Oxley periods. *The accounting review*, 83(3), pp.757–787.

- Comissão Europeia, 2012. *Women in economic decision-making in the EU: Progress report*, Publications Office of the European Union.
- Comissão Europeia, 2011. Livro Verde: O quadro da UE do governo das sociedades.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J. & Kent, P., 2005. Internal governance structures and earnings management. *Accounting and Finance*, 45(2), pp.241–267.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. & Skinner, D., 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17(1), pp.113–143.
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A., 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, 70(2), pp.193–225.
- Desender, K., Castro, C. & Escamilla de León, S., 2011. Earnings management and cultural values. *American Journal of Economics and Sociology*, 70(3), pp.639–670.
- Ebrahim, A., 2007. Earnings management and board activity: an additional evidence. *Review of Accounting and Finance*, 6(1), pp.42–58.
- Francis, B., Hasan, I. & Li, L., 2011. A cross-country study of legal environment and real earnings management. Working Paper, Lally School of Management and Technology, Rensselaer Polytechnic Institute.
- Freeman, R., 2010. *Strategic management: A stakeholder approach*, Cambridge University Press.
- García-Meca, E. & Sánchez-Ballesta, J., 2009. Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance: An International Review*, 17(5), pp.594–610.
- Gavious, I., Segev, E. & Yosef, R., 2012. Female directors and earnings management in high-technology firms. *Pacific Accounting Review*, 24(1), pp.4–32.
- González, J. & García-Meca, E., 2014. Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets? *Journal of Business Ethics*, 121(3), pp.419–440.
- Hausman, J., 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, pp.1251–1271.
- Healy, P., 1985. The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1), pp.85–107.
- Healy, P. & Wahlen, J., 1999. A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), pp.365–383.

- Heidrick & Struggles, 2014. Towards dynamic governance 2014 – European Corporate Governance Report.
- Hooper, V., Sim, A. & Uppal, A. (2009). Governance and Stock Market Performance. *Economic Systems* 33 (2), 93-116.
- Jensen, M., 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Applied Corporate Finance*, 48(3), pp.831–880.
- Jensen, M. & Meckling, W., 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305–360.
- Jones, J., 1991. Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp.193–228.
- Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M., 2010. *The worldwide governance indicators: methodology and analytical issues*. Working Paper, World Bank Policy Research.
- Klein, A., 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), pp.375–400.
- Krishnan, G. & Parsons, L., 2008. Getting to the bottom line: An exploration of gender and earnings quality. *Journal of Business Ethics*, 78(1-2), pp.65–76.
- Lel, U., 2013. Can Institutional Investors Restrain Earnings Management Activities in Weak Investor Protection Countries? The Role of Foreign and Domestic Institutional Investors. Working Paper.
- Leuz, C., Nanda, D. & Wysocki, P., 2003. Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), pp.505–527.
- Levitt, A., 1998. The numbers game, apresentado em setembro de 1998, em NYU Center for Law and Business.
- Lin, J. & Hwang, M., 2010. Audit Quality, Corporate Governance, and Earnings Management: A Meta-Analysis. *International Journal of Auditing*, 14(1), pp.57–77.
- Maher, M. & Andersson, T., 2000. Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. OCDE Working Paper.
- Matos, P., 2009. A relação entre os acionistas e os gestores de sociedades cotadas: alguns problemas e soluções. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*. Disponível em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C33Art4l.pdf>.

- McVay, S., 2006. Earnings management using classification shifting: An examination of core earnings and special items. *The Accounting Review*, 81(3), pp.501–531.
- OCDE, 2004. Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades.
- Osma, B. & Noguera, B., 2007. The effect of the board composition and its monitoring committees on earnings management: Evidence from Spain. *Corporate Governance*, 15(6), pp.1413–1428.
- Park, Y. & Shin, H., 2004. Board composition and earnings management in Canada. *Journal of Corporate Finance*, 10, pp.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(Outubro), pp.1311–1346.
- Peni, E. & Vähämaa, S., 2010. Female executives and earnings management. *Managerial Finance*, 36(7), pp.629–645.
- Radzi, S., Islam, M. & Ibrahim, S., 2011. Earning Quality in Public Listed Companies: A Study on Malaysia Exchange for Securities Dealing and Automated Quotation. *International Journal of Economics and Finance*, 3(2), pp.233–244.
- Relatório Cadbury, 1992. *Cadbury report: The financial aspects of corporate governance*, London, Gee Professional Publishing Ltd.
- Roychowdhury, S., 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), pp.335–370.
- Schipper, K., 1989. Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, pp.91–102.
- Shleifer, A. & Vishny, R., 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), pp.737–783.
- Silva, A. et al., 2006. Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal. Instituto Português de Corporate Governance.
- Srinidhi, B., Gul, F. & Tsui, J., 2011. Female Directors and Earnings Quality. *Contemporary Accounting Research*, 28(5), pp.1610–1644.
- Sun, J., Liu, G. & Lan, G., 2011. Does female directorship on independent audit committees constrain earnings management? *Journal of Business Ethics*, 99(3), pp.369–382.
- Sweeney, A., 1994. Debt-covenant violations and managers' accounting responses. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), pp.281–308.

- Tendeloo, B. & Vanstraelen, A., 2008. Earnings management and audit quality in Europe: Evidence from the private client segment market. *European Accounting Review*, 17(3), pp.447–469.
- Upneja, A. et al., 2008. Impact of earnings manipulation on valuation of publicly traded restaurant firms in the United States. *Journal of Foodservice Business Research*, 11(2), pp.124–137.
- Wooldridge, J., 2009. *Introductory Econometrics: a Modern Approach*, 4.^a ed., South-Western.
- 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, pp.295–316.
- Ye, K., Zhang, R. & Rezaee, Z., 2010. Does top executive gender diversity affect earnings quality? A large sample analysis of Chinese listed firms. *Advances in Accounting*, 26(1), pp.47–54.

ANEXOS

Anexo 1 – Composição da amostra por país

País	Obs.	%
Áustria	6	1,78
Bélgica	7	2,08
Dinamarca	12	3,56
Espanha	18	5,34
Finlândia	20	5,93
França	46	13,65
Grécia	5	1,48
Holanda	13	3,86
Irlanda	5	1,48
Itália	23	6,82
Noruega	6	1,78
Portugal	5	1,48
Reino Unido	133	39,47
Suécia	26	7,72
Suíça	12	3,56
Total	337	100

Anexo 2 – Composição da amostra por setor (ICB)

Setor	Obs.	%
Alimentação e bebidas	17	5,04
Automóveis e componentes	7	2,08
Bens de uso pessoal e doméstico	20	5,93
Bens e serviços industriais	81	24,04
Construções e materiais	27	8,01
Cuidados de saúde	16	4,75
Imobiliário	8	2,37
Media	22	6,53
Petróleo e gás	27	8,01
Produtos químicos	9	2,67
Recursos básicos	16	4,75
Retalho	11	3,26
Tecnologia	20	5,93
Telecomunicações	14	4,15
Utilities	27	8,01
Viagens e lazer	15	4,45
Total	337	100

Anexo 3 – Denominação das variáveis na dissertação e na base de dados

Denominação dada na dissertação	Denominação dada na base de dados	Base de dados
Ativo Corrente	Current Assets Reported	Bloomberg
Ativo Fixo Tangível	Net Fixed Assets	
Ativo Total	Total Assets	
Caixa e equivalentes de caixa	Cash and Near Cash Items	
Contas a Receber	Accounts & Notes Receivable	
Depreciações e amortizações	Depreciation & Amortization	
Dívida de Curto Prazo	Short Term Borrowings	
Receitas	Revenue	
Resultado Líquido	Net Income/Net Profit (Losses)	
Passivo Corrente	Current Liabilities	
Passivo Total	Total Liabilities	
Dualidade do CEO	CEO Duality	
Dimensão do <i>board</i>	Size of the Board. Nota: Os membros substitutos não são contabilizados.	
Percentagem de administradores independentes no <i>board</i>	% Independent Directors	
Percentagem de mulheres no <i>board</i>	% Women on Board	
Controlo de corrupção	Control of Corruption	WGI
Eficácia do governo	Government Effectiveness	
Estabilidade política	Political Stability and Absence of Violence/Terrorism	
Estado de direito	Rule of Law	
Opinião e responsabilidade	Voice and Accountability	
Qualidade da regulação	Regulatory Quality	
PIB <i>per capita</i> em PPC	GDP <i>per capita</i> in Purchasing Power Standards (PPS)	Eurostat

Anexo 4 – Descrição das variáveis

Variável	Definição	Estudos anteriores
<i>Variáveis de Corporate Governance</i>		
ADMIN	Percentagem de administradores independentes no conselho de administração	Chtourou et al. (2001); Ebrahim (2007); González & García-Meca (2014); Klein (2002); Osma & Noguera (2007); Park & Shin (2004); Peasnell et al. (2005); Xie et al. (2003)
CEODUAL (dummy)	Dualidade do CEO; assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do conselho de administração e 0, caso contrário	Chtourou et al. (2001); Ebrahim (2007); González & García-Meca (2014); Xie et al. (2003)
MULHERES	Percentagem de mulheres no conselho de administração	Arun et al. (2015)
NBOARD	Número de administradores no conselho de administração	Chtourou et al. (2001); Ebrahim (2007); González & García-Meca (2014); Xie et al. (2003)
GOV	Índice de governabilidade dos países, que consiste no somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI: Controlo de corrupção; Eficácia do governo; Estabilidade política; Estado de direito; Opinião e responsabilidade; Qualidade da regulação	
<i>Variáveis de controlo</i>		
CRES	Crescimento percentual das vendas, dado pelo quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1	Arun et al. (2015); González & García-Meca (2014); Peni & Vähämaa (2010)
DIM	Dimensão da empresa, dada pelo logaritmo natural do ativo total do ano t	Arun et al. (2015); Davidson et al. (2005); González & García-Meca (2014); Peni & Vähämaa (2010); Klein (2002); Xie et al. (2003)
END	Grau de Endividamento, dado pelo quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t	Arun et al. (2015); Chtourou et al. (2001); Davidson et al. (2005); González & García-Meca (2014); Park & Shin (2004); Peasnell et al. (2005); Peni & Vähämaa (2010)
PREJ (dummy)	Prejuízo; assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário	Arun et al. (2015); Peni & Vähämaa (2010)

Variável	Definição	Estudos anteriores
ROA	Rendibilidade do Ativo, dada pelo quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t	Arun et al. (2015)
PIB	Logaritmo natural do PIB <i>per capita</i> em Paridade de Poder de Compra (PPC)	Alves (2014)
ANO (<i>dummy</i>)	Conjunto de variáveis <i>dummy</i> para cada ano; assume o valor 1 se os dados forem relativos ao respetivo ano e 0, caso contrário	Arun et al. (2015); González & García-Meca (2014); Park & Shin (2004); Peni & Vähämaa (2010)
SETOR (<i>dummy</i>)	Conjunto de variáveis <i>dummy</i> para cada setor; assume o valor 1 se a empresa pertencer ao respetivo setor e 0, caso contrário	Arun et al. (2015); González & García-Meca (2014); Park & Shin (2004); Peni & Vähämaa (2010)
Variáveis dependentes		
AD	<i>Accruals</i> Discricionários Totais, obtidos segundo o modelo de Jones modificado. Podem ser positivos ou negativos.	Chtourou et al. (2001)
AD	<i>Accruals</i> Discricionários Totais em valor absoluto, calculados segundo o modelo de Jones modificado	Davidson et al. (2005); González & García-Meca (2014); Klein (2002); Osma & Noguer (2007)

Anexo 5 – Resultados dos modelos de regressão excluindo DIM e PIB

Variável	(1) Pooled OLS ^a	(2) EF ^a	(3) EA ^{b,c}	(4) Pooled OLS	(5) EA ^c	(6) Pooled OLS	(7) EF	(10) EA ^c
ADMIN	-0,0094 (-1,7521)	-0,0112 (-1,0474)	-0,0096** (-2,4301)	-0,0113 (-1,7607)	-0,0120** (-2,1535)	-0,0103 (-1,6664)	-0,0141 (-1,4503)	-0,0114** (-2,2213)
CEODUAL	-0,0022 (-0,5634)	-0,0054 (-1,0187)	-0,0037 (-1,0200)	-0,0026 (-0,6806)	-0,0039 (-1,0544)	-0,0022 (-0,5390)	-0,0056 (-1,0518)	-0,0037 (-0,9397)
MULHERES	0,0206 (1,2226)	-0,0022 (-0,1791)	0,0130 (0,8818)	0,0053 (0,4038)	-0,0068 (-0,6032)	0,0105 (0,6407)	-0,0225** (-2,8558)	-0,0033 (-0,2447)
NBOARD	-0,0014*** (-4,1730)	-0,0001 (-0,0797)	-0,0012*** (-3,6724)	-0,0014*** (-3,3981)	-0,0011*** (-3,0869)	-0,0013*** (-4,1579)	-0,0000 (-0,0549)	-0,0010*** (-3,5381)
GOV	-0,0006 (-1,2192)	0,0014 (0,4545)	-0,0003 (-0,4971)	0,0002 (0,4247)	0,0008 (1,3603)	-0,0003 (-0,4903)	0,0051 (1,5560)	0,0004 (0,5852)
CRES	0,0098** (2,2160)	0,0100*** (3,3356)	0,0099*** (2,7971)	0,0100** (2,4405)	0,0100*** (2,9410)	0,0100** (2,2587)	0,0098*** (3,6221)	0,0100*** (2,8533)
END	-0,0024 (-0,7508)	0,0183 (1,6156)	0,0002 (0,0470)	-0,0009 (-0,1167)	0,0021 (0,2649)	-0,0017 (-0,4724)	0,0206* (1,7892)	0,0014 (0,3384)
PREJ	0,0253*** (6,8197)	0,0189*** (3,9167)	0,0224*** (5,6213)	0,0236*** (6,3544)	0,0215*** (5,2879)	0,0251*** (6,3977)	0,0189*** (3,8837)	0,0222*** (5,3152)
ROA	0,0271 (0,9502)	-0,0032 (-0,1334)	0,0134 (0,4872)	0,0238 (0,9904)	0,0136 (0,5700)	0,0291 (1,0559)	0,0006 (0,0261)	0,0165 (0,6369)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não
<i>Dummies</i> Setor	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não
Constante	0,0744*** (9,8226)	0,0370 (1,2602)	0,0541*** (11,0563)	0,0578*** (6,3151)	0,0516*** (4,8874)	0,0604*** (10,2779)	-0,0014 (-0,0492)	0,0539*** (8,5205)
R ²	0,0529	0,0429	0,0399	0,0689	0,0258	0,0404	0,0300	0,025
Teste F	569,5566	28,1496		54,1519		20,0017	42,0751	
Valor-p	0,0000	0,0000		0,0000		0,0000	0,0000	
Teste Hausman (valor-p)		0,6321					0,0147	

Notas: **, * e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis. Não se apresentou a coluna dos EF que incluía as *dummies* do setor, visto que a totalidade dos coeficientes dos setores foram omitidos pelo Stata.

^a Os coeficientes dos anos 2006 e 2007 foram omitidos.

^b Os coeficientes dos anos 2006 e 2013 foram omitidos.

^c Não foi possível calcular a estatística do teste F, devido ao número reduzido de observações por país.

Variáveis: ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t.

Anexo 6 – Resultados dos modelos de regressão – AD Positivos

Variável	(1) Pooled			(4) Pooled		(6) Pooled		
	OLS ^a	(2) EF ^b	(3) EA ^{a,c}	OLS	(5) EA ^c	OLS	(7) EF	(8) EA ^c
ADMIN	-0,0028 (-0,7812)	-0,0151 (-1,5028)	-0,0065** (-2,0515)	-0,0005 (-0,0953)	-0,0042 (-0,9799)	-0,0042 (-1,3131)	-0,0123 (-1,3246)	-0,0079** (-2,3790)
CEODUAL	0,0006 (0,0987)	-0,0043 (-0,6167)	-0,0015 (-0,2929)	-0,0010 (-0,1861)	-0,0020 (-0,4323)	0,0007 (0,1189)	-0,0073 (-0,9336)	-0,0009 (-0,1669)
MULHERES	0,0045 (0,4127)	-0,0108 (-0,5077)	-0,0015 (-0,1585)	-0,0064 (-0,7337)	-0,0153** (-2,0247)	-0,0013 (-0,1319)	-0,0280 (-1,4920)	-0,0112 (-1,2173)
NBOARD	-0,0006 (-1,2254)	-0,0043* (-1,9254)	-0,0015** (-2,5465)	-0,0005 (-1,0707)	-0,0013** (-2,2335)	-0,0006 (-1,0999)	-0,0043* (-2,1384)	-0,0013** (-2,3399)
GOV	-0,0005 (-0,9623)	-0,0046 (-1,0658)	-0,0009 (-1,3620)	-0,0003 (-0,4136)	-0,0008 (-0,8550)	-0,0007 (-1,2383)	-0,0018 (-0,3233)	-0,0012 (-1,5664)
CRES	0,0242*** (6,2351)	0,0062 (0,6439)	0,0186*** (3,5810)	0,0223*** (5,2623)	0,0168*** (3,4111)	0,0228*** (7,2558)	0,0059 (0,6894)	0,0169*** (4,0888)
DIM	-0,0006 (-0,6157)	0,0256** (2,4494)	0,0012 (0,9221)	-0,0013 (-1,2199)	0,0000 (0,0169)	-0,0005 (-0,5056)	0,0136 (0,9534)	0,0010 (0,7582)
END	-0,0056 (-0,9301)	0,0193 (0,5756)	-0,0028 (-0,3747)	0,0010 (0,1580)	0,0043 (0,4980)	-0,0041 (-0,7136)	0,0296 (0,9822)	0,0005 (0,0714)
PREJ	0,0185** (2,2343)	0,0034 (0,3349)	0,0165* (1,7933)	0,0165* (1,9697)	0,0156* (1,7311)	0,0189** (2,3117)	0,0040 (0,4164)	0,0172* (1,8928)
ROA	0,0855*** (4,2258)	0,0509 (1,4132)	0,0852*** (3,9453)	0,0837*** (5,0783)	0,0838*** (4,5254)	0,0869*** (4,3230)	0,0531 (1,4933)	0,0871*** (4,0545)
PIB	0,0026 (0,1832)	0,0598 (1,0677)	0,0093 (0,6571)	0,0084 (0,5725)	0,0267 (1,3632)	0,0123 (0,9336)	0,1594* (2,0362)	0,0285 (1,5058)
<i>Dummies</i> Ano	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não
<i>Dummies</i> Setor	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não
Constante	0,0385 (0,6487)	-0,3705 (-1,3149)	0,0067 (0,1074)	0,0141 (0,1971)	-0,0704 (-0,7422)	-0,0072 (-0,1208)	-0,7791* (-1,7894)	-0,0821 (-0,9187)
Obs.	991	991	991	991	991	991	991	991
R ²	0,0651	0,0668	0,0435	0,0800	0,0159	0,0472	0,0397	0,0146
Teste F	87,8455	28,3860		13,0990		26,7530	16,2249	
Valor-p	0,0000	0,0000		0,0000		0,0000	0,0000	
Teste Hausman (valor-p)			0,0454				0,0037	

Notas: *,** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis. Não se apresentou a coluna dos EF que incluía as *dummies* do setor, visto que a totalidade dos coeficientes dos setores foram omitidos pelo Stata.

^a Os coeficientes dos anos 2006 e 2013 foram omitidos.

^b Os coeficientes dos anos 2006 e 2009 foram omitidos.

^c Não foi possível calcular a estatística do teste F, devido ao número reduzido de observações por país.

Variáveis: ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; DIM logaritmo natural do ativo total do ano t; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t; PIB Logaritmo natural do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra.

Anexo 7 – Resultados dos modelos de regressão – AD Negativos

Variável	(1) Pooled OLS ^a	(2) EF ^b	(3) EA ^{c,d}	(4) Pooled OLS	(5) EA ^d	(6) Pooled OLS	(7) EF	(8) EA ^d
ADMIN	0,0033 (0,3646)	-0,0019 (-0,2351)	0,0022 (0,2984)	0,0056 (0,5630)	0,0044 (0,4672)	0,0047 (0,4598)	0,0022 (0,2540)	0,0044 (0,4816)
CEODUAL	0,0016 (0,8082)	0,0016 (0,5338)	0,0026 (1,2889)	0,0030 (1,3896)	0,0035 (1,5440)	0,0016 (0,6940)	0,0030 (0,9874)	0,0027 (1,0794)
MULHERES	-0,0318 (-1,6809)	-0,0183 (-1,1995)	-0,0302* (-1,6757)	-0,0144 (-0,9823)	-0,0091 (-0,6729)	-0,0213 (-1,1560)	0,0143 (0,9801)	-0,0146 (-0,8775)
NBOARD	0,0001 (0,2262)	-0,0020 (-1,2727)	-0,0004 (-0,7102)	-0,0001 (-0,1035)	-0,0005 (-0,8865)	0,0000 (0,0479)	-0,0022 (-1,3293)	-0,0005 (-0,9582)
GOV	0,0028* (1,7730)	0,0023 (0,3793)	0,0025* (1,7159)	0,0018 (1,6334)	0,0016 (1,4908)	0,0027 (1,6651)	0,0019 (0,4502)	0,0024 (1,6069)
CRES	-0,0090** (-2,2405)	-0,0113*** (-3,1290)	-0,0102*** (-2,6434)	-0,0097** (-2,3615)	-0,0105*** (-2,6434)	-0,0097** (-2,2016)	-0,0117*** (-3,0910)	-0,0105** (-2,5556)
DIM	0,0055*** (5,6188)	-0,0135 (-1,4988)	0,0052*** (6,1075)	0,0055*** (4,4470)	0,0057*** (4,5352)	0,0055*** (5,9316)	-0,0044 (-0,4281)	0,0054*** (6,6897)
END	-0,0035 (-0,4774)	-0,0346 (-1,2506)	-0,0063 (-1,0121)	-0,0027 (-0,2174)	-0,0065 (-0,5836)	-0,0044 (-0,5411)	-0,0367 (-1,3683)	-0,0077 (-1,0373)
PREJ	-0,0228*** (-4,4934)	-0,0207*** (-4,1637)	-0,0214*** (-4,3765)	-0,0217*** (-4,3686)	-0,0204*** (-4,1007)	-0,0226*** (-4,2912)	-0,0194*** (-3,9116)	-0,0209*** (-4,1263)
ROA	0,0305 (1,1046)	0,0373** (2,4360)	0,0377* (1,7240)	0,0378 (1,5181)	0,0403** (1,9811)	0,0269 (1,0065)	0,0311 (1,6383)	0,0337 (1,5886)
PIB	-0,0526 (-1,5530)	0,0119 (0,2061)	-0,0513 (-1,5100)	-0,0529* (-2,0686)	-0,0569** (-2,0048)	-0,0589 (-1,6722)	-0,0601 (-0,7470)	-0,0630* (-1,7183)
<i>Dummies Ano</i>	Sim	Sim	Sim	Não	Não	Não	Não	Não
<i>Dummies Setor</i>	Não	Não	Não	Sim	Sim	Não	Não	Não
Constante	0,1395 (0,9884)	0,0282 (0,0984)	0,1517 (1,0389)	0,1485 (1,3361)	0,1763 (1,4137)	0,1686 (1,1295)	0,3046 (0,7000)	0,1978 (1,2570)
Obs.	1.368	1.368	1.368	1.368	1.368	1.368	1.368	1.368
R ²	0,1054	0,0780	0,0612	0,1429	0,0518	0,0963	0,0615	0,0513
Teste F	201,6077	103,9504		33,1917		60,4068	60,8695	
Valor-p	0,0000	0,0000		0,0000		0,0000	0,0000	
Teste Hausman (valor-p)			0,0274					0,1047

