



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

Características do Conselho de  
Administração e Manipulação de  
Resultados em Empresas Cotadas  
na *Euronext Lisbon*

por

João Pedro Ribeiro Monteiro

Universidade Católica Portuguesa, Católica Porto Business School  
2022





UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Características do Conselho de Administração e Manipulação de Resultados em Empresas Cotadas na *Euronext Lisbon*

Trabalho Final na modalidade de Dissertação apresentado à Universidade  
Católica Portuguesa para obtenção do grau de mestre em Gestão

por

João Pedro Ribeiro Monteiro

sob orientação de

Professora Doutora Maria José Martins Lourenço da Fonseca  
Professor Doutor Ricