

---

**MESTRADO em CONTABILIDADE E FISCALIDADE EMPRESARIAL**

**GOVERNO DAS SOCIEDADES – TRANSPARÊNCIA OU  
MARKETING?**

**ISILDA MARIA VIEIRA FARIA**

**COIMBRA**

**2015**

Título: **Governo das Sociedades – Transparência ou Marketing?**

Autor: Isilda Maria Vieira Faria

Orientador Académico: Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis

Coimbra, outubro de 2015

## Agradecimentos

Em breve atingirei mais um objetivo na minha vida, a conclusão do Mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial.

Para chegar a esta meta muito difícil tem sido o caminho percorrido, mas superando cada obstáculo estou quase a chegar ao meu destino.

O meu agradecimento a todos os que de alguma forma me auxiliaram ao longo deste período.

Quero por isso agradecer em primeiro lugar à Doutora Cristina Góis que aceitou ser minha orientadora e que me apoiou ao longo de todo o mestrado, pela sua disponibilidade, conhecimentos, opiniões, amizade, pelo tempo que despendeu a rever a dissertação e pela oportunidade que me deu de utilizar a sua tese de doutoramento como base para este trabalho. Sem palavras...

Quero agradecer também a todos os outros professores do mestrado pelos muitos conhecimentos que me proporcionaram.

Agradeço aos colegas do mestrado pelos momentos que passámos juntos. E em especial à Margarida, ao sr. Júlio e Mariana pelas longas noites de trabalho de grupo e um sem fim de dificuldades que sem vocês não tinha conseguido ultrapassar.

Uma palavra de enorme gratidão ao Dr. Avelino Subtil. Muito obrigada pela sua compreensão e oportunidade que me deu para obter o mestrado. Peço-lhe desculpa pelos momentos em que fui mais rude ou em que me senti tão cansada que não consegui cumprir melhor os meus deveres profissionais.

À minha mãe e ao meu irmão, porque sem vocês nada disto teria sido possível, nem tenho palavras para vos agradecer o quanto fizeram por mim. Obrigada mãe pelas tuas palavras de incentivo e a ambos pelos sacrifícios que passaram para eu poder concluir mais esta etapa na minha vida.

Agradeço também a ti pai, que apesar de não estares entre nós, estás sempre no meu coração e tens ajudado o meu anjinho da guarda a cuidar de mim.

A todos os amigos o meu pedido de desculpa pelas minhas contínuas ausências.

### Resumo

Este trabalho tem por objetivo ser mais um contributo para o estudo da temática de governo das sociedades relativamente às empresas cotadas portuguesas.

Pretendia-se responder às questões: A maior qualidade da informação financeira está associada a maiores níveis de bom governo? A crescente importância e implementação das regras de bom governo, ocorridas na última década, estão associadas a um maior nível de qualidade da informação financeira?

Com vista a alcançar o nosso objetivo definimos uma amostra representativa das sociedades cotadas na *Euronext Lisbon*, com base na qual procedemos à análise da relação entre as características do governo dessas sociedades e a qualidade da informação financeira por elas evidenciada para o período 2009-2013.

Nenhuma das hipóteses definidas inicialmente se verificou verdadeira. Face aos resultados obtidos, concluímos que para as empresas portuguesas com valores cotados nos anos mais recentes as características do governo das sociedades continuam sem ter uma relação positiva com a qualidade da informação financeira.

Quando foi realizado um estudo comparativo utilizando um horizonte de 20 anos, os resultados mostram que malgrado um aumento da qualidade contabilística estar associada às maiores empresas, que não se verificava anteriormente, continuou a não se encontrar relações estatísticas que comprovem que o cumprimento das melhores práticas de governação internacionais se traduz numa melhoria da informação financeira apresentada por essas empresas.

Assim sendo, podemos afirmar que apesar dos regulamentos terem evoluído para a existência de um bom governo das sociedades, continua a haver falta de transparência nas informações apresentadas pelo que se pode concluir que o relatório de governo das sociedades é um instrumento de marketing para iludir a perceção dos utentes dessa informação.

**Palavras-chave:** Governo das Sociedades, manipulação dos resultados, acréscimos discricionários

## Abstract

This work aims to be a contribution to the government subject of study of societies in respect of Portuguese listed companies.

It is intended to answer the questions: The highest quality financial information is associated with higher levels of good governance? The growing importance and implementation of the rules of good governance that occurred in the last decade, are associated with a higher level of quality of financial reporting?

In order to achieve our goal we define a representative sample of companies listed on Euronext Lisbon, based on which we analyzed the relationship between government characteristics of these societies and the quality of financial information for them shown for the period 2009 2013.

None of the hypotheses initially set if found true. Given the results we conclude that for Portuguese companies with securities listed in more recent years the corporate governance features still do not have a positive relationship with the quality of financial information.

When we conducted a comparative study using a 20-year horizon, the results show that despite an increase in accounting quality be linked to larger companies, that was not the case previously, still did not meet statistical relationships that prove the compliance with best practices international governance translates into improved financial information presented by these companies.

Therefore, we can say that despite the regulations have evolved to the existence of good corporate governance, there remains a lack of transparency in the information submitted by it can be concluded that the corporate governance report is a marketing tool to evade perception of the users of this information.

**Keywords:** Corporate Governance, manipulation of results, accruals.

## Índice

Agradecimentos .....	iii
Resumo .....	iv
Abstract .....	v
Índice de Quadros .....	vii
Lista de Siglas.....	vii
1. Introdução .....	1
2. Revisão da Literatura .....	3
2.1 Breve historial sobre Governo das Sociedades e a sua evolução em Portugal .....	3
2.2 A Manipulação dos resultados contabilísticos .....	6
2.3 Os sistemas de Governo das Sociedades .....	10
2.4 A influência das características do Governo das Sociedades .....	11
3. Amostra, Métodos e Hipóteses de investigação .....	14
4. Os Resultados .....	23
4.1. Estatística Descritiva .....	23
4.2. Análise Univariada .....	25
4.3. Análise Multivariada.....	27
4.3.1. Modelo 1 .....	27
4.3.2. Modelo 2 .....	29
4.3.3. Modelo 3 .....	32
4.3.4 Evolução da qualidade do governo societário ao longo dos últimos 20 anos – estudo comparativo .....	33
4.3.5 Discussão dos resultados.....	39
5. Conclusões .....	41
6. Referências Bibliográficas.....	43

## Índice de Quadros

Quadro 1- Estatísticas Descritivas das variáveis exploratórias .....	23
Quadro 2 - Comparativo entre as Estatísticas Descritivas dos períodos 1996/2001 e 2009/2013 .....	24
Quadro 3 - Correlações de Pearson.....	25
Quadro 4 - Correlações de Spearman .....	26
Quadro 5 - Modelo 1.....	28
Quadro 6 - Modelo 2.....	29
Quadro 7 - Modelo 3.....	32
Quadro 8 - Modelo 1 (Comparativo).....	34
Quadro 9 - Modelo 2 (Comparativo).....	36
Quadro 10 - Modelo 3 (Comparativo).....	38

## Lista de Siglas

CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliário
IPCP	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico
PSI	<i>Portuguese Stock Exchange</i>
ROC	Revisor Oficial de Contas
SNC	Sistema de Normalização Contabilística

## 1. Introdução

A presente dissertação insere-se no mestrado em contabilidade e fiscalidade empresarial e tem como objetivo contribuir para o estudo na temática do governo das sociedades relativamente às empresas cotadas portuguesas.

Nos últimos anos, e após a falência inesperada de grandes empresas, veio-se constatar a fragilidade do sistema financeiro e a debilidade do controlo exercido sobre a governação das sociedades. Vários países adaptaram as suas normas preocupando-se cada vez mais com a qualidade e transparência da informação financeira apresentada pelas sociedades, nomeadamente as sociedades com valores cotados no mercado de valores.

Em 1999 é publicado em Portugal, pela CMVM, o primeiro documento dentro desta temática: as “Recomendações sobre o governo das sociedades”. Mas este não impõe modelos rígidos e uniformes. Passados dois anos é publicado um novo Regulamento, segundo o qual as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado passam a estar obrigadas à divulgação anual de informação sobre os diversos aspetos ligados ao governo societário com a filosofia de *comply or explain*. A partir daí, a CMVM tem publicado sucessivas alterações ao Regulamento inicial por forma a reforçar a transparência da informação financeira.

A subjetividade na preparação da informação financeira implica muitas vezes o uso dos critérios e estimativas mais favoráveis à empresa, ou à gestão, distorcendo a realidade. Uma vez que a informação financeira relatada demonstra o desempenho dos gestores torna-se suscetível a uma fácil manipulação, originando os chamados acréscimos discricionários.

O objetivo principal desta investigação é o de testar se, com o aumento dos requisitos relativos ao governo das sociedades, passou a existir maior qualidade e transparência na informação financeira prestada quando comparado o período mais recente com o dos finais da década de 90.

Para avaliar o tipo de governo societário vigente em Portugal iremos utilizar as características do governo das sociedades, tais como: o tamanho, a composição e nível de independência do conselho de administração, se houve ou não mudança de CEO (*Chief Executive Officer*), a existência de uma auditora Big4 e se os cargos de CEO e Chairman são ocupados pela mesma pessoa. Para além da avaliação das características de bom governo pretende-se verificar se existe ou não uma relação mais forte e positiva entre aquelas características e a qualidade da informação financeira, quando comparado o período mais recente com o dos finais da década de 90. Pretende-se com este trabalho comparar a qualidade e transparência da informação financeira, prestada pelas empresas cotadas na Bolsa de Lisboa (*Euronext Lisbon*), nos anos finais da década de 90 com os mais recentes (2009-2013), para o que se vai ter por base o estudo empírico efetuado por Góis (2008).



O trabalho apresenta a seguinte estrutura: no segundo capítulo apresentamos uma revisão da literatura sobre a origem do governo das sociedades, a sua evolução em Portugal, a manipulação dos resultados, os sistemas de governo das sociedades e a influência das características do governo das sociedades; no terceiro capítulo divulgamos a amostra, os métodos de investigação utilizados e as hipóteses de investigação; no quarto capítulo expomos os resultados e efetuamos a sua análise, desde uma análise estatística descritiva, a matriz das correlações entre as variáveis e a análise multivariada, efetuamos ainda um estudo comparativo acerca da evolução da qualidade do governo societário ao longo dos últimos 20 anos e concluímos o capítulo com a discussão dos resultados; no último capítulo apresentamos as conclusões, as principais limitações no estudo e sugestões para trabalhos futuros.

## 2. Revisão da Literatura

### 2.1 Breve historial sobre Governo das Sociedades e a sua evolução em Portugal

A génese do governo das sociedades é atribuída a um trabalho denominado *The Modern Corporation and Private Property*, datado de 1932 e efetuado por Adolph Berle e Gardiner Means, fruto do rescaldo da grande crise de 1929. Esta obra constituiu uma referência para a legislação norte-americana que foi entretanto aprovada nomeadamente o *Securities Act* de 1933 e o *Securities Exchange Act* de 1934 (Santos (2000)).

A envolvente temática relacionada com o Governo das Sociedades começou a merecer a atenção da SEC (*Securities and Exchange Commission*) a partir dos anos setenta, tendo-se iniciado nesse momento, sob a orientação do *American Law Institute*, a elaboração dos *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendation* (Santos (2000)).

Já nos anos 90 são publicados códigos de boas práticas de governação. Mais recentemente, no início deste século, vários e graves escândalos financeiros e colapsos empresariais suscitaram a publicação do *Sarbanes-Oxley Act of 2002* dos EUA, considerada a maior reforma do direito societário norte-americano desde os anos 30 (Abreu (2010)). Esta Lei teve por objetivo restaurar a confiança dos investidores nas sociedades comerciais de capital aberto (Sousa (2013)).

Numa entrevista a Michael Oxley, um dos pais da lei *Sarbanes-Oxley*, este comenta “ A lei foi pensada e redigida para melhorar as práticas de contabilidade, auditoria e governo corporativo em empresas de capital aberto”. Em suma, esta lei visa a criação de mecanismos de auditoria fiáveis nas empresas, evitar a ocorrência de fraudes ou assegurar forma de as identificar quando surgem, garantindo a transparência na gestão (Magalhães (2015)).

A lei *Sarbanes-Oxley* veio tornar obrigatória a existência de uma comissão de auditoria dentro do conselho de administração de todas as empresas abertas americanas e gerou também profundas alterações a nível da auditoria externa nomeadamente impondo a rotação do auditor responsável a cada cinco anos e obrigando os auditores externos a comunicar à comissão de auditoria todos os aspetos críticos respeitantes às políticas e práticas contabilísticas.

Este movimento começou na Europa na década de 90, mais concretamente no Reino Unido onde, em 1992, é publicado o Relatório de *Cadbury*.

Mas iguais preocupações surgiram noutros países da União Europeia. Este tema é abordado pela primeira vez em França em 1995 com a publicação do *Viénot Report*. Na Holanda, a Bolsa de Valores de Amsterdão emite em 1997 o *Peters Report*. Em 1998 é publicado na Bélgica o denominado código unificador, em Espanha a Comissão de Olivença publica o Código de Olivença e na Alemanha, enquadrada dentro deste tema, é publicada a Lei do controlo e transparência no âmbito empresarial. Em

Itália em 1999 é aprovado o *Comitato per la Corporate Governance delle società quotate* e no mesmo ano na Grécia é aprovado um texto também dentro desta natureza (Câmara (2002) e Góis (2013)).

Em consequência de acontecimentos internacionais e tendo por base a ideia central de uma economia mais transparente a Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (OCDE) emite em 1999 os “Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”, os quais, embora não vinculativos, foram a base de iniciativas no domínio do governo das sociedades em muitos dos países pertencentes à OCDE (Silva (2011)).

No preâmbulo dos Princípios da OCDE (2004) sobre o governo das sociedades é referido: “ o governo das sociedades é uma componente fulcral na melhoria da eficiência e do crescimento económicos, bem como no reforço da confiança do investidor. Envolve um conjunto de relações entre a gestão da empresa, o seu órgão de administração, os seus acionistas e outros sujeitos com interesses relevantes. O governo das sociedades estabelece também a estrutura através da qual são fixados os objetivos da empresa e são determinados e controlados os meios para alcançar esses objetivos. Um bom governo das sociedades deve proporcionar incentivos adequados para que o órgão de administração e os gestores prossigam objetivos que sejam do interesse da empresa e dos seus acionistas, devendo facilitar uma fiscalização eficaz. A presença de um sistema eficaz de governo das sociedades, tanto em cada empresa como na economia considerada como um todo, contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado.”

Em Portugal, a iniciativa de elaboração de um código de governo das sociedades pertenceu à CMVM com a aprovação em 1999 das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas. Caracterizava-se por recomendar que as sociedades cotadas prestassem informação acerca do respetivo cumprimento não impondo modelos rígidos e uniformes.

O governo das sociedades é definido como “o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado” (CMVM (2005)).

Com o código recomendatório de 1999, passou a ser instituída pela CMVM, a prática da divulgação pública, no seu *site*, de uma lista discriminando as sociedades cumpridoras e as não cumpridoras o que conduziu a uma pressão social para o aumento do cumprimento das recomendações (Câmara (2002)).

Este código sofreu uma importante evolução em 2001, na medida em que o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 tornou obrigatória a divulgação pública e anual do grau de cumprimento das Recomendações e forneceu um modelo de relatório anual sobre o governo da sociedade para ser preenchido em anexo ao relatório de gestão, ou em capítulo separado deste (Câmara (2002)), numa filosofia de *comply or explain*. A partir daí, a CMVM tem publicado sucessivas alterações ao Regulamento inicial por forma a reforçar a transparência da informação financeira.

Em 2003, a CMVM prestou atenção nomeadamente à informação sobre os honorários pagos aos auditores e ao aperfeiçoamento e adaptação ao normativo português de alguns conceitos em sede de regulação do governo das sociedades, como o de administrador independente (Góis (2007)).

No Regulamento da CMVM n.º 10/2005, são reforçados o sistema de fiscalização dentro da empresa e a transparência de algumas práticas societárias passando a ser exigida informação no relatório anual sobre o governo das sociedades relativamente a: remuneração dos administradores; política de comunicação de irregularidades; e qualificações dos administradores (Góis (2007)).

Em 2006, o Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março introduziu amplas modificações no Código das Sociedades Comerciais e o governo das sociedades é pela primeira vez assumido como objeto principal de uma reforma legislativa (Câmara *et al.* (2008)).