Notas: *, ** e *** indicam a significância estatística ao nível de 10%, 5% e 1%, respetivamente. A estatística do teste t encontra-se em parêntesis. Não se apresentou a coluna dos EF que incluía as *dummies* do setor, visto que a totalidade dos coeficientes dos setores foram omitidos pelo Stata.

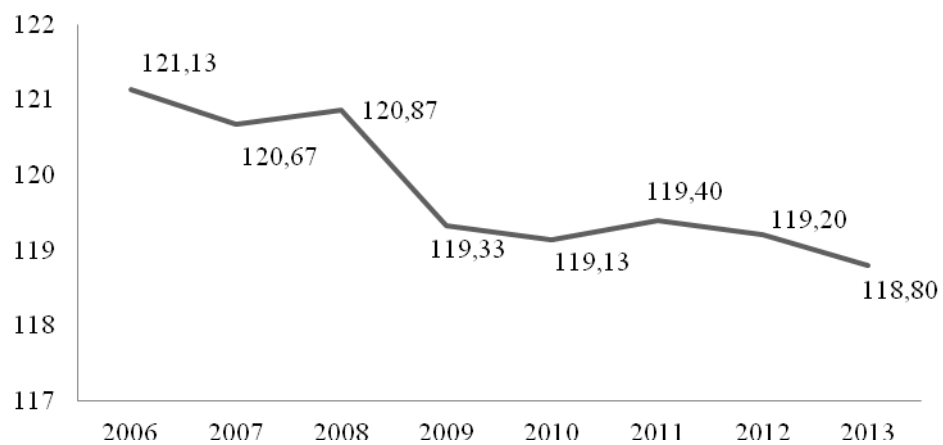
^a Os coeficientes dos anos 2006 e 2011 foram omitidos.

^b Os coeficientes dos anos 2006 e 2007 foram omitidos.

^c Os coeficientes dos anos 2006 e 2013 foram omitidos.

^d Não foi possível calcular a estatística do teste F, devido ao número reduzido de observações por país.

Variáveis: ADMIN Percentagem de administradores independentes no *board*; CEODUAL *Dummy*, assume o valor 1 se o CEO é também o Presidente do *board* e 0, caso contrário; MULHERES Percentagem de mulheres no *board*; NBOARD Número de administradores no *board*; GOV Somatório da pontuação dos 6 indicadores de governo do estudo WGI; CRES Quociente entre a variação anual das vendas e as vendas do ano t-1; DIM logaritmo natural do ativo total do ano t; END Quociente entre o passivo total do ano t e o ativo total do ano t; PREJ *Dummy*, assume o valor 1 se o resultado líquido é negativo e 0, caso contrário; ROA quociente entre o resultado líquido do ano t e o ativo total do ano t; PIB Logaritmo natural do PIB *per capita* em Paridade de Poder de Compra

Anexo 8 – Evolução da média do PIB *per capita* em PPC nos países europeus da amostra

Fonte: Dados do Eurostat, elaboração própria