O supracitado decreto-lei veio atualizar a legislação societária nacional, em vigor desde 1986, que carecia de uma revisão aprofundada. Até então, como é referido no próprio decreto-lei, o tema do governo das sociedades estava restrito às sociedades com ações admitidas à negociação em mercados regulamentados. A partir daí foi alargado ao restante universo societário nacional, sem deixar de atender às suas especificidades e condicionantes. Esta revisão do Código das Sociedades Comerciais teve como principal objetivo o afinamento das práticas de governo das sociedades por forma a impulsionar a competitividade das empresas nacionais, em prol de uma maior transparência e eficiência das sociedades anónimas portuguesas.

No Relatório sobre o grau de acolhimento de Recomendações sobre o Governo das Sociedades em 2012 (Católica Lisbon (2013)), é referido existir uma melhoria em comparação ao ano anterior. De salientar que entre as recomendações com menor grau de acolhimento encontram-se algumas relativas às remunerações e aos temas de incompatibilidade e independência dos órgãos de administração e fiscalização. Para além disso, os resultados permitem concluir que empresas, simultaneamente de maior dimensão e com mais liquidez gerada em bolsa (em concreto, as que integram o índice PSI 20), apresentam um maior grau de acolhimento das recomendações de governo societário.

Em janeiro de 2013 foi pela primeira vez aprovado um código de governo societário de iniciativa privada: o Código de *Corporate Governance* do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCP). E, em julho do mesmo ano, são também publicados o Regulamento da CMVM n.º 4/2013 e uma nova versão do código de governo das sociedades da CMVM.

No preâmbulo do Código de Governo das Sociedades do IPCG é referido tratar-se de um código de adesão voluntária assentando também este na regra de *comply or explain*. Na elaboração deste código houve a preocupação de o tornar adaptável às realidades muito heterogéneas das empresas suas destinatárias. Para tal, é permitida a variação do conteúdo de algumas recomendações em função da dimensão da sociedade e dada a possibilidade de, através de regulamento interno, a sociedade poder ajustar determinados aspetos relevantes para o governo societário.

A novidade da nova orientação portuguesa encontra-se referida no artigo 2.º do Regulamento da CMVM n.º 4/2013, segundo o qual os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal podem, em alternativa ao da CMVM, passar a adotar outro código de governo societário emitido por entidade vocacionada para o efeito, nomeadamente o do IPCG, devendo essa escolha ser devidamente justificada no relatório de governo societário.

### 2.2 A Manipulação dos resultados contabilísticos

Segundo Cohen *et al.* (2004), uma das funções mais importantes do governo das sociedades é a de assegurar a qualidade do processo de relato financeiro. No entanto e apesar dos esforços realizados pelos organismos de normalização contabilística, nacionais e internacionais, na elaboração de um conjunto de normas que permitam levar a cabo uma contabilidade que proporcione uma imagem verdadeira e apropriada da posição financeira e dos resultados da empresa, a contabilidade não é exata e permite um certo grau de discricionariedade aos gestores (Mendes e Rodrigues (2007)). Neste sentido, o relato financeiro é cada vez mais considerado um instrumento de marketing que tenta manipular as perceções dos *stakeholders* sobre a empresa (Rodrigues (2013)).

Como refere Rodrigues (2009), para além de outras limitações, a contabilidade pode ser afetada pela denominada “contabilidade criativa”.

A manipulação dos resultados engloba práticas dentro dos princípios contabilísticos geralmente aceites e outras fora destes (Viana (2009)), devendo ser condenada quando levar a perceções falsas pois está, nesse caso, já relacionada com uma situação de fraude. Este autor refere que a manipulação de resultados pode ter consequências económicas nefastas como uma ineficiente afetação de recursos uma vez que, ao manipular o desempenho económico das empresas, pode levar a que se financiem empresas com problemas de sustentabilidade no longo prazo.

Healy e Wahlen (1998) referem que a manipulação de resultados ocorre quando os gerentes alteram os relatórios financeiros com a intenção de enganar algumas partes interessadas sobre a situação económica e desempenho da empresa, ou mesmo para influenciar determinados contratos que dependem da informação financeira prestada.

Segundo Bushman e Smith (2003), a qualidade da informação financeira pode influenciar o custo do capital. A ausência de confiança na informação financeira relatada impede o fluxo de capital humano e financeiro em direção aos setores económicos certos. Pelo que se existir um menor risco melhora o desempenho económico. Um dos canais para que esta melhoria aconteça é através de um bom governo das sociedades. No entanto, como menciona Moreira (2015), a opção por um relato financeiro mais conservador ou mais agressivo não significa, necessariamente, uma ilegalidade, salvaguardado o facto das escolhas efetuadas serem convenientemente divulgadas no relatório da entidade, permitindo ao utilizador da informação efetuar juízos sustentados sobre a respetiva situação económica e financeira.

Existem diversos fatores que podem favorecer a ocorrência de práticas de manipulação contábilística. De acordo com Mendes e Rodrigues (2007) aqueles podem estar relacionados com o próprio normativo contábilístico ou com o ambiente empresarial.

Em termos de normativo contábilístico, como referem Mendes e Rodrigues (2007), temos as características qualitativas das demonstrações financeiras: relevância que pressupõe a materialidade da informação financeira; e a fiabilidade, obtida, entre outros, através da prudência e o objetivo final para a apresentação da informação financeira, a imagem verdadeira e apropriada. Tudo isto depende da percepção dos responsáveis pela elaboração das demonstrações financeiras. Também a necessidade de se realizarem certas estimativas por parte da empresa (por exemplo o reconhecimento de provisões, a determinação da vida útil ou do valor residual no caso da depreciação dos ativos) e a existência de vazios normativos, podem eventualmente ser aproveitados pelos gestores com finalidades oportunistas.

Como está patente no parágrafo 45 da Estrutura Conceptual do SNC, por vezes torna-se necessário um balanceamento entre as diversas características qualitativas e ponderar sobre qual se deverá sobrepor à outra, a fim de ir ao encontro dos objetivos inerentes à elaboração das demonstrações financeiras. Mas a importância relativa atribuída a uma ou outra característica é uma questão de juízo de valor profissional e deveria ter em conta que o alvo é assegurar a qualidade da informação financeira.

Outro exemplo de opções existentes nas normas que originam a discricionariedade pode verificar-se no reconhecimento do rédito das prestações de serviços ou de contratos de construção e na capitalização, ou não, de gastos com a conservação e reparação de ativos e dos juros de empréstimos obtidos na aquisição, construção ou produção de ativos (Nunes (2014)).

No que respeita aos fatores de manipulação dos resultados relacionados com o ambiente empresarial, Mendes e Rodrigues (2007) dividem-nos entre os da teoria político-contratual da contabilidade e os da estrutura de propriedade da empresa.

Dentro dos fatores da teoria político-contratual apresentam:

- A visibilidade política e os subsequentes custos políticos, pois as grandes empresas são, em geral, objeto de maior tributação e uma vez que atraem maior escrutínio do governo e público em geral, tendo muitas vezes que responder a reivindicações dos sindicatos, têm um maior incentivo para alisar o seu resultado;
- Os contratos de remuneração dos gestores, uma vez que são utilizados como forma de incitar os gestores a agir em conformidade com os interesses dos detentores do capital, na medida em que dispendo estes normalmente de informação privilegiada podem manipular a informação publicada com finalidades puramente pessoais; e
- Os contratos de endividamento, na medida em que, como existe uma relação de agência entre os acionistas e os credores, estes últimos optam por estabelecer cláusulas restritivas nos contratos de endividamento para controlar a gestão numa tentativa de atenuar o risco de

transferência de riqueza a favor dos acionistas e em detrimento dos credores incitando deste modo o gestor a manipular a informação financeira a fim de atenuar as restrições impostas por este tipo de contratos. E se a imagem apresentada for de uma empresa com baixo risco de falência, menores serão as taxas de juros cobradas.

Para além dos fatores mencionados, Healy e Wahlen (1998) consideram ainda que pode existir manipulação contabilística com a intenção de influenciar o valor de mercado das ações, ou mesmo para contornar as regulamentações da indústria, noutros casos para reduzir o risco de investigação e intervenção pela lei da concorrência, ou ainda para efeitos de planeamento fiscal. Borralho (2007) acrescenta ainda: a baixa rendibilidade, ou abaixo das expectativas; e a diminuição no pagamento dos impostos. Por exemplo, Jones (1991) conclui que as empresas da sua amostra, a fim de evitarem mais custos nas importações, manipulavam os resultados negativamente durante o período das investigações do Comércio Internacional.

Referem Bowen *et al.* (2005) no seu trabalho: “Watts e Zimmerman (1990) argumentam que as grandes empresas enfrentam mais custos políticos e, portanto, têm incentivos para exercer um poder discricionário na contabilidade para reduzir a visibilidade política indesejada.”

Na investigação de Healy (1985) acerca do efeito que o regime de bónus concedidos aos gestores tem na contabilidade, este refere que quando os lucros do período corrente são tão baixos que não existe forma de os melhorar os gestores procuram reduzi-los ainda mais, por exemplo diferindo os rendimentos para o período seguinte. Esta estratégia não afeta os bónus do período corrente e aumenta a probabilidade de no futuro virem a ser mais compensadores.

Relativamente à remuneração dos gestores, têm sido desenvolvidos esforços para que não esteja tão diretamente associada ao desempenho da sociedade no curto prazo mas antes que tenha uma orientação que privilegie a análise desse desempenho no médio e longo prazo (Góis (2010)).

No que concerne aos fatores associados à estrutura de propriedade da empresa, por um lado, temos empresas com propriedade concentrada. Nestas, uma vez que os gestores são os proprietários do capital, é esperado que visem maximizar o valor da empresa. Por outro lado, temos o caso de empresas em que as funções de decisão e propriedade estão separadas e aqui é possível que os gestores prefiram maximizar a sua própria utilidade e riqueza antes de maximizar o valor económico da empresa (Mendes e Rodrigues (2007)). É este o chamado problema do conflito de agência.

Como referem Jorge e Augusto (2011), se não existir um controlo adequado sobre as ações dos gestores, podem estes serem tentados a exercer atividades de gestão de risco visando a maximização dos seus interesses e não necessariamente os dos acionistas. Para garantir comportamentos de risco adequados, os acionistas utilizam mecanismos tais como a remuneração dos executivos e a monitorização dos gestores.

O alisamento de resultados é uma forma de gestão dos resultados que tem como objetivo reduzir a variabilidade dos resultados criando a ideia de persistência dos resultados e do valor da empresa. Existem mesmo estudos que proporcionam evidência que indica que as contas alisadas, desde que dentro dum código de ética, são vistas mais favoravelmente pelos mercados pois vêm essas empresas como menos arriscadas (Rodrigues (2013)).

É característica distintiva do alisamento, face a outras formas de manipulação de resultados, a redistribuição dos gastos e rendimentos por diferentes períodos económicos (Nunes (2014)). Segundo este autor, podem-se distinguir dois grandes grupos de tipos de alisamento dos resultados: o alisamento natural, fruto de um processo de geração de resultados que produz inerentemente resultados alisados; e o alisamento intencional, fruto de uma vontade do gestor em deliberar determinadas ações com o objetivo de obter um resultado alisado.

O alisamento intencional pode ser atingido de duas formas, através da manipulação de variáveis contabilísticas ou através de variáveis reais. No alisamento contabilístico, ao contrário do que se verifica no alisamento real, as decisões não afetam as operações e transações realizadas pela empresa nem os fluxos de caixa. A gestão de resultados é alcançada através de uma incorreta aplicação dos princípios contabilísticos geralmente aceites, na adoção de políticas ou no cálculo de estimativas contabilísticas. No alisamento real são tomadas opções que normalmente não seriam as escolhidas no decurso normal do negócio, por exemplo, o aumento ou diminuição das vendas (Nunes (2014)).

Shilit (2002) e Mulford e Comiskey (2002), consideram como principais tipos de manipulação de resultados o facto de reconhecer rendimentos, ganhos, gastos ou perdas prematuramente ou de forma fictícia, a ocultação de gastos ou perdas, o reconhecimento de rendimentos não recorrentes como recorrentes e o diferimento de gastos, perdas, rendimentos ou ganhos para períodos futuros.

Se nos colocarmos no contexto económico-empresarial das pequenas e micro empresas portuguesas, onde normalmente não existe diferenciação entre a propriedade e a gestão, os principais destinatários da informação financeira são geralmente a administração fiscal e as instituições financiadoras e, conseqüentemente os incentivos à manipulação de resultados dividem-se entre a minimização do gasto fiscal, o aumento do poder negocial junto da banca e o cumprimento de rácios económico-financeiros (Nunes (2014) e Cunha (2013)).

A adoção de critérios contabilísticos conservadores em “anos bons” e agressivos em “anos maus” retira às demonstrações financeiras a neutralidade, deixando estas de ter a qualidade e fiabilidade desejável (Nunes (2014)).

O princípio do conservantismo respeita à prudência que os gestores têm que usar no registo de expectativas de ganhos e de perdas, adotando um tratamento assimétrico que é mais restritivo para estas últimas do que para aqueles. As perdas esperadas devem ser registadas imediatamente após serem



conhecidas, enquanto os ganhos só quando forem realizados pelo que as más notícias afetam os “accruals” negativamente e as boas notícias não produzem impacto (Moreira (2006)).

Apesar do desenvolvimento do normativo contabilístico, as normas têm que permitir o uso de juízos por parte da gestão para que seja possível adaptar o relato económico-financeiro aos negócios. No entanto as práticas de alisamento dos resultados afetam negativamente a qualidade da informação financeira, não sendo percecionada pelos utentes a efetiva volatilidade dos resultados (Nunes (2014)).

Mas como refere Rodrigues (2013), apesar de todas as conotações negativas que tem, a manipulação de resultados deve ser entendida como um fenómeno de manipulação das perceções, idêntico ao que é efetuado noutras áreas das ciências empresariais como é o caso do marketing.

### 2.3 Os sistemas de Governo das Sociedades

No âmbito da relação entre acionistas e gestores, a qualidade da informação financeira pode ainda ser influenciada por fatores relacionados com a estrutura de governo das sociedades (Nunes (2014)).

Em termos gerais, considera-se que existem dois tipos de sistemas de governo das sociedades: o sistema anglo-saxónico e o continental. No primeiro tipo de sistema está o modelo anglo-saxónico enquanto no modelo continental estão incluídos o modelo monista (latino) e o modelo dualista (alemão).

Nos termos do artigo 278.º do Código das Sociedades Comerciais (2015), a administração e a fiscalização da sociedade pode ser estruturada por qualquer um dos três modelos:

- O modelo latino é constituído por três órgãos, a assembleia geral, o conselho de administração que inclui membros executivos e não executivos e o conselho fiscal constituído maioritariamente por membros independentes. A característica mais importante deste modelo é a unificação no mesmo órgão da monitorização e da gestão.
- O modelo anglo-saxónico é constituído por três órgãos: a assembleia geral, o conselho de administração, que incorpora uma comissão de auditoria, e o revisor oficial de contas (ROC).
- E o modelo dualista (ou alemão) é constituído por quatro órgãos: a assembleia geral, o conselho de administração executivo, o conselho geral e de supervisão e o ROC. Neste modelo, existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da empresa, porque os membros do conselho executivo não são diretamente nomeados pela assembleia geral.

Conforme é mencionado no Relatório anual sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal em 2013 (CMVM (2015)), o modelo latino continua a ser dominante (era adotado por 31 das 43 sociedades cotadas em Portugal) seguido do anglo-saxónico (11 sociedades) e o modelo de governo dualista apenas era adotado numa sociedade.

## 2.4 A influência das características do Governo das Sociedades

O tipo de relação existente entre a informação financeira fornecida por uma entidade e as características da administração dessa mesma entidade é avaliado através da monitorização do processo de elaboração da informação financeira mas também com a análise da relação entre as características do conselho de administração e a manipulação da informação contabilística (Góis (2007)).

No estudo efetuado por Texier (2011) este encontra evidência empírica em como quanto maior for a dimensão das empresas, maior será a qualidade da auditoria, pois os auditores neste tipo de clientes tendem a emitir um parecer sem colocar em causa a sua reputação.

Na investigação levada a cabo por Guerreiro (2006), a autora conclui serem as empresas com maior dimensão, maior nível de internacionalização comercial, auditadas por empresas multinacionais de auditoria e com menores rácios de endividamento, aquelas a apresentar maiores níveis de divulgação.

Também Gonçalves (2014) menciona que “as empresas de grandes dimensões apresentam maior qualidade das demonstrações financeiras e tendem a divulgar mais informação (Bradshaw *et al.* 2004 e Lopes *et al.* 2010)”. E, conforme refere Guerreiro (2006) tal pode ser explicado pelo facto daquelas possuírem mais recursos, quer financeiros quer humanos, que lhes permitem elaborar uma informação mais detalhada.

Os resultados obtidos por Gonçalves (2014) permitiram ainda concluir que por um lado, empresas com menor dimensão, maior endividamento, maior rendibilidade e maior nível de imposto tendem a recorrer a níveis mais elevados de imparidades de ativos fixos tangíveis e imparidades de clientes. Por outro lado, no que respeita a imparidade de ativos intangíveis são as empresas com menor dimensão, endividamento e rendibilidade e maior nível de impostos, aquelas que mais abusam no valor desta imparidade.

Aman *et al.* (2011), ao investigarem o efeito do governo das sociedades sobre a transparência corporativa no Japão, chegam a resultados que mostram que as empresas com melhor governo das sociedades estão associadas a divulgações mais frequentes para o mercado de ações japonês. Confirmam ainda que a estrutura e composição do conselho de administração são fatores importantes que influenciam os níveis de divulgação.

Vieira *et al.* (2011) efetuaram um estudo acerca do governo das sociedades, ética e responsabilidade social nas empresas cotadas nas bolsas de Lisboa, Madrid e Londres. Concluíram empiricamente que quanto à publicação dos códigos de ética, esta está negativamente relacionada com a estrutura financeira das empresas e no que respeita à publicação dos códigos de responsabilidade social corporativa, esta é afetada positivamente pela variável logaritmo do ativo sendo as empresas dos países anglo-saxónicos as que têm maior propensão para a sua divulgação. Por sua vez, no que toca à publicação em simultâneo de ambos os códigos, acontece em maior número nos países anglo-saxónicos e está negativamente

relacionada com as empresas de propriedade concentrada e positivamente relacionada com a variável logaritmo do ativo.

No seu estudo empírico Klein (2006) conclui, por um lado, que se o CEO pertencer ao comité de remuneração do conselho de administração é um fator positivamente relacionado com a manipulação de resultados e, por outro lado, que se o comité de auditoria for composto por uma maioria de independentes é um fator negativamente relacionado com a manipulação de resultados.

Soppe *et al.* (2010) no seu estudo concluem que a transparência nos sistemas de governação e uma boa estrutura de acompanhamento do CEO têm uma influência positiva no desempenho financeiro de uma empresa.

Segundo Hermalin e Weisbach (2007), aumentar a transparência proporciona benefícios mas também aumentam os custos para a empresa. Uma maior transparência melhora a monitorização do CEO mas não é gratuito. Assim, tem de existir um nível ideal de transparência pois os gestores querem ser compensados pelo aumento do risco de carreira que enfrentam e aumentam os incentivos administrativos para distorcer a informação financeira.

Os principais resultados obtidos por Cunha e Martins (2007), que analisaram a relação existente entre as características e modo de funcionamento dos conselhos de administração e o desempenho das sociedades anónimas portuguesas, não financeiras, cotadas e não cotadas na *Euronext Lisbon*, no período 2001 a 2003, mostram que o desempenho financeiro destas empresas melhora quando a remuneração dos diretores executivos está vinculada aos resultados da sociedade.

No estudo realizado por Martins e Moutinho (2007) sobre as empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa nos anos 2002 a 2004, os resultados encontrados indicam a existência de uma relação positiva entre as práticas de gestão de resultados e a existência de uma maioria de administradores institucionais. Segundo os autores, tal resultado é explicado pelo facto de existir um baixo cumprimento das recomendações sobre o governo das sociedades.

Segundo Bernal (2013), apesar da transparência no governo das sociedades ter inúmeras vantagens esta também apresenta limites, pois pode envolver a divulgação de informações sigilosas aos concorrentes, em detrimento do valor de mercado das suas ações, e de segredos comerciais com o consequente sacrifício da inovação.

O artigo 245.º - A do Código do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM (2014)) descreve a informação anual sobre governo das sociedades que os emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado situado, ou a funcionar, em Portugal, devem divulgar.

Como refere Viana (2009) no seu trabalho, a qualidade do relato financeiro depende da redução da manipulação de resultados. A manipulação dos resultados tende a deixar um rasto na contabilidade. Uma das medidas mais utilizadas para investigar a manipulação dos resultados é a mensuração dos

acréscimos, internacionalmente conhecidos como “accruals”. Para a análise dos “accruals”, é usual desagregá-los em duas componentes: a parte não-discrecional, relacionada com a atividade normal do negócio da empresa que se pressupõe ser o nível que reportaria se não existisse manipulação; e a parte discrecional, obtida por diferença para os “accruals” totais, e que é tomada como medida da manipulação efetuada, pois corresponde às intervenções intencionais dos gestores no sentido de produzirem os efeitos desejados sobre os resultados (Moreira (2006)).

Como mencionam Healy e Wahlen (1998), muitos estudos partem do total dos “accruals”, medidos pela diferença entre o lucro reportado e os fluxos de caixa operacionais. Os “accruals” discretos serão, portanto, os “accruals” que forem considerados inexplicáveis ou residuais.

Para a sua investigação acerca do efeito que o regime de bónus dos gestores tem na contabilidade, Healy (1985) utilizou também os testes de “accruals”. Segundo este autor os acréscimos discretos são os ajustamentos sobre os *cash-flows* operacionais efetuados pelo gestor para, por exemplo, maximizar a obtenção de bónus.

Segundo Ewert e Wagenhofer (2005), o facto de existirem regras de contabilidade mais rigorosas aumenta a qualidade da informação financeira, medida pela variabilidade dos ganhos reportados e pela associação entre estes e as reações de preços de mercado.

Por seu lado, Goncharov e Zimmermann (2007) referem que limitar o número de opções existentes dentro dos normativos de contabilidade ou definir regras mais objetivas implica o aumento do custo da manipulação de resultados e, em consequência, a sua diminuição. Também estes autores utilizaram o modelo de Jones (1991) modificado, separando os acréscimos discretos dos não discretos, para efetuar a sua investigação acerca da influência das normas de contabilidade nos níveis de manipulação de resultados, estudando o caso das empresas alemãs.

O Regulamento da CMVM n.º 1/2010 refere que a informação é fundamental para assegurar a transparência dos mercados, em particular a que respeita ao Governo das Sociedades, mas só será eficaz se for completa, estiver atualizada e for prestada de forma sistematizada.

Devido ao aumento dos requisitos relativos ao governo das sociedades nos últimos anos será expectável que tenha aumentado a qualidade da informação financeira pelo que este estudo pretende responder às seguintes questões de investigação:

- 1 – A maior qualidade da informação financeira está associada a maiores níveis de bom governo?
- 2 – A crescente importância e implementação das regras de bom governo, ocorridas na última década, estão associadas a um maior nível de qualidade da informação financeira?

### 3. Amostra, Métodos e Hipóteses de investigação

O estudo empírico realizado teve por base as sociedades portuguesas com valores cotados no mercado de cotações oficiais da Bolsa de Valores de Lisboa (*Euronext Lisbon*), tendo sido objeto de análise os dados respeitantes ao quinquénio 2009-2013.

Para a amostra final foram consideradas apenas as sociedades que durante todo o período em análise, para além de estarem cotadas na *Euronext Lisbon*, cumulativamente possuíssem o ano económico coincidente com o ano civil, não fossem empresas financeiras e tivessem ambos os relatórios, de contas e de governo, acessíveis no *site* da Comissão do Mercado e Valores Mobiliários ou no seu *site* institucional. Obtivemos deste modo uma amostra de 190 observações, referentes a 38 empresas, representativa em 88% relativamente ao total de sociedades com valores cotados na *Euronext Lisbon*.

O estudo empírico da prática de manipulação de resultados permite a utilização de diferentes linhas de investigação. Entre os métodos mais utilizados encontram-se os métodos baseados em análise de rácios e tendências, os métodos baseados em *accruals*, os métodos baseados em casos de violações de princípios contabilísticos claramente identificados e os métodos baseados na observação e análise da distribuição dos resultados apresentados (Cunha (2013)).

Embora existam estudos empíricos baseados no total dos *accruals*, como indicador fundamental de práticas de manipulação de resultados, os modelos mais utilizados distinguem entre os *accruals* não discricionários, resultantes da atividade normal da empresa no período, tendo em conta a performance, estratégia, práticas do setor, fatores macroeconómicos e outros fatores e *accruals* discricionários, resultantes de transações ou opções contabilísticas com vista a manipular os resultados (Cunha (2013)).

A metodologia de deteção de manipulação de resultados baseada em *accruals* apresenta algumas desvantagens e limitações, como a possibilidade de contaminação dos resultados por manipulação de resultados em períodos anteriores, escolhas inadequadas de variáveis explicativas, e dificuldade de obtenção de dados em série temporal. No entanto, apesar destas limitações, é considerada pela generalidade dos autores como a metodologia com melhores resultados na deteção de práticas de manipulação de resultados (Cunha (2013)).

Para mensurar a qualidade contabilística das empresas da amostra utilizámos o nível de acréscimos contabilísticos discricionários utilizados pela gestão da empresa. Pelo que quanto maior for o nível destes acréscimos, maior será o afastamento do resultado apurado pela contabilidade, ou seja, maior a manipulação contabilística e falta de transparência nas contas apresentadas.

Para determinar os referidos acréscimos discricionários, à semelhança de Góis (2008), utilizámos os modelos de Jones (1991), de Dechow e Dichev (2002) e o de Francis *et al.* (2005).

O modelo de Jones (1991) é considerado o modelo basilar na literatura empírica de manipulação de resultados baseada em *accruals* (Cunha (2013)). Este modelo caracterizou-se por introduzir a distinção

entre acréscimos não discricionários e os acréscimos discricionários, sendo estes últimos utilizados como a medida da qualidade dos resultados (Góis (2008)).

O modelo de Jones (1991) utiliza os acréscimos totais do período anterior como a medida dos acréscimos totais normais e os acréscimos totais anormais são definidos como a diferença entre os acréscimos totais correntes e os acréscimos totais normais. Este modelo é no entanto criticado pelo facto de associar os acréscimos contabilísticos aos *cash flows* de forma sistemática (Góis (2008)).

Segundo Jones (1991), o modelo abaixo permite a estimativa dos acréscimos totais:

$$AT_t = \alpha_t + \beta_1 \Delta VN_t + \beta_2 AFT_t + \varepsilon_t,$$

onde  $\Delta VN$  é a variação do volume de negócios do ano  $t$  face a  $t-1$ ,  $AFT_t$  é o total de ativos fixos tangíveis no ano  $t$ , e  $\varepsilon_t$  o erro do modelo, sendo todas as variáveis deflacionadas pelo total de ativo do período anterior ( $t-1$ ) para reduzir a heteroscedasticidade e para que se possam fazer comparações entre as empresas.

O coeficiente  $\beta_1$ , relativo à variação do volume de negócios ( $\Delta VN$ ), assume normalmente valor positivo, o qual significa que existe uma relação linear positiva entre esta variável e os acréscimos totais. Para o coeficiente  $\beta_2$  é esperado um sinal negativo, o qual é interpretado pelos decréscimos que as depreciações do exercício provocam nos acréscimos totais, por corresponderem a gastos do exercício que não originam pagamentos (Carvalho (2013)).

O erro ( $\varepsilon_t$ ), representa a componente discricionária que, se significativamente diferente de zero, constitui indício de manipulação e é definido por:

$$\varepsilon_t = AT_t - (\beta_1 \Delta VN_t + \beta_2 AFT_t).$$

Assim sendo, Jones (1991) utiliza a variação do volume de negócios e os ativos fixos tangíveis, como variáveis independentes para prever os acréscimos discricionários (Gonçalves (2014)).

Para medir os níveis de acréscimos discricionários utilizámos ainda os resíduos dos modelos de Dechow e Dichev (2002) e de Francis *et al.* (2005).

Nos modelos de Dechow e Dichev (2002) e de Francis *et al.* (2005), os resultados são utilizados como medida empírica da qualidade dos acréscimos correntes de capital.

Na perspetiva de Dechow e Dichev (2002), o período presente é afetado pelos *cash-flows* derivados de rendimentos/gastos obtidos no ano anterior, pelos *cash-flows* advindos dos rendimentos/gastos no período e pelos *cash-flows* respeitantes a rendimentos/gastos do período seguinte.

Pelo que, seguindo Dechow e Dichev (2002), calculámos:

$$AT_t = \alpha_t + \beta_1 CFO_{(t-1)} + \beta_2 CFO_{(t)} + \beta_3 CFO_{(t+1)} + \varepsilon_t,$$

onde  $CFO_{(t-1)}$ ,  $CFO_{(t)}$  e  $CFO_{(t+1)}$  são respetivamente os *cash-flows* operacionais do ano anterior, do próprio ano e do ano seguinte, sendo todas as variáveis deflacionadas pelo total de ativo do ano t-1 para reduzir a heteroscedasticidade e para que se possam fazer comparações entre as empresas.

No modelo de Francis *et al.* (2005) são adicionadas mais duas variáveis ao modelo de Dechow e Dichev (2002), a variação do volume de negócios e os ativos fixos tangíveis, ou seja, as variáveis também utilizadas por Jones (1991). Tendo isso em conta, calculámos então:

$$AT_t = \alpha_t + \beta_1 CFO_{(t-1)} + \beta_2 CFO_{(t)} + \beta_3 CFO_{(t+1)} + \beta_4 \Delta VN_t + \beta_5 AFT_t + \varepsilon_t,$$

Sendo também aqui todas as variáveis deflacionadas pelo total do ativo do ano t-1.

Para chegarmos ao valor de AT (Acréscimos totais) utilizámos o modelo de DeAngelo (1986), segundo o qual:

$$AT = \text{Resultados operacionais} - \text{Fluxos de Caixa Operacionais}.$$

Sendo assim, sabendo o valor de AT chegámos ao valor de  $\varepsilon$  (resíduos) de cada um dos modelos que é nada mais que o nível dos acréscimos contabilísticos discricionários. Deste modo, este valor significa que quanto maior ele for, menor a qualidade da informação financeira.

Tendo como referencial o estudo empírico elaborado por Góis (2008), estabeleceu-se um conjunto de variáveis relevantes para chegar ao objetivo final. A nossa variável dependente serão os acréscimos contabilísticos discricionários obtidos segundo Jones (1991), Dechow e Dichev (2002) e Francis *et al.* (2005), e as variáveis independentes que serão analisadas são as diferentes características do governo das sociedades, tais como: o tamanho, modificação da composição e nível de independência do conselho de administração e se houve ou não mudança de CEO. E para além destas (estudadas por Góis (2008)), acrescentámos a existência de uma auditora Big4 (PricewaterhouseCoopers, Deloitte, KPMG ou Ernst & Young) e a dualidade do conselho (se os cargos de CEO e Chairman são ocupados pela mesma pessoa).

Utilizaremos ainda, à semelhança de Góis (2008), variáveis de controlo das características das empresas que estão relacionadas com a qualidade da informação contabilística: o tamanho da empresa (TAMSOC), medido através do logaritmo natural do ativo; o leverage (LEVERAGE), obtido através do rácio entre o passivo sobre o ativo; e a taxa de crescimento do ativo (CRESCIM) do ano t face ao exercício anterior (t-1).

Depois de identificadas as variáveis dependentes e independentes a utilizar na investigação realizada, são expostos os fundamentos subjacentes à formulação das hipóteses em estudo.

Nos termos do artigo 390.º do Código das Sociedades Comerciais (2015), o Conselho de Administração pode ser composto por qualquer número de membros, desde que esteja fixado no contrato da sociedade.<sup>1</sup>

Os principais resultados obtidos por Cunha e Martins (2007) evidenciam que nas empresas cotadas o tamanho do conselho de administração tem uma relação inversa com o desempenho da empresa.

No estudo de Góis (2007) foi encontrada uma relação negativa, contudo sem evidência significativa, entre o nível de acréscimos discricionários e o tamanho do conselho de administração, ou seja, quanto maior for o tamanho do conselho de administração, menores os acréscimos discricionários e melhor a qualidade e transparência da informação financeira.

Na dissertação de Miranda (2014) é mencionado que os resultados das investigações levadas a cabo por Yermack (1996), Eisenberg, Sundgren e Wells (1998), e Loderer e Peyer (2002) mostram uma relação significativa e negativa entre a dimensão do conselho e o desempenho da empresa e que uma dimensão exagerada do conselho de administração de uma empresa poderá acarretar problemas ao nível da tomada de decisões, visto que podem ocorrer problemas de comunicação e coordenação dentro da organização.

De acordo com o estudo empírico efetuado por Miranda (2014) a variável dimensão do conselho apresenta um impacto significativo na componente qualidade dos resultados. Pelo que quanto maior for o valor desta variável maior será a propensão de ocorrerem erros ao nível dos resultados, ou seja menor será a qualidade da informação financeira.

As características da economia portuguesa, com uma natureza marcadamente continental, implicam que o tamanho do conselho de administração presente, regra geral, uma reduzida dimensão e apenas à medida que os negócios da sociedade vão aumentando se admite ser necessário aumentar o número de membros (Góis (2008)).

A utilização do tamanho do Conselho de Administração em termos absolutos pode suscitar problemas, pois se para uma empresa com atividade reduzida determinado número de membros pode ser excessivo para outra com maior volume de negócios pode ser considerado insuficiente. Pelo que vamos utilizar, à semelhança de Góis (2008), o tamanho em termos relativos, considerando o tamanho do conselho de administração face à dimensão da sociedade.

No entanto o tamanho do conselho de administração não pode ser ilimitado na medida em que por maior que seja o volume de atividade de uma empresa existirá um limite máximo de membros necessários.

---

<sup>1</sup> O artigo 390.º do Código das Sociedades Comerciais (2015) refere ainda que caso o capital social da sociedade seja inferior a 200.000 euros, pode dispor de apenas um administrador.



Em face do exposto, podemos colocar as nossas primeiras hipóteses de investigação, para o que utilizámos a variável TAMCONS (tamanho relativo do Conselho de Administração obtido pelo rácio entre o tamanho do conselho de administração e o logaritmo do ativo total):

H<sub>1</sub> – Os conselhos de administração com maior tamanho relativo são favoráveis ao aumento da qualidade das demonstrações financeiras.

H<sub>2</sub> – A partir de determinado nível de tamanho relativo do conselho de administração passa a existir uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a qualidade das demonstrações financeiras.

Como refere Góis (2007), existem diversos estudos que documentam que a mudança do CEO de um conselho de administração vai provocar um determinado impacto sobre a informação financeira apresentada pela empresa.

A literatura acerca da mudança de CEO mostra-a como um mecanismo de controlo interno (Góis (2008)). No trabalho de investigação levado a cabo por Denis e Denis (1995), estes constataam que a seguir a uma mudança no CEO existe um acréscimo no desempenho económico da empresa sendo ainda mais nítida a diferença quando o CEO não sai voluntariamente. No estudo efetuado por Góis (2007), no que se refere à influência da variável associada à mudança de CEO, verifica-se que com a alteração do CEO aumenta a qualidade da informação financeira.

Assim, voltámos a colocar como hipótese de investigação:

H<sub>3</sub> – A mudança de CEO vai implicar a diminuição no nível de discricionariedade contabilística, contribuindo para uma maior qualidade das demonstrações financeiras.

Para medir a mudança de CEO utilizámos a variável MUDCEO. Esta variável é definida como uma variável dicotómica que assume o valor 1 no caso da existência de alteração de CEO, face ao que estava em funções no ano anterior, ou valor 0 quando isso não aconteceu.

A modificação da composição do governo da sociedade também pode influenciar as contas da empresa alterando ou não a discricionariedade contabilística. As referências a este tema, quer nos chamados países anglo-saxónicos quer nas economias de tipo continental, mostram que as mudanças no conselho de administração estão negativamente relacionadas quer com o desempenho acionista quer com o desempenho em termos contabilísticos (Góis (2008)) sendo a alteração do conselho a resposta aos resultados negativos previamente obtidos.

Kaplan (1994) examina as mudanças nos conselhos de administração e a sua relação com o desempenho económico nas 42 maiores empresas alemãs nos anos 80. Conclui que a probabilidade de mudança no conselho de administração aumenta significativamente com o baixo desempenho dos títulos

cotados e a incapacidade para gerar resultados positivos, não estando no entanto, significativamente relacionada com o crescimento das vendas, nem dos resultados.

Colocamos assim a hipótese seguinte para o que utilizámos a variável MUDCONS. Esta variável é definida como uma variável dicotómica que assume o valor 1 no caso da existência de alterações na composição do conselho de administração face ao ano anterior, ou valor 0 quando isso não aconteceu.

H<sub>4</sub> – A modificação da composição do governo da sociedade está positivamente associada com o aumento da qualidade contabilística apresentada pela sociedade.

Nos termos da atual redação do n.º 5 do artigo 414.º do Código das Sociedades Comerciais (2015), considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de ser titular, ou atuar em nome ou por conta de titulares, de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital social da sociedade ou de ter sido reeleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada.

As Recomendações sobre o Governo das Sociedades da CMVM (2013 a) referem que a independência dos membros do Conselho Geral e de Supervisão e da Comissão de auditoria é aferida nos termos da legislação em vigor.

Para os restantes membros do conselho de administração, nas Recomendações sobre o Governo das Sociedades da CMVM (2013 a) e relativamente a todos os membros do Conselho de Administração, no Código de Governo das Sociedades do IPCG, é considerada independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a) Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos;
- b) Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva;
- c) Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador;
- d) Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada;
- e) Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.

É ainda mencionado nas Recomendações sobre o Governo das Sociedades da CMVM (2013 a) que entre os administradores não executivos deve contar-se uma proporção adequada de independentes, tendo em conta o modelo de governação adotado, a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista e o respetivo *free float*.

Na dissertação de Miranda (2014) encontramos referência às questões associadas à independência dos administradores: “Beasley (1996) e Uzun *et al.* (2004) usando dados dos EUA verificaram que empresas com uma elevada percentagem de diretores independentes são menos propícias a cometer fraude. Usando dados do Reino Unido, Dahya e McConnell (2005) concluíram que conselhos com uma elevada proporção de diretores independentes tomam melhores decisões. Peasnell *et al.*, (2005) descobriram que empresas com uma elevada proporção de diretores independentes são menos propícias a envolverem-se em manipulação de resultados. Fama e Jensen (1983) afirmam que os conselhos podem ser mais efetivos a realizar as suas tarefas em salvaguardar os interesses dos acionistas, principalmente minoritários, se há uma forte presença de diretores independentes”.

No seu estudo, acerca dos fatores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades e que tem por base as entidades cotadas na *Euronext Lisbon* no período 2007 a 2009, Silva (2011) conseguiu mostrar veracidade estatística da influência positiva que a independência dos membros do órgão de gestão tem no cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades.

Os resultados obtidos por Cunha e Martins (2007) demonstram que existe uma relação negativa e significativa entre a independência do conselho de administração e o desempenho das empresas pois as empresas cotadas portuguesas com maior número de membros independentes no conselho de administração apresentam, em média, um desempenho mais fraco.

Também Armstrong *et al.* (2013), na sua investigação sobre as empresas americanas, apresentam resultados em como o aumento da proporção de membros independentes no conselho de administração reverte num aumento da transparência.

Com base nas referências encontradas enunciamos as seguintes hipóteses, para o que utilizámos a variável INDCONS, obtida pelo rácio entre o número de membros independentes e o tamanho do conselho de administração:

H<sub>5</sub> – Um maior nível de independência do conselho de administração favorece a qualidade das demonstrações financeiras.

H<sub>6</sub> – A partir de um determinado nível de independência do conselho de administração deixa de existir uma relação positiva entre o nível de independência do órgão e a qualidade das demonstrações financeiras apresentadas.

Ao longo do Código das Sociedades Comerciais podem-se ler as várias funções atribuídas ao Revisor Oficial de Contas, estando a sua responsabilidade civil inerente à incorreta auditoria financeira.

A revisão de contas é elaborada com base nos documentos contabilísticos, relatórios de contas e de governo das sociedades facultados pelo órgão de administração e pelo órgão de fiscalização. Assim, como forma de se salvaguardar, o auditor externo, antes de iniciar o seu trabalho, exige aos referidos responsáveis a assinatura da intitulada “Declaração do órgão de gestão”.

De acordo com os princípios da OCDE (2004) sobre o governo das sociedades, as informações devem ser preparadas e divulgadas em conformidade com rigorosas normas contabilísticas e com os requisitos de divulgação de informações financeiras e não financeiras. Compete ao revisor oficial de contas oferecer garantias externas e objetivas ao conselho de administração e aos acionistas de que as demonstrações financeiras refletem corretamente a posição financeira e o desempenho da empresa em todos os aspetos relevantes. Os resultados obtidos por Sousa (2013) confirmaram estatisticamente que uma maior intervenção do auditor financeiro externo no cumprimento das recomendações da CMVM respeitantes ao governo das sociedades permite uma maior transparência da informação e a redução de problemas de agência, fraudes e crimes económicos.

No que concerne à auditoria externa, os resultados alcançados por Silva (2011) manifestam significância estatística de que o cumprimento das Recomendações da CMVM surge positivamente associado à escolha de uma Big4 para auditor externo, e, conforme ele próprio refere, “mostram-se concordantes com a literatura (Furuta e Santos, 2010 e Martins e Moutinho, 2007)”.

A investigação desenvolvida por Texier (2011), demonstra estatisticamente que a qualidade da auditoria é maior quando o auditor pertence a uma das sociedades de auditoria Big4. Para além disso encontrou evidência de que os auditores com maior experiência efetuam auditorias de maior qualidade. Também Borralho (2007) conclui que o efeito da variável tipo de auditor (Big 4 ou não-Big 4), indica que as maiores empresas internacionais de auditoria estão associadas a menor propensão para a emissão de reservas.

No entanto também existe evidência empírica em como muitas vezes os auditores tomam parte como consultores no processo de decisão de manipulação de resultados, dentro dos limites dos princípios contabilísticos geralmente aceites (Turner (2001) *apud* Cunha (2013)). Mas com os recentes desenvolvimentos da profissão, nomeadamente a Lei Sarbanes-Oxley de 2002, tem havido um desincentivo da conivência do auditor com práticas de manipulação de resultados (Cunha (2013)).

Miranda (2013) conclui que as empresas não cotadas da União Europeia auditadas por uma Big4 têm uma qualidade na informação financeira inferior às empresas que são auditadas por uma não Big4. Também Deumes *et al.* (2011) concluem que, em relação às maiores firmas de auditoria, apesar de serem reconhecidas como apresentando maior transparência nos seus relatórios, os resultados não fornecem evidência de tal associação.

Face a este enquadramento iremos testar a hipótese  $H_7$ , para o que utilizámos a variável BIG4. Esta variável é definida como uma variável dicotómica que assume o valor 1 caso a sociedade seja auditada por auditores que pertençam a uma das Auditoras Big4, ou valor 0 nas restantes situações.

$H_7$  – A escolha de uma Big4 para auditor externo contribui para uma maior qualidade nas demonstrações financeiras.

A literatura sobre governo das sociedades defende que a separação entre a gestão e a propriedade contribui para um melhor governo.

A nomeação das posições de CEO e de presidente a um mesmo indivíduo é visto como conferir demasiado poder a um só indivíduo podendo ocorrer práticas menos corretas ou mesmo fraudulentas. Se existir dualidade tornar-se-á mais difícil tomarem decisões em benefício pessoal (Jensen e Meckling (1976)).

Mas a separação de poderes não é prática generalizada a nível mundial e a controvérsia em relação a esta orientação têm-se acentuado com a evidência a mostrar que a aquela não tem contribuído para um melhor modelo de governo (Góis (2010)).

Por exemplo os resultados obtidos por Silva (2011) para a realidade portuguesa vêm contrariar esse princípio na medida em que provou que as empresas com menor separação entre a gestão e a propriedade apresentam melhores níveis de cumprimento das Recomendações da CMVM.

Assim, iremos testar a seguinte hipótese de investigação para o que utilizámos a variável DUAL. Esta variável é definida como uma variável dicotómica que assume o valor 1 no caso dos cargos de Chairman e CEO serem ocupados pela mesma pessoa, ou valor 0 quando isso não acontece.

$H_8$  – O facto de a monitorização (Chairman) e a gestão (CEO) estarem concentradas na mesma pessoa contribui negativamente para a qualidade das demonstrações financeiras.

## 4. Os Resultados

### 4.1. Estatística Descritiva

Os elementos obtidos no estudo realizado a partir da informação de 38 empresas portuguesas com valores cotados na *Euronext Lisbon* no período 2009-2013, permitem-nos preparar uma análise com base na estatística descritiva.

Os resultados podem-se observar no quadro 1 – Estatísticas Descritivas das variáveis exploratórias.

**Quadro 1- Estatísticas Descritivas das variáveis exploratórias**

		TAMCONS	INDCONS	MUDCONS%	TAMSOC	CRESCIM	LEVERAGE
N	Válido	190	190	190	190	190	190
Média		9,78	19,00	2,00	13,66	-0,01	0,74
Desvio Padrão		5,17	18,00	14,00	1,74	0,14	0,24
Mínimo		3	0,00	-40,00	10,00	-,52	,07
Máximo		30	63,00	83,00	18,00	,79	2,44
Percentis	25	6,00	0,00	0,00	12,00	-0,07	0,57
	50	9,00	20,00	0,00	14,00	0,00	0,73
	75	11,00	33,00	0,00	15,00	0,05	0,85

Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar no quadro 1, todas as variáveis apresentam valores muito próximos entre média e mediana (percentil 50%), o que nos leva a concluir que as distribuições são simétricas.

Analisando os dados obtidos através da estatística descritiva, verificamos que as características do conselho de administração estão dentro dos padrões da generalidade dos estudos efetuados nesta temática.

O tamanho do conselho de administração ronda em média os 9 elementos, tendo no mínimo 3 membros e no máximo 30 membros. Na amostra de *Armstrong et al.* (2013) também a média do tamanho do conselho de administração é de 9 elementos.

No que respeita à proporção de independentes face ao total de membros do conselho de administração (INDCONS) situa-se em média nos 19%.

Osma e Noguier (2007), no seu estudo referente às empresas espanholas, obtêm uma média de 11 elementos no tamanho do conselho de administração e 36,4% na proporção de diretores independentes.

No trabalho de Martins e Moutinho (2007) a média encontrada para INDCONS é de 17,6%, muito próxima da que obtivemos.

Por seu lado, Cunha e Martins (2007), obtêm uma média de 7 elementos no tamanho do conselho de administração e 12,2% na proporção de membros independentes.

Quanto ao indicador que mostra a percentagem de variação de membros do conselho de administração face ao período anterior (MUDCONS%) obtivemos uma média de 2%.

No que concerne às características inerentes à estrutura da empresa encontrámos um valor médio para o logaritmo do ativo (TAMSOC) de 13,66.

Relativamente à taxa de crescimento do ativo (CRESCIM) obtivemos um valor médio de -0,01, ou seja em média o ativo das entidades estudadas na amostra teve um decréscimo no período em análise.

E, em termos médios, as empresas da amostra apresentam um nível de endividamento (Leverage) na ordem dos 74%. No trabalho de Martins e Moutinho (2007), o rácio Leverage apresentou uma média de 71,4%, também muito próxima da que encontrámos.

Para consolidar a comparação entre o estudo efetuado por Góis (2008) para o período 1996/2001 e o período que estamos a analisar (2009/2013), elaborámos o quadro comparativo abaixo.

**Quadro 2 - Comparativo entre as Estatísticas Descritiva dos períodos 1996/2001 e 2009/2013**

	Média		Desvio Padrão		Mínimo		Máximo		Percentis					
									25		50		75	
	96/01	09/13	96/01	09/13	96/01	09/13	96/01	09/13	96/01	09/13	96/01	09/13	96/01	09/13
TAMCONS	6,49	9,78	2,86	5,17	3,00	3	23	30	5	6,00	6,00	9,00	7,00	11,00
INDCONS	16,97	19,00	25,00	18,00	0,00	0,00	88,89	63,00	0,00	0,00	0,00	20,00	33,33	33,00
MUDCONS%	15,59	2,00	19,54	14,00	0,00	-40,00	100,00	83,00	0,00	0,00	11,00	0,00	25,89	0,00
TAMSOC	19,08	13,66	1,67	1,74	15,63	10,00	23,59	18,00	17,99	12,00	18,91	14,00	20,16	15,00
CRESCIM	0,16	-0,01	0,26	0,14	-0,23	-,52	1,60	,79	,01	-0,07	0,09	0,00	0,23	0,05
LEVERAGE	0,61	0,74	0,20	0,24	0,09	,07	,96	2,44	0,51	0,57	0,64	0,73	0,76	0,85

Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar no quadro 2, a média do tamanho do conselho (TAMCONS) subiu 51% (de 6,49 no período 1996/2001, para 9,78 membros no período mais recente).

No que respeita à média da proporção de independentes face ao total de membros do conselho de administração (INDCONS), também aumentou, neste caso de 16,97 para 19.

Por seu lado, a média do indicador que mostra a percentagem de variação de membros do conselho de administração face ao período anterior (MUDCONS%) diminuiu de 15,59 para 2.

Relativamente ao valor médio para o logaritmo do ativo (TAMSOC) obtivemos também um valor inferior. Góis (2008) obteve em relação a esta variável o valor de 19,08 e no período mais recente obtivemos o valor de 13,66. Quanto à média da taxa de crescimento do ativo (CRESCIM) observa-se também uma diminuição, pois Góis (2008) havia obtido um valor de 0,16 e no período mais recente obtivemos um valor de -0,01. E no que concerne à média do nível de endividamento das empresas (LEVERAGE) verifica-se

um aumento de 0,61 para 0,74. Estes últimos resultados podem advir de os anos do nosso estudo coincidirem com anos de forte crise económica sobretudo em Portugal.

## 4.2. Análise Univariada

As correlações entre as variáveis independentes quantitativas foram analisadas com base nas Correlações de Pearson (Quadro 3) e nas Correlações de Spearman (Quadro 4).

Quadro 3 - Correlações de Pearson

	TAMCONS	MUDCONS	MUDCEO	INDCONS	TAMSOC	LEVERAGE	CRESCIM	BIG4	DUAL	ADJones	AD DD	AD Francis	
TAMCONS	Correlação	1	,346**	,037	,412**	,579**	-,112	,334**	,170**	-,523**	-,020	-,198**	-,129*
	Sig.		,000	,307	,000	,000	,062	,000	,009	,000	,393	,003	,038
	N	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
MUDCONS	Correlação		1	,377**	,311**	,330**	-,047	,139	,028	-,339**	-,041	-,123*	-,120*
	Sig.			,000	,000	,000	,261	,028	,352	,000	,286	,045	,049
	N		190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
MUDCEO	Correlação			1	,006	-,006	,043	-,006	-,133*	-,005	-,024	-,043	
	Sig.				,469	,467	,279	,053	,469	,034	,472	,369	,278
	N			190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
INDCONS	Correlação				1	,536**	-,212**	,092	,293*	-,404**	-,167*	-,245**	-,176**
	Sig.					,000	,002	,103	,000	,000	,010	,000	,008
	N				190	190	190	190	190	190	190	190	190
TAMSOC	Correlação					1	-,173**	,236**	,362**	-,350**	-,278*	-,355**	-,223*
	Sig.						,008	,001	,000	,000	,000	,000	,001
	N					190	190	190	190	190	190	190	190
LEVERAGE	Correlação						1	-,124*	-,042	,184**	,483**	,532**	,463*
	Sig.							,044	,281	,006	,000	,000	,000
	N						190	190	190	190	190	190	190
CRESCIM	Correlação							1	-,008	-,248**	-,054	-,167*	-,125*
	Sig.								,457	,000	,229	,011	,043
	N							190	190	190	190	190	190
BIG4	Correlação								1	-,007	-,111	-,002	,076
	Sig.									,463	,063	,488	,148
	N								190	190	190	190	190
DUAL	Correlação									1	,117	,195**	,159*
	Sig.										,054	,004	,014
	N									190	190	190	190
ADJones	Correlação										1	,661**	,610**
	Sig.											,000	,000
	N										190	190	190
AD DD	Correlação											1	,904**
	Sig.												,000
	N											190	190
AD Francis	Correlação												1
	Sig.												
	N												190

\*\* A correlação é significativa no nível 0,01.

\* A correlação é significativa no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

É visível pela análise ao quadro 3 que os coeficientes de correlação são em geral baixos indicando a não existência de problemas estatísticos relacionados com multicolinearidade entre as variáveis.

Relativamente às variáveis da composição do conselho de administração verifica-se que quando correlacionadas com a variável dependente algumas delas estão negativamente correlacionadas com esta, sugerindo que estas variáveis atuam como controlo para a diminuição de acréscimos discricionários nas demonstrações financeiras, aumentando assim a sua transparência. O mesmo não acontece com a variável DUAL que apresenta sempre sinal positivo quando correlacionada com a variável dependente.



Também Miranda (2014) obtém sinal positivo na variável DUAL quando correlacionada com a variável dependente.

Dentro do expectável, existe uma correlação significativa entre o tamanho do conselho e a percentagem de membros independentes.

Observando os valores de correlação obtidos de acordo com os critérios de Pearson, não se encontra nenhuma correlação particularmente forte. As correlações mais significativas são entre o tamanho do conselho (TAMCONS) e o tamanho da sociedade (TAMSOC) com +0,579, entre o nível de independência do conselho (INDCONS) e o tamanho da sociedade com +0,536, entre o tamanho do conselho e a dualidade CEO/Chairman (DUAL) com -0,523, entre o tamanho do conselho e o nível de independência com +0,412 e entre o nível de independência e a dualidade CEO/Chairman com -0,404.

Em comparação com Góis (2008) também aqui a correlação mais significativa se regista entre o tamanho do conselho e o tamanho da sociedade. Mas ao contrário de Góis (2008), nesta análise obtivemos uma correlação também significativa entre o tamanho do conselho e o nível de independência, correlação esta que está dentro do que seria expectável. Com base nestes resultados podemos concluir que houve uma melhoria do nível de independência dos administradores quando comparamos com o estudo realizado no final da década de noventa.

Quadro 4 - Correlações de Spearman

		TAMCONS	MUDCONS	MUDCEO	INDCONS	TAMSOC	LEVERAGE	CRESCIM	BIG4	DUAL	ADJones	AD DD	AD Francis
TAMCONS	Correlação	1,000	,351**	,076	,436**	,473**	-,149	,325**	,140	-,568**	,106	-,186**	-,079
	Sig.		,000	,150	,000	,000	,020	,000	,027	,000	,074	,005	,140
	N	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
MUDCONS	Correlação		1,000	,377**	,335**	,320**	-,005	,133	,028	-,339**	,032	-,182**	-,182**
	Sig.			,000	,000	,000	,473	,034	,352	,000	,331	,006	,006
	N		190	190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
MUDCEO	Correlação			1,000	,027	-,005	,066	,043	-,006	-,133*	,050	-,009	-,044
	Sig.				,354	,470	,181	,277	,469	,034	,245	,448	,272
	N			190	190	190	190	190	190	190	190	190	190
INDCONS	Correlação				1,000	,536**	-,197**	,141*	,296**	-,414**	-,092	-,240**	-,140*
	Sig.					,000	,003	,026	,000	,000	,104	,000	,027
	N				190	190	190	190	190	190	190	190	190
TAMSOC	Correlação					1,000	-,008	,291**	,350**	-,323*	-,096	-,278**	-,072
	Sig.						,459	,000	,000	,000	,095	,000	,163
	N					190	190	190	190	190	190	190	190
LEVERAGE	Correlação						1,000	-,041	-,107	,152*	,224**	,150*	,097
	Sig.							,288	,070	,018	,001	,019	,091
	N						190	190	190	190	190	190	190
CRESCIM	Correlação							1,000	-,039	-,232**	,015	-,044	,073
	Sig.								,295	,001	,417	,273	,159
	N							190	190	190	190	190	190
BIG4	Correlação								1,000	-,007	-,092	-,029	,079
	Sig.									,463	,103	,347	,141
	N								190	190	190	190	190
DUAL	Correlação									1,000	,039	,203**	,150*
	Sig.										,298	,003	,019
	N									190	190	190	190
ADJones	Correlação										1,000	,220**	,187*
	Sig.											,001	,005
	N										190	190	190
AD DD	Correlação											1,000	,685*
	Sig.												,000
	N											190	190
AD Francis	Correlação												1,000
	Sig.												
	N												190

\*\* . A correlação é significativa no nível 0,01.

\* . A correlação é significativa no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

Comparando as correlações obtidas de acordo com os critérios de Pearson com as obtidas com a tipologia de Spearman, obtemos uma leitura muito semelhante. E também no Quadro 4 se destacam as correlações entre o tamanho do conselho (TAMCONS) e o tamanho da sociedade (TAMSOC) com +0,473 (inferior à obtida segundo Pearson), entre o nível de independência do conselho (INDCONS) e o tamanho da sociedade com +0,536 (igual à obtida segundo Pearson), entre o tamanho do conselho e a dualidade CEO/Chairman (DUAL) com -0,568 (inferior à obtida segundo Pearson), entre o tamanho do conselho e o nível de independência do conselho com +0,436 (superior à obtida segundo Pearson) e entre o nível de independência do conselho e a dualidade CEO/Chairman com -0,414 (inferior à obtida segundo Pearson).

Observa-se ainda que a correlação entre o tamanho da sociedade e o leverage (-0,008) aumentou comparativamente à obtida nas correlações de Pearson (-0,173) mas deixou de ser uma relação estatisticamente significativa. Verifica-se ainda que ao contrário dos resultados obtidos por Góis (2008) e outros autores mencionados no seu trabalho (Bennet e Donnelly (1993), Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999) e Ferri e Jones (1979)) que aqui tanto com os critérios de Pearson como com os de Spearman a relação entre o tamanho da sociedade e o leverage é negativa.

### 4.3. Análise Multivariada

Neste ponto da nossa análise vamos utilizar os modelos de regressão linear a fim de demonstrar qual a natureza da relação existente entre o governo das sociedades e o nível de discricionariedade contabilística exercida sobre a informação financeira, ou seja, se existe ou não uma maior qualidade dessa informação.

Os acréscimos contabilísticos discricionários (AD) são a nossa variável dependente, a qual resulta dos resíduos de cada um dos modelos que utilizámos: Modelo de Jones (Jones), modelo de Dechow e Dichev (DD) e o modelo de Francis *et al.* (Francis).

Estes resíduos representam os acréscimos discricionários contabilísticos existentes sobre a informação financeira. Como o valor da discricionariedade pode ser de natureza positiva ou negativa, isto é, a empresa está a recorrer à gestão de resultados no sentido de os melhorar ou piorar, vamos utilizar o valor absoluto dessa variação, ou seja, o valor em módulo dos acréscimos discricionários. Pretendemos assim medir o nível da manipulação contabilística e não o seu sentido.

#### 4.3.1. Modelo 1

Com o modelo 1 pretendemos mensurar o impacto das variáveis de controlo (tamanho da sociedade (TAMSOC), Leverage e taxa de crescimento do ativo (CRESCIM)) sobre o nível dos acréscimos discricionários (AD).

O Quadro 5 – Modelo 1 mostra os resultados da aplicação do seguinte modelo de regressão:

$$AD_t = \alpha_t + \beta_{1t}TAMSOC_t + \beta_{2t}LEVERAGE_t + \beta_{3t}CRESCIM_t + \varepsilon_t$$

**Quadro 5 - Modelo 1**

	AD Jones			AD DD			AD Francis		
	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.
(Constante)	,050 *	1,997	,047	,049 **	2,621	,009	,023	1,184	,238
TAMSOC	-,005 **	-3,266	,001	-,005 ***	-4,251	,000	-,003 *	-2,087	,038
LEVERAGE	,082 ***	7,104	,000	,069 ***	8,028	,000	,061 ***	6,657	,000
CRESCIM	,016	,808	,420	-,011	-,755	,451	-,009	-,570	,569
<b>R<sup>2</sup><sub>a</sub></b>	<b>,263</b>			<b>,346</b>			<b>,225</b>		

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

Verifica-se no quadro 5 que o R<sup>2</sup> ajustado assume um valor de 26,3% na medida AD Jones, 34,6% na medida AD DD e 22,5% na medida AD Francis, o que significa que a qualidade dos resultados pode ser explicada nessa percentagem pelas variáveis independentes apresentadas no modelo empírico. Para além disso, esta estatística de teste tem associado um  $p < 0,001$  (Sig. =0,000), pelo que o modelo é altamente significativo.

Comparando as várias medidas de qualidade contabilística utilizadas (AD Jones, AD DD e AD Francis) verificamos que a natureza dos coeficientes obtidos apresenta um comportamento semelhante. O tamanho da sociedade é de natureza negativa e com significância estatística, ou seja quanto maior o tamanho da sociedade menor o nível de acréscimos discricionários e em consequência mais transparente a informação apresentada. Quanto ao rácio Leverage este tem natureza positiva, caminhando o aumento deste com o aumento da falta de qualidade apresentada nas demonstrações financeiras. Por último, a taxa de crescimento do ativo apresenta coeficientes com natureza contraditória, pois é positiva na medida de AD Jones e negativa nas restantes medidas e em nenhuma delas é significativa estatisticamente.

O comportamento apresentado pelos coeficientes obtidos no modelo 1 vai no sentido da literatura existente. No estudo de Deumes *et al.* (2011) também estes obtêm sinal negativo no coeficiente da variável de controlo TAMSOC e sinal positivo na variável CRESCIM, ambos muito significantes estatisticamente. Nas investigações de Mateus (2012) e de Miranda (2013) a variável dimensão da empresa mostrou-se significativa e com sinal negativo. Similarmente Miranda (2014) mostra evidência em como quanto maior o tamanho da sociedade, maior a qualidade da informação financeira apresentada.

O coeficiente mais expressivo em qualquer das medidas é o relativo à relação entre o Leverage e os acréscimos discricionários, o qual apresenta, como já referimos, uma natureza positiva e significativa. O

Leverage mede o nível de endividamento da empresa. Pelo que era expectável ter sinal positivo na medida em pode influenciar a gestão de resultados e consequentemente a qualidade dos mesmos, por exemplo para obter melhor imagem perante a banca. Também Miranda (2013) obtém um coeficiente positivo para a variável Leverage, sugerindo que as empresas mais endividadas apresentam pior qualidade dos resultados, não é contudo significativa estatisticamente. Bowen *et al.* (2005) obtém igualmente uma associação positiva entre o Leverage e os acréscimos discricionários. Hope (2003) obtém evidência empírica em como as empresas de maior dimensão efetuam mais divulgações, contribuindo assim para uma maior transparência da informação financeira apresentada e em como o Leverage está negativamente relacionado com o nível de divulgações.

### 4.3.2. Modelo 2

No modelo 2 incorporámos as variáveis explicativas associadas às características do governo das sociedades (tamanho do conselho (TAMCONS), nível de independência do conselho (INDCONS), modificação do conselho (MUDCONS), mudança de CEO (MUDCEO), existência de auditora BIG4 e a dualidade CEO/ Chairman (DUAL)).

O Quadro 6 – Modelo 2 mostra os resultados da aplicação do seguinte modelo de regressão:

$$AD_t = \alpha_t + \beta_{1t}TAMSOC_t + \beta_{2t}LEVERAGE_t + \beta_{3t}CRESCIM_t + \beta_{4t}TAMCONS_t + \beta_{5t}INDCONS_t + \beta_{6t}MUDCONS_t + \beta_{7t}MUDCEO_t + \beta_{8t}BIG4_t + \beta_{9t}DUAL_t + \varepsilon_t$$

Quadro 6 - Modelo 2

	AD Jones			AD DD			AD Francis		
	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.
(Constante)	,066 *	2,431	,016	,056 **	2,714	,007	,029	1,328	,186
TAMSOC	-,008 ***	-3,888	,000	-,006 ***	-3,948	,000	-,004 *	-2,257	,025
LEVERAGE	,081 ***	6,987	,000	,068 ***	7,819	,000	,060 ***	6,504	,000
CRESCIM	,005	,241	,809	-,009	-,590	,556	-,005	-,323	,747
TAMCONS	,034 **	2,699	,008	,004	,458	,648	,004	,395	,693
INDCONS	,008	,397	,692	-,006	-,393	,695	-,006	-,420	,675
MUDCONS	,003	,485	,628	,002	,308	,758	-,001	-,222	,824
MUDCEO	-,005	-,626	,532	-,005	-,800	,425	-,005	-,766	,444
BIG4	-,002	-,267	,789	,012 *	2,114	,036	,014 *	2,431	,016
DUAL	,005	,771	,442	-,001	-,119	,905	,000	-,056	,955
<b>R<sup>2</sup><sub>a</sub></b>	<b>,274</b>			<b>,343</b>			<b>,230</b>		

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar no quadro 6, a capacidade explicativa deste modelo, obtida com a introdução de variáveis explicativas associadas às características do governo das sociedades, aumenta ligeiramente comparado com o modelo 1 na medida que utiliza os resíduos do modelo de Jones (AD Jones) e na medida que utiliza os resíduos de Francis *et al.* (AD Francis). Porém, este modelo continua a ter associado um  $p < 0,001$  (Sig. =0,000), pelo que é altamente significativo.

Analisando o quadro 6 – Modelo 2, concluímos que de um modo geral os coeficientes encontrados não são estatisticamente significativos ou são de sinal contraditório. O que nos leva a dizer à primeira vista que são irrelevantes os efeitos das características do governo das sociedades sobre a qualidade da informação financeira das empresas cotadas portuguesas.

O coeficiente  $\beta_4$  mostra a relação entre o tamanho do conselho de administração e o nível de acréscimos discricionários. De acordo com a  $H_1$ , os conselhos de administração com maior tamanho relativo são favoráveis à qualidade das demonstrações financeiras, ou seja, o coeficiente  $\beta_4$  deveria apresentar sinal negativo, no entanto os resultados obtidos em qualquer das medidas do nível de discricionariedade são de natureza positiva, embora apenas estatisticamente significativo na medida de AD Jones (Jones (1991)), ou seja, quanto maior o tamanho do conselho maior o nível de discricionariedade contabilística e por conseguinte menor a qualidade da informação apresentada nas demonstrações financeiras.

No estudo de Miranda (2014) o sinal do coeficiente da variável TAMCONS é positivo e significativo. E conforme esta autora refere, este valor apesar de contraditório com algumas investigações, vai de encontro ao defendido por Beasley (1996), pois, segundo este autor maiores conselhos de administração proporcionam a ocorrência de mais acréscimos discricionários.

Assim sendo, temos de rejeitar a hipótese de investigação  $H_1$  que previa a existência de uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a qualidade das demonstrações financeiras.

O coeficiente  $\beta_5$  mostra a relação entre o nível de independência do conselho e o nível de discricionariedade nas demonstrações financeiras. Conforme demonstra o quadro 6, esta variável apresenta valores contraditórios pois na medida de discricionariedade AD Jones o coeficiente apresenta sinal positivo e nas medidas restantes, sinal negativo e em nenhum dos casos é estatisticamente significativa. Sendo assim, também a  $H_5$  que referia que um maior nível de independência do conselho de administração favorece a qualidade das demonstrações financeiras terá de ser rejeitada.

No estudo de Miranda (2014) o coeficiente desta variável apresenta um valor positivo, contudo não é significativo estatisticamente pelo que se rejeita a hipótese de que a independência do conselho está negativamente correlacionada com os acréscimos discricionários. Também Osma e Nogueira (2007) obtêm para a variável INDCONS coeficiente positivo em todos os modelos testados e sempre estatisticamente significativa, sugerindo que a presença de diretores independentes nos conselhos de administração espanhóis parece favorecer a manipulação dos resultados.

O coeficiente  $\beta_6$ , que mede a relação entre a mudança do conselho de administração (variável dicotómica) e o nível de discricionariedade contabilística mostra também valores contraditórios. Nas medidas de AD Jones e AD DD apresenta sinal positivo e na medida de AD Francis sinal negativo. Pelo que somos levados a concluir que também a hipótese de investigação  $H_4$  deve ser rejeitada uma vez que apenas na medida de AD Francis se obtém o sinal predito mas sem significância estatística. Ou seja, não se verifica que a modificação da composição do governo da sociedade esteja positivamente associada com o aumento da qualidade da informação contabilística apresentada pela sociedade.

Ao analisarmos o coeficiente  $\beta_7$ , que é uma variável dicotómica que mede o impacto da mudança de CEO com o nível de acréscimos discricionários, verificamos que em todas as medidas, apesar de não apresentar valores estatisticamente significativos, apresenta sinal negativo. Ou seja, com a mudança de CEO o nível de discricionariedade diminui pelo que aumenta a qualidade da informação contida nas demonstrações financeiras. Assim podemos considerar válida a hipótese de investigação  $H_3$ , segundo a qual a mudança de CEO vai implicar a diminuição no nível de discricionariedade contabilística, contribuindo para uma maior qualidade das demonstrações financeiras. No entanto não obtivemos significância estatística para poder aceitar esta hipótese.

O coeficiente  $\beta_8$ , que também é uma variável dicotómica e que mede o impacto entre a presença de uma auditora BIG4 e o nível de discricionariedade, apresenta o sinal predito apenas na medida AD Jones mas não é estatisticamente significativo. Nas medidas de AD DD e AD Francis apresenta sinal positivo e é em ambas significante estatisticamente. Como existem sinais contraditórios somos levados a rejeitar também a hipótese de investigação  $H_7$  que referia que a escolha de uma Big4 para auditor externo contribui para uma maior qualidade nas demonstrações financeiras. No estudo de Deumes *et al.* (2011), estes obtêm um coeficiente negativo na variável BIG4, não é contudo significativo.

Por fim, ao analisarmos o coeficiente  $\beta_9$ , variável dicotómica que mede o impacto entre a dualidade CEO/Chairman e o nível de discricionariedade, obtivemos valores muito contraditórios. Na medida AD Jones o coeficiente é de natureza positiva, na medida de AD DD é de natureza negativa e na medida de AD Francis o efeito é nulo e em nenhum dos casos é estatisticamente significativo. Sendo assim também teremos de rejeitar a hipótese de investigação  $H_8$ , segundo a qual o facto de a monitorização (Chairman) e a gestão (CEO) estarem concentradas na mesma pessoa contribui negativamente para a qualidade das demonstrações financeiras.

Bowen *et al.* (2005) tinham obtido uma relação positiva entre DUAL e a discricionariedade contabilística.

### 4.3.3. Modelo 3

O modelo 3 é uma análise complementar à realizada no modelo 2. Aqui introduzimos duas variáveis quadráticas relativas às características do governo das sociedades tamanho do conselho de administração (TAMCONS<sup>2</sup>) e nível de independência do conselho (INDCONS<sup>2</sup>).

O Quadro 7 – Modelo 3 mostra os resultados da aplicação do seguinte modelo de regressão:

$$AD_t = \alpha_t + \beta_{1t}TAMSOC_t + \beta_{2t}LEVERAGE_t + \beta_{3t}CRESCIM_t + \beta_{4t}TAMCONS_t + \beta_{5t}INDCONS_t + \beta_{6t}MUDCONS_t + \beta_{7t}MUDCEO_t + \beta_{8t}BIG4_t + \beta_{9t}DUAL_t + \beta_{10t}TAMCONS_t^2 + \beta_{11t}INDCONS_t^2 + \varepsilon_t$$

Quadro 7 - Modelo 3

	AD Jones			AD DD			AD Francis		
	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.	Coef.	t	Sig.
(Constante)	,055	1,642	,102	,064 *	2,502	,013	,035	1,297	,196
TAMSOC	-,008 ***	-3,801	,000	-,007 ***	-3,939	,000	-,004 *	-2,313	,022
LEVERAGE	,082 ***	7,008	,000	,068 ***	7,697	,000	,060 ***	6,410	,000
CRESCIM	,004	,200	,842	-,009	-,574	,566	-,006	-,333	,739
TAMCONS	,066	1,610	,109	-,013	-,406	,685	-,004	-,119	,905
INDCONS	-,052	-1,007	,315	,002	,063	,950	-,029	-,703	,483
MUDCONS	,005	,710	,479	,001	,272	,786	,000	-,084	,933
MUDCEO	-,005	-,584	,560	-,005	-,777	,438	-,005	-,706	,481
BIG4	-,002	-,253	,800	,012 *	2,106	,037	,015 *	2,434	,016
DUAL	,004	,627	,531	-,001	-,177	,859	-,001	-,234	,815
TAMCONS <sup>2</sup>	-,017	-,743	,458	,010	,566	,572	,005	,293	,770
INDCONS <sup>2</sup>	,124	1,208	,228	-,015	-,195	,845	,050	,608	,544
<b>R<sup>2</sup><sub>a</sub></b>	<b>,274</b>			<b>,337</b>			<b>,223</b>		

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

O modelo 3 oferece uma capacidade explicativa ligeiramente inferior à do modelo 2, pois o R<sup>2</sup> ajustado baixou em todas as medidas à exceção da que utiliza os resíduos do modelo de Jones (1991). No entanto este modelo continua a ter associado um  $p < 0,001$  (Sig. =0,000), pelo que também ele é altamente significativo.

O coeficiente  $\beta_{10}$  representa a variável quadrática que mede a relação entre o tamanho do conselho de administração e o nível de discricionariedade contabilística. Este coeficiente apresenta sinais contraditórios, na medida AD Jones tem sinal negativo e nas medidas restantes tem sinal positivo. Em nenhum dos casos é estatisticamente significativo. Não podemos assim validar a hipótese de investigação H<sub>2</sub>, segundo a qual a partir de determinado número de elementos que compõem o conselho

de administração passa a existir uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a qualidade das demonstrações financeiras.

O coeficiente  $\beta_{11}$  representa a avaliação do nível de independência ótimo do conselho de administração, o qual, conforme vimos na análise da correlação segundo Pearson e segundo Spearman, está significativamente correlacionado com o tamanho do conselho. Também este coeficiente apresenta sinais contraditórios consoante se utilize a medida AD Jones e AD Francis com valor positivo ou se utilize a medida AD DD com valor negativo e em nenhum dos casos com significância estatística. Assim sendo, temos também que rejeitar a hipótese de investigação  $H_6$ , segundo a qual a partir de um determinado nível de independência do conselho de administração deixa de existir uma relação positiva entre o nível de independência e a qualidade da informação apresentada nas demonstrações financeiras.

Os resultados apresentados pelo nosso estudo apresentam uma completa inexistência de impacto das diferentes características do governo das sociedades sobre o nível de discricionariedade contabilística, ou seja sobre a qualidade da informação financeira. Apenas apresentou sinal predito a mudança de CEO mas mesmo assim não existe significância estatística que nos permita validar com convicção a hipótese de que com a mudança de CEO aumenta a transparência da informação financeira.

À semelhança de Góis (2008) também neste estudo o resultado obtido mais surpreendente foi a irrelevância do nível de independência do conselho de administração sobre a qualidade da informação financeira.

Uma explicação para o sucedido, segundo Góis (2008) reside no facto de que muitos dos administradores considerados como independentes não o serem na realidade. É usual nas grandes empresas portuguesas integrar nos seus conselhos de administração ex-políticos que lhes asseguram benefícios e grandes oportunidades de negócio. Estes membros não são independentes nem tão pouco exercem a sua função de supervisão dos membros executivos da sociedade, a sua presença é meramente representativa.

Outra explicação é dada ainda por Góis (2012), ao referir que o facto de um administrador, ainda que seja não-executivo, pertencer a um vasto número de conselhos de administração pode retirar a eficácia ao trabalho por si desempenhado.

### **4.3.4 Evolução da qualidade do governo societário ao longo dos últimos 20 anos – estudo comparativo**

Com o objetivo de avaliarmos a efetiva evolução da qualidade do governo societário ao longo dos últimos anos foi feita uma análise comparativa entre os resultados obtidos por Góis (2008), respeitantes ao período de 1996 a 2001 e o período que agora estamos a analisar (2009-2013), visto que o estudo mais antigo tem por amostra exatamente a mesma realidade que agora estudamos. Para uma melhor análise comparativa elaborámos os quadros 8, 9 e 10 que se podem observar abaixo.



A nossa variável dependente serão os acréscimos contabilísticos discricionários obtidos segundo Jones (1991), Dechow e Dichev (2002) e Francis *et al.* (2005), e as variáveis independentes que serão analisadas são apenas as variáveis de controlo (tamanho da sociedade (TAMSOC), Leverage e taxa de crescimento do ativo (CRESCIM)) e as características do governo das sociedades utilizadas no estudo de Góis (2008): o tamanho, modificação da composição e nível de independência do conselho de administração e se houve ou não mudança de CEO.

Apenas se tornou necessário recalculas as regressões lineares referentes aos modelos 2 e 3 uma vez que o modelo 1 já era comparável com o estudo de Góis (2008).

O quadro 8 – Modelo 1 (comparativo) apresenta os resultados da aplicação do mesmo modelo de regressão utilizado no quadro 5 - Modelo 1.

**Quadro 8 - Modelo 1 (Comparativo)**

<b>AD Jones</b>		(Constante)	TAMSOC	LEVERAGE	CRESCIM
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,050	-0,005	0,082	0,016
<u>R<sup>2</sup> = 27,4</u>	t	1,997	-3,266	7,104	0,808
	Sig.	*	**	***	
<u>1996/2001</u>	Coef.	-0,094	0,011	-0,075	0,083
<u>R<sup>2</sup> = 13,6</u>	t	-1,508	3,086	-2,594	3,999
	Sig.		***	***	***
<b>AD DD</b>					
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,049	-0,005	0,069	-0,011
<u>R<sup>2</sup> = 35,6</u>	t	2,621	-4,251	8,028	-0,755
	Sig.	**	***	***	
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,027	0,003	-0,071	0,023
<u>R<sup>2</sup> = 11,7</u>	t	0,736	1,570	-4,132	1,984
	Sig.			***	*
<b>AD Francis</b>					
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,023	-0,003	0,061	-0,009
<u>R<sup>2</sup> = 23,7</u>	t	1,184	-2,087	6,657	-0,570
	Sig.		*	***	
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,011	0,003	-0,065	0,021
<u>R<sup>2</sup> = 10,3</u>	t	0,306	1,503	-3,858	1,810
	Sig.			***	*

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

Conforme se pode observar no quadro 8, os coeficientes obtidos nas diferentes medidas de qualidade contabilísticas apresentam um comportamento semelhante individualmente para cada um dos períodos analisados, no entanto quando comparados um período com o outro, o seu comportamento é contraditório.

No estudo de Góis (2008), referente ao período 1996/2001, o coeficiente mais expressivo é o relativo à relação negativa e fortemente significativa, apresentada em todas as medidas, entre o leverage e os acréscimos discricionários. Já no estudo empírico referente ao período mais atual o coeficiente entre o leverage e os acréscimos discricionários também é o mais expressivo e fortemente significativo em qualquer das medidas utilizadas, apresentando no entanto uma natureza positiva.

Sendo assim, ao passo que no período 1996/2001 quanto maior o nível de endividamento menor o nível de acréscimos discricionários, no período mais atual quanto mais elevado for o nível de endividamento pior a qualidade da informação financeira apresentada pelas empresas. De relembrar ainda que no quadro comparativo das estatísticas descritivas tínhamos verificado um aumento de 21,3% no nível de endividamento do período 1996/2001 para o período mais atual.

O coeficiente associado ao tamanho da sociedade (TAMSOC), no período 1996/2001 tem uma natureza positiva nas três medidas mas é apenas significativo na AD Jones. De modo inverso, no período mais atual aquele coeficiente apresenta natureza negativa e com significância estatística em qualquer das medidas. Pelo que enquanto na década de 90 quanto maior o tamanho da sociedade maior o nível de acréscimos discricionários, no período atual verifica-se que quanto maior o tamanho da sociedade melhor a qualidade da informação financeira apresentada.

Em face dos resultados, os resultados obtidos no estudo mais recente mostram que um maior tamanho da empresa está efetivamente associado a uma melhoria da qualidade contabilística. A relação agora obtida está de acordo com os trabalhos de Christie (1990) e Hope (2003), que evidenciam uma preocupação das grandes empresas em mostrar maior qualidade contabilística. Uma explicação para esta nova realidade pode ser resultante da alteração das normas contabilísticas pois a partir de 2005 as empresas portuguesas com valores cotados em mercado regulamentado passaram a estar obrigadas a utilizar o referencial IASB (*International Accounting Standards Board*) publicado no Regulamento (CE) n.º1606/2002, ao contrário do que acontecia na amostra inicial.

Finalmente, o coeficiente associado ao crescimento das empresas (CRESCIM) mostra uma relação positiva e significativa nas três medidas de acréscimos discricionários no período 1996/2001 e no período 2009/2013 apenas apresenta relação positiva na medida de AD Jones, nas restantes medidas este coeficiente apresenta uma relação negativa e em nenhuma das medidas é significante estatisticamente.

O Quadro 9 – Modelo 2 (comparativo) mostra os resultados da aplicação do seguinte modelo de regressão:

$$AD_t = \alpha_t + \beta_{1t}TAMSOC_t + \beta_{2t}LEVERAGE_t + \beta_{3t}CRESCIM_t + \beta_{4t}TAMCONS_t + \beta_{5t}INDCONS_t + \beta_{6t}MUDCONS_t + \beta_{7t}MUDCEO_t + \varepsilon_t$$

**Quadro 9 - Modelo 2 (Comparativo)**

<b>AD Jones</b>		(Constante)	TAMSOC	LEVERAGE	CRESCIM	TAMCONS	INDCONS	MUDCONS	MUDCEO
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,071	-0,008	0,082	0,004	0,031	0,004	0,003	-0,006
<u>R<sup>2</sup> = 30,7</u>	t	2,660	-4,099	7,138	0,197	2,608	0,205	0,434	-0,707
	Sig.	**	***	***		*			
<u>1996/2001</u>	Coef.	-0,092	0,010	-0,077	0,088	0,073	0,000	0,000	0,036
<u>R<sup>2</sup> = 17,2</u>	t	-1,450	2,520	-2,710	4,230	1,570	1,440	-1,630	1,850
	Sig.		**	***	***				*
<b>AD DD</b>									
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,051	-0,005	0,069	-0,012	0,004	-0,001	0,000	-0,004
<u>R<sup>2</sup> = 35,9</u>	t	2,534	-3,474	7,879	-0,754	0,475	-0,057	0,047	-0,666
	Sig.	*	**	***					
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,028	0,004	-0,076	0,021	-0,023	0,000	0,000	-0,023
<u>R<sup>2</sup> = 14,9</u>	t	0,750	1,720	-4,350	1,810	-0,830	-0,070	-0,310	-1,960
	Sig.		*	***	*				*
<b>AD Francis</b>									
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,024	-0,003	0,061	-0,009	0,004	-0,001	-0,003	-0,004
<u>R<sup>2</sup> = 24,2</u>	t	1,102	-1,621	6,556	-0,517	0,375	-0,049	-0,534	-0,616
	Sig.			***					
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,014	0,003	-0,068	0,019	-0,015	0,000	0,000	-0,019
<u>R<sup>2</sup> = 12,10</u>	t	0,370	1,488	-3,940	1,663	-0,568	-0,199	0,400	-1,612
	Sig.			***	*				

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

Analisando o quadro 9 – Modelo 2 (comparativo), concluímos que de um modo geral os coeficientes encontrados tanto no período 1996/2001 como no mais atual, não são estatisticamente significativos ou são de sinal contraditório.

O coeficiente  $\beta_4$  (TAMCONS) mostra a relação entre o tamanho do conselho de administração e o nível de acréscimos discricionários. No estudo de Góis (2008) os valores encontrados são distintos consoante a medida utilizada, tendo obtido um valor positivo na medida AD Jones e valor negativo nas medidas de AD DD e AD Francis e em nenhum dos casos obtém coeficientes estatisticamente significativos.

No estudo referente ao período 2009/2013, os resultados obtidos em qualquer das medidas do nível de discricionariedade são de natureza positiva, embora apenas estatisticamente significativo na medida de AD Jones, ou seja, quanto maior o tamanho do conselho maior o nível de discricionariedade contabilística e por conseguinte menor a qualidade da informação apresentada nas demonstrações financeiras.

O coeficiente  $\beta_5$  (INDCONS) mostra a relação entre o nível de independência do conselho e o nível de discricionariedade nas demonstrações financeiras. Conforme demonstra o quadro 9, no estudo referente ao final da década de 90, esta variável apresenta um efeito nulo sobre o nível de discricionariedade contabilística em qualquer das medidas utilizadas. No estudo do período 2009/2013 são obtidos valores contraditórios pois na medida de discricionariedade AD Jones o coeficiente apresenta sinal positivo e nas medidas restantes, sinal negativo e em nenhum dos casos é estatisticamente significativo. Sendo assim podemos concluir que nem no período 1996/2001 nem no mais recente se verifica existir uma relação positiva entre o nível de independência do conselho de administração e a qualidade das demonstrações financeiras.

O coeficiente  $\beta_6$  (MUDCONS) mede a relação entre a mudança do conselho de administração (variável dicotómica) e o nível de discricionariedade contabilística. No estudo referente ao período 1996/2001, mostra um efeito nulo em qualquer das medidas utilizadas para mensurar a qualidade da informação contabilística. E no estudo referente ao período 2009/2013 mostra valores contraditórios pois na medida de AD Jones apresenta sinal positivo, na medida AD DD tem um efeito nulo e na medida de AD Francis sinal negativo. Verificamos assim que nem na investigação de Góis (2008) nem no estudo referente ao período mais recente se verifica que a modificação da composição do governo da sociedade esteja positivamente associada com o aumento da qualidade da informação contabilística apresentada pela sociedade.

Ao analisarmos o coeficiente  $\beta_7$  (MUDCEO), que é uma variável dicotómica que mede o impacto da mudança de CEO com o nível de acréscimos discricionários, verificamos que na investigação levada a cabo por Góis (2008) apresenta valores contraditórios, consoante se utilize a medida AD Jones ou as de AD DD e AD Francis ainda que nas duas primeiras os valores obtidos sejam estatisticamente significantes. Pelo que foi rejeitada a hipótese de que com a mudança de CEO diminuíssem os acréscimos discricionários.

No estudo empírico referente ao período mais recente o coeficiente  $\beta_7$  apresenta sinal negativo em todas as medidas, apesar de não serem valores estatisticamente significativos. Ou seja, com a mudança de CEO o nível de discricionariedade diminui pelo que aumenta a qualidade da informação contida nas demonstrações financeiras mas como esta constatação não é válida estatisticamente também não se pode aceitar.

Face aos resultados obtidos podemos concluir que malgrado terem passado quase 10 anos entre um estudo e outro a capacidade explicativa das variáveis de um bom governo societário não se traduzem

numa melhoria da qualidade da informação contabilística apresentada pelas empresas portuguesas. De referir que estes resultados são ainda mais surpreendentes quando houve uma substancial melhoria da capacidade explicativa dos modelos utilizados que quase duplicou entre os dois períodos em análise.

O Quadro 10 – Modelo 3 (comparativo) mostra os resultados da aplicação do seguinte modelo de regressão:

$$AD_t = \alpha_t + \beta_{1t}TAMSOC_t + \beta_{2t}LEVERAGE_t + \beta_{3t}CRESCIM_t + \beta_{4t}TAMCONS_t + \beta_{5t}INDCONS_t + \beta_{6t}MUDCONS_t + \beta_{7t}MUDCEO_t + \beta_{8t}TAMCONS_t^2 + \beta_{9t}INDCONS_t^2 + \varepsilon_t$$

**Quadro 10 - Modelo 3 (Comparativo)**

<b>AD Jones</b>		(Constante)	TAMSOC	LEVERAGE	CRESCIM	TAMCONS	INDCONS	MUDCONS	MUDCEO	TAMCONS <sup>2</sup>	INDCONS <sup>2</sup>
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,061	-0,009	0,082	0,003	0,060	-0,061	0,005	-0,005	-0,015	0,136
<u>R<sup>2</sup> = 31,5</u>	t	1,898	-4,036	7,116	0,167	1,510	-1,221	0,706	-0,636	-0,652	1,362
	Sig.		***	***							
<u>1996/2001</u>	Coef.	-0,001	0,007	-0,057	0,079	-0,136	-0,001	0,000	0,036	0,001	0,000
<u>R<sup>2</sup> = 21,6</u>	t	-0,017	1,695	-2,002	3,887	-1,458	-1,931	-1,608	1,874	2,453	2,364
	Sig.		*	**	***		*		*	**	**
<b>AD DD</b>											
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,059	-0,006	0,068	-0,012	-0,013	0,008	0,000	-0,004	0,010	-0,016
<u>R<sup>2</sup> = 36,0</u>	t	2,389	-3,472	7,731	-0,732	-0,414	0,208	0,021	-0,639	0,571	-0,211
	Sig.	*	**	***							
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,094	0,001	-0,071	0,022	-0,135	0,000	0,000	-0,025	0,000	0,000
<u>R<sup>2</sup> = 18,5</u>	t	2,073	0,581	-4,066	1,869	-2,339	0,892	-0,197	-2,104	2,256	-1,120
	Sig.	**		***	*	**			**	**	
<b>AD Francis</b>											
<u>2009/2013</u>	Coef.	0,029	-0,003	0,060	-0,009	-0,004	-0,022	-0,002	-0,004	0,005	0,048
<u>R<sup>2</sup> = 24,4</u>	t	1,103	-1,694	6,428	-0,511	-0,110	-0,547	-0,370	-0,543	0,289	0,592
	Sig.			***							
<u>1996/2001</u>	Coef.	0,113	0,000	-0,059	0,018	-0,200	0,000	0,000	-0,021	0,001	0,000
<u>R<sup>2</sup> = 20,4</u>	t	2,585	-0,103	-3,465	1,646	-3,596	0,430	0,470	-1,818	3,800	-0,783
	Sig.	**		***		***			*	***	

\*\*\* Significância estatística no nível 0,001.

\*\* Significância estatística no nível 0,01.

\* Significância estatística no nível 0,05.

Fonte: Elaboração própria

O coeficiente  $\beta_8$  (TAMCONS<sup>2</sup>) representa a variável quadrática que mede a relação entre o tamanho do conselho de administração e o nível de discricionariedade contabilística.

Analisando o quadro 10 verificamos que aquele coeficiente no período 1996/2001 assume um valor positivo nas medidas AD Jones e AD Francis e nulo na medida de AD DD e sempre significativo, o que

permitiu concluir que a partir de determinado número de membros no conselho de administração deixa de ser eficiente essa composição.

Já no estudo referente ao período 2009/2013, aquele coeficiente apresenta sinais contraditórios, na medida AD Jones tem sinal negativo e nas medidas restantes tem sinal positivo e em nenhum dos casos é estatisticamente significativo. Pelo que não se pode considerar válida a hipótese segundo a qual a partir de determinado número de elementos que compõem o conselho de administração passa a existir uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a qualidade das demonstrações financeiras.

O coeficiente  $\beta_9$  (INDCONS<sup>2</sup>) representa a avaliação do nível de independência ótimo do conselho de administração.

No estudo referente ao período 1996/2001, este coeficiente mostra um efeito nulo sobre a qualidade contabilística e na investigação relativa ao período mais atual apresenta sinais contraditórios consoante se utilize a medida AD Jones e AD Francis com valor positivo ou se utilize a medida AD DD com valor negativo e em nenhum dos casos com significância estatística. Assim sendo, concluímos que em nenhum dos casos se pode afirmar que a partir de um determinado nível de independência do conselho de administração deixa de existir uma relação positiva entre o nível de independência e a qualidade da informação apresentada nas demonstrações financeiras.

### 4.3.5 Discussão dos resultados

Ao longo deste estudo definiram-se hipóteses para responder ao problema inicial: A maior qualidade da informação financeira está associada a maiores níveis de bom governo? A crescente importância e implementação das regras de bom governo, ocorridas na última década, estão associadas a um maior nível de qualidade da informação financeira?

O presente trabalho apresenta evidência empírica relativa à relação entre as características do governo das sociedades e a qualidade das demonstrações financeiras apresentadas por 38 das 43 sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* no período 2009-2013.

Nenhuma das hipóteses definidas inicialmente se verificam verdadeiras, isto é, todas as hipóteses foram rejeitadas por não serem estatisticamente significativas e não possuem poder de explicação para este estudo.

De entre todas as variáveis apenas a mudança de CEO apresentou o sinal predito face a todas as medidas de acréscimos discricionários. Não obtivemos, no entanto, significância estatística para validar a hipótese de investigação H<sub>3</sub>.

No nosso estudo conseguimos encontrar evidência empírica em como um maior tamanho da empresa está efetivamente associado a uma melhoria da qualidade contabilística. Não conseguimos foi provar que

um melhor governo societário se traduz numa melhor qualidade contabilística pelo que a questão de um melhor governo das sociedades não é mais que marketing.

Sendo assim, podemos concluir que os relatórios de governo das sociedades apresentados pelas diferentes sociedades cotadas portuguesas constituem mais um instrumento de Marketing para a imagem dada aos investidores e outros utentes das demonstrações financeiras, que não se consubstancia em reais melhorias de boas práticas. Pois apesar dos esforços do legislador com a introdução de novas regras para promover melhores níveis de bom governo das sociedades continuamos de um modo geral a não obter qualquer evidência da existência de total transparência na informação financeira apresentada pelas sociedades com valores cotados na *Euronext Lisbon*.

## 5. Conclusões

Desde a génese do governo das sociedades até aos dias de hoje muitas foram as alterações e melhorias para que exista um Bom Governo das Sociedades.

No entanto, os escândalos financeiros e contabilísticos que vão sendo notícia um pouco por todo o mundo, nomeadamente o recente caso do Grupo Espírito Santo, continuam a abalar a confiança nas demonstrações financeiras apresentadas e a colocar em causa a sua transparência.

Ao longo deste estudo definiram-se hipóteses para responder ao problema inicial: A maior qualidade da informação financeira está associada a maiores níveis de bom governo? A crescente importância e implementação das regras de bom governo, ocorridas na última década, estão associadas a um maior nível de qualidade da informação financeira?

Concretamente o presente trabalho apresenta evidência empírica relativa à relação entre as características do governo das sociedades e a qualidade das demonstrações financeiras apresentadas por 38 das 43 sociedades cotadas na *Euronext Lisbon* no período 2009-2013. Nenhuma das hipóteses definidas inicialmente se verificou verdadeira, isto é, todas as hipóteses foram rejeitadas por não serem estatisticamente significativas e não possuírem poder de explicação para este estudo. Face aos resultados obtidos concluímos que para as empresas portuguesas com valores cotados nos anos mais recentes (2009 a 2013) as características do governo das sociedades continuam sem ter uma relação positiva com a qualidade da informação financeira.

Quando foi realizado um estudo comparativo utilizando um horizonte de 20 anos, os resultados mostram que malgrado um aumento da qualidade contabilística estar associada às maiores empresas, que não se verificava anteriormente, continuou a não se encontrar relações estatísticas que comprovem que o cumprimento das melhores práticas de governação internacionais se traduz numa melhoria da informação financeira apresentada por essas empresas.

Tudo isto nos leva a concluir que os relatórios de Governo das Sociedades são verdadeiramente um instrumento de marketing, pois os gestores, apesar das sucessivas melhorias e recomendações para a existência de um Bom Governo das Sociedades, conseguem continuar a manipular as perceções dos utentes da informação financeira.

Uma das condicionantes ao estudo efetuado prende-se com o facto de a economia nacional refletir no período em análise a situação económica mundial, caracterizada pela crise financeira. No caso da economia portuguesa esse impacto foi ainda mais forte pois Portugal teve de recorrer a auxílio externo durante o ano de 2011 com forte influência nas empresas portuguesas. Tendo em conta a conjuntura económica desfavorável é expectável a prática da gestão de resultados por parte dos gestores, pelo que os nossos resultados podem ter sido condicionados por esses acontecimentos. De referir que o período



comparativo utilizado diz respeito aos anos de maior expansão das modernas bolsas de valores que precederam a crise do início do século XX.

Outra limitação prende-se com o facto de o enquadramento legal de Portugal ser diferente face ao contexto de outros estudos realizados. Nomeadamente no que respeita ao tipo de sistema de governo das sociedades, pois enquanto no estudo de empresas americanas estamos perante o sistema anglo-saxónico, em Portugal o sistema dominante é o latino, sendo este caracterizado pela unificação no mesmo órgão da monitorização e da gestão. Para além disso, Portugal é um dos países do chamado direito romano, onde as empresas se financiam maioritariamente através de recursos externos e a fiscalidade exerce ainda uma forte influência sobre a contabilidade.

Uma proposta de trabalho futuro poderá ser aplicar este estudo às empresas cotadas em Portugal num horizonte temporal posterior, uma vez que passou a poder ser utilizado o Código de Governo das Sociedades publicado pelo IPCG, que introduz alterações substanciais ao modelo até então utilizado.

Uma outra linha de investigação passível de ser seguida seria a incorporação de outras características de governo das sociedades ao modelo empírico. De entre essas características a estudar deverá estar a avaliação do impacto da introdução da característica do género. De acordo com o que tem sido anunciado (Agência Lusa (2015)), o Governo pretende que as empresas cotadas na Bolsa de Lisboa integrem mais mulheres no conselho de administração. Para avaliação desta proposta deveria ser investigado em que medida uma maior percentagem de membros do género feminino no Conselho de Administração tem ou não impacto no aumento da transparência das demonstrações financeiras.

## 6. Referências Bibliográficas

Abreu, Jorge Manuel Coutinho de (2010), *Governança das Sociedades Comerciais*. Coimbra: Edições Almedina – 2ª Edição, pp. 9-14.

Agência Lusa (2015). “Treze cotadas assinam compromisso para igualdade de género nas administrações das empresas”. *Observador* 30/06/2015. 04 julho 2015. <<http://observador.pt/2015/06/30/treze-cotadas-assinam-compromisso-para-igualdade-de-genero-nas-administracoes-das-empresas/>>.

Aman, Hiroyuki, Beekes, Wendy e Brown, Philip (2011). “Corporate Governance and Transparency in Japan”. 28 junho 2011. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1874611](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1874611)>.

Armstrong, Christopher S., Core, John E.e Guay, Wayne R. (2013). “Do Independent Directors Cause Improvements in Firm Transparency?”. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2031801](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2031801)>.

Beasley, Mark S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, Vol. 71, n.º4 (October), pp. 443–465.

Bernal, Luis Fernando Sabogal (2013). Los conflictos de intereses de los administradores bajo el nuevo paradigma de la transparencia en el gobierno societario. *Revista E – Mercatoria* Volume 12, número 1 (janeiro-junho).

Borrhalho, João Miguel C. (2007), *A associação entre a gestão de resultados contabilísticos e a opinião dos auditores*, Lisboa, ISCTE. Dissertação de Mestrado em Contabilidade. 21 julho 2015 <<https://repositorio.iscte-iul.pt/handle/10071/1277>>.

Bowen, Robert M., Rajgopal, Shivaram e Venkatachalam, Mohan (2005). “Accounting discretion, corporate governance and firm performance”. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=367940](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=367940)>.

Bushman, Robert M. e Smith, Abbie J. (2003). Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *FRBNY Economic Policy Review / April 2003*, pp. 65-87

Câmara, Paulo (2002). Códigos de Governo das Sociedades. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 15 (dezembro 2002), pp. 65-90.

Câmara, Paulo, Neves, Rui de Oliveira, Figueiredo, André, Oliveira, António Fernandes de e Gomes, José Ferreira (2008), *Código das Sociedades e Governo das Sociedades*. Editora Almedina.

Carvalho, Ana Filipa Gomes de (2013), *Ciclos económicos e gestão dos resultados contabilísticos*, Coimbra, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. 20 julho 2015  
<[https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/24756/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o\\_Mestrado\\_Ana%20Filipa\\_OGAMI.pdf](https://estudogeral.sib.uc.pt/bitstream/10316/24756/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o_Mestrado_Ana%20Filipa_OGAMI.pdf)>.

Católica – Lisbon School of Business & Economics (2013). “Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações sobre o Governo das Sociedades em Portugal em 2012”. 19 abril 2015  
<[https://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/pt-pt/system/files/assets/files/catolica\\_aem\\_corporategovernance\\_relatorio\\_2013.compressed.pdf](https://www.clsbe.lisboa.ucp.pt/pt-pt/system/files/assets/files/catolica_aem_corporategovernance_relatorio_2013.compressed.pdf)>.

Christie, Andrew A. (1990). Aggregation of test statistics: An evaluation of the evidence on contracting and size hypotheses. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12 pp. 15-36.

Código das Sociedades Comerciais (2015). 10 outubro 2015  
<[http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei\\_print\\_articulado.php?tabela=leis&artigo\\_id=&nid=524&nversao=&tabela=leis](http://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_print_articulado.php?tabela=leis&artigo_id=&nid=524&nversao=&tabela=leis)>.

Cohen, Jeffrey, Krishnamoorthy, Ganesh e Wright, Arnie (2004). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of Accounting Literature*, pp. 87-152.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005). “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas”. 17 agosto 2014  
<[http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot\\_Nov2005/Documents/43d104c4a8434d1ea100c3565316970erecomendacoesNov2005.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Soccot/Soccot_Nov2005/Documents/43d104c4a8434d1ea100c3565316970erecomendacoesNov2005.pdf)>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2010). “Regulamento da CMVM n.º 1/2010 - Governo das Sociedades Cotadas”. 05 julho 2015  
<<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Documents/Regulamento12010GovernodasSociedadesCotadas1.pdf>>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013 a). “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas”. 16 junho 2014  
<<http://www.cmvm.pt/CMVM/Recomendacao/Recomendacoes/Documents/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades%202013.pdf>>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013 b). “Regulamento da CMVM n.º 4/2013 – Governo das Sociedades”. 20 junho 2015  
<[http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg\\_2013\\_04.aspx](http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg_2013_04.aspx)>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2014). “Código dos Valores Mobiliários”. 17 agosto 2014 <[http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao\\_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documentos/CodVMVersDownload\\_alterado%20Junho%202014\\_v2.pdf](http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Codigo%20dos%20Valores%20Mobiliarios/Documentos/CodVMVersDownload_alterado%20Junho%202014_v2.pdf)>.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2015). “Relatório anual sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal 2013”. 20 junho 2015 <<http://www.cmvm.pt/pt/EstatisticasEstudosEPublicacoes/Publicacoes/governosociedadescotadas/Documentos/Relat%C3%B3rio%20GS.pdf>>.

Cunha, Manuel Ricardo (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revisores ∃ Auditores* outubro\_dezembro 2013, pp. 14-23.

Cunha, Vera Lúcia M. e Martins, António (2007). O Conselho de administração e o desempenho das sociedades. *CTOC - Revista Contabilidade e Gestão*, n.º 4, pp. 67-92.

DeAngelo, Linda Elizabeth (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *The Accounting Review*, Vol. 61, n.º 3, pp. 400-420.

Dechow, Patricia M. e Dichev, Ilia D. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*, Vol. 77, Supplement 2002, pp. 35-59.

Denis, David J. e Denis, Diane K. (1995). Performance changes following top management dismissals. *The Journal of Finance*, Vol. L, n.º 4, September 1995, pp. 1029-1055.

Deumes, Rogier, Schelleman, Caren, Bauwhede, Heidi V. e Vanstraelen, Ann (2011). “Audit Firm Governance: Do Transparency Reports Reveal Audit Quality?”. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1847924](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1847924)>.

Ewert, Ralf e Wagenhofer, Alfred (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 80, n.º 4, pp. 1101-1124

Francis, Jennifer, Lafond, Ryan, Olsson, Per e Schipper, Katherine (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp. 295-327.

Góis, Cristina Gonçalves (2007). “O impacto da introdução das regras do Governo das Sociedades para as empresas com valores cotados na bolsa portuguesa”. 17 agosto 2014 <[http://www.cegea.upv.es/congresos\\_y\\_jornadas/2007\\_Empresa\\_y\\_Sociedad/cd/132a.pdf](http://www.cegea.upv.es/congresos_y_jornadas/2007_Empresa_y_Sociedad/cd/132a.pdf)>.

Góis, Cristina Gonçalves (2008). *Efeito do Governo das Sociedades sobre a qualidade da informação financeira: Evidência nas empresas portuguesas*. Comunicação XII Congresso Aveiro – 2008

Góis, Cristina Gonçalves (2010). *Como alcançar melhores conselhos de administração?*. XIV Encontro AECA – Coimbra (Portugal) - setembro 2010.

Góis, Cristina Gonçalves (2012). *À procura do administrador ideal*. XV Encontro AECA – Ofir-Esposende (Portugal) – setembro 2012.

Góis, Cristina Gonçalves (2013). A governação das sociedades – qual a ligação ao relato financeiro?. *OTOC - Revista TOC n.º157*, pp. 56-61.

Gonçalves, Sandra Ferreira (2014), *As determinantes da Qualidade da Informação Financeira Via Imparidade de Ativos*, Porto, Instituto Superior de contabilidade e administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças. 21 julho 2015 <[http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/5453/1/DM\\_SandraGon%C3%A7alves\\_2014.pdf](http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/5453/1/DM_SandraGon%C3%A7alves_2014.pdf)>.

Goncharov, Igor e Zimmermann, Jochen (2007). “Do Accounting Standards influence the Level of Earnings Management? Evidence from Germany”. 16 setembro 2015 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=386521](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=386521)>.

Guerreiro, Marta Alexandra Silva (2006). Impacto da adopção das *International Financial Reporting Standards*: factores explicativos do nível de informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas. *CTOC - Revista Contabilidade e Gestão, n.º 3*, pp. 7-32.

Healy, Paul M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, pp. 85-107.

Healy, Paul M. e Wahlen, James M. (1998). “A Review of the earnings management literature and its implications for standard setting”. 16 setembro 2015 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=156445](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=156445)>.

Hermalin, Benjamin E. e Weisbach, Michael S. (2007). “Transparency and corporate governance”. janeiro 2007. *National Bureau of Economic Research*. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=960450](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=960450)>.

Hope, Ole-Kristian (2003). “Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin”. *Joseph L. Rotman School of Management*. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=380000](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=380000)>.

Instituto Português de Corporate Governance (2013). “Código de Governo das Sociedades”. 19 abril 2015 <[http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo\\_de\\_governo\\_das\\_sociedades\\_do\\_ipcg.pdf](http://www.cgov.pt/images/stories/ficheiros/codigo_de_governo_das_sociedades_do_ipcg.pdf)>.

Jensen, Michael C. e Meckling, William H. (1976). The theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.

Jones, Jennifer J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, n.º 2 Autumn 1991, pp. 193-228.

Jorge, Maria João e Augusto, Mário Gomes (2011). The value of hedging through corporate governance: a literature review and directions for future research. *Portuguese Journal of Management Studies*, Vol. XVI, n.º 2, pp. 113-129.

Kaplan, Steven N. (1994). "Top executives, turnover, and firm performance in Germany", *National Bureau of economic research*. 03 agosto 2015 < <http://www.nber.org/papers/w4416.pdf>>.

Klein, April (2006). "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management", *NYU Center for Law and Economics*, outubro 2006. 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=246674](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=246674)>.

Magalhães, Jorge (2015). Maior exigência da lei aumentou a confiança dos investidores – Entrevista a Michael Oxley. *OTOC -Revista TOC n.º185*, pp.6-12.

Martins, António Miguel Valente e Moutinho, Nuno Filipe Lopes (2007). "Accruals discricionários e o governo das sociedades: uma aplicação às empresas cotadas no mercado bolsista português". 17 agosto 2014 <<http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2233224>>.

Mateus, Cláudio Miguel Soldado (2012), *O Modelo de Dupla Auditoria e a Gestão de Resultados: Uma singularidade Portuguesa*, Lisboa, Universidade Técnica de Lisboa, Instituto Superior de Economia e Gestão. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais. 21 julho 2015 <<https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/5112/1/DM-CMSM-2012.pdf>>.

Mendes, Cláudia Araújo e Rodrigues, Lúcia Lima (2007). Determinantes da Manipulação Contabilística. *Revista de Estudos Politécnicos* (2007), Vol IV, n.º 7, pp. 189-210.

Miranda, Catarina Alves Ribeiro de (2014), *A influência do Governo das Sociedades na qualidade dos resultados*, Porto, Faculdade de Economia da Universidade do Porto. Dissertação de Mestrado em Finanças de Fiscalidade. 21 julho 2015 <<http://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/77305/2/105187.pdf>>.

Miranda, Vânia Alexandra Crúzio (2013), *Qualidade dos resultados e qualidade de auditoria nas empresas não cotadas europeias*, Lisboa, School of Economics & Management. Dissertação de Mestrado

---

em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças empresariais. 21 julho 2015 <<https://www.repository.utl.pt/bitstream/10400.5/6539/1/DM-VACM-2014.pdf>>.

Moreira, José A.C. (2006). “ “Accruals” Discricionários: o Erro de Estimação Induzido pelo Conservantismo”. 13 junho 2015 < <http://www.fep.up.pt/investigacao/cete/papers/DP0606.pdf>>

Moreira, José António (2015). Da gestão dos resultados à fraude contabilística: contributos para uma clarificação de conceitos. *OTOC -Revista TOC n.º182*, pp.71-72.

Mulford, Charles W. e Comiskey, Eugene E. (2002). “The Financial Numbers Game Detecting Creative Accounting Practices”. John Wiley & Sons, Inc. 21 setembro 2015 <[http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan\\_Digital\\_1/ACCOUNTING%20The%20Financial%20Numbers%20Game%20Detecting%20Creative%20Accounting%20Practices.pdf](http://www.untag-smd.ac.id/files/Perpustakaan_Digital_1/ACCOUNTING%20The%20Financial%20Numbers%20Game%20Detecting%20Creative%20Accounting%20Practices.pdf)>.

Nunes, Ricardo Jorge Ferreira (2014). As implicações das práticas de alisamento de resultados na qualidade da informação. *Revisores ∃ Auditores* janeiro\_março 2014, pp. 32-40.

OCDE (2004). “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”. OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico.

Osma, Beatriz García e Noguera, Belén Gill-de-Albornoz (2007). The Effect of the Board Composition and its Monitoring Committees on Earnings Management: evidence from Spain. *Corporate Governance an international review*, November 2007, volume 15 number 6, pp. 1413-1428.

Rodrigues, João (2009), *Sistema de Normalização Contabilística – SNC Explicado*. Porto: Porto Editora

Rodrigues, Lúcia Lima (2013). “Manipulação de contas ou marketing das percepções?”. *SNC e os juízos de valor: uma perspectiva crítica e multidisciplinar* (2013). 01 maio 2015 <[https://books.google.pt/books?id=80rcaDeVpelC&pg=PT182&lpg=PT182&dq=manipula%C3%A7%C3%A3o+de+contas+ou+marketing+das+percep%C3%A7%C3%B5es?&source=bl&ots=eV6Xl415l-&sig=t4-ibHDCovEFUdrwFXMmaeOCZDU&hl=ptPT&sa=X&ved=0CB8Q6AEwAGoVChMIrQOEjMeFxlV6yDbCh3BqgB\\_#v=onepage&q=manipula%C3%A7%C3%A3o%20de%20contas%20ou%20marketing%20das%20percep%C3%A7%C3%B5es%3F&f=false](https://books.google.pt/books?id=80rcaDeVpelC&pg=PT182&lpg=PT182&dq=manipula%C3%A7%C3%A3o+de+contas+ou+marketing+das+percep%C3%A7%C3%B5es?&source=bl&ots=eV6Xl415l-&sig=t4-ibHDCovEFUdrwFXMmaeOCZDU&hl=ptPT&sa=X&ved=0CB8Q6AEwAGoVChMIrQOEjMeFxlV6yDbCh3BqgB_#v=onepage&q=manipula%C3%A7%C3%A3o%20de%20contas%20ou%20marketing%20das%20percep%C3%A7%C3%B5es%3F&f=false)>.

Santos, F.Teixeira dos (2000). “A importância do corporate governance - Uma perspectiva institucional”. 04 julho 2015 <[http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/CorporateGovernance\\_Barclays.pdf](http://www.fep.up.pt/docentes/ftsantos/interven%C3%A7%C3%B5es/CorporateGovernance_Barclays.pdf)>.

Shilit, Howard (2002), *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks & Fraud in Financial Reports*. McGraw-Hill. 2ª Edição.

Silva, Pedro Alexandre Tavares da (2011), *Factores que influenciam o cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades cotadas em Portugal*, Porto, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Dissertação de Mestrado em Auditoria. 19 abril 2015 <[http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/313/1/PeDrO\\_SiLvA\\_MAUD\\_2011.pdf](http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/313/1/PeDrO_SiLvA_MAUD_2011.pdf)>.

Soppe, Aloy, Zijl, Niels van e Bos, Auke de (2010). "Board Transparency, CEO Monitoring and Firms' Financial Performance". 17 agosto 2014 <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1621557](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1621557)>.

Sousa, Alexandre Manuel Cavaco Pais de (2013), *Governo das Sociedades: O papel do auditor externo. O Caso Português – Nyse Euronext Lisbon*, Coimbra, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra. Dissertação de Mestrado em Gestão. 19 abril 2015 <<https://estudogeral.sib.uc.pt/handle/10316/24626>>.

Texier, Jorge (2011), *A experiência do auditor como factor determinante da qualidade da auditoria*, Faculdade de Ciências económicas e empresariais - Universidade Católica Portuguesa. Tese de Mestrado. 19 abril 2015 <<http://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/11839/1/Tese%20Mestrado%20Jorge%20Texier.pdf>>.

Viana, Luís (2009). "Manipulação de Resultados Contabilísticos". 19 abril 2015 <<http://nrhomem.no.sapo.pt/manipulacaoderesultados.pdf>>.

Vieira, Inês Silva, Jorge, Maria João e Canadas, Natália Maria Rafael Prudêncio (2011). "Corporate Governance, Ethics and Social Responsibility: Comparing Continental European and Anglo-Saxon Firms". 10 outubro 2015 <[http://www.fep.up.pt/conferencias/10seminariogrudis/Vieira,%20In%C3%AAs%20\(Leiria\)%20-%20PAPER\\_Corporate%20Governance,%20Ethics%20and%20Social%20Responsibility.pdf](http://www.fep.up.pt/conferencias/10seminariogrudis/Vieira,%20In%C3%AAs%20(Leiria)%20-%20PAPER_Corporate%20Governance,%20Ethics%20and%20Social%20Responsibility.pdf)>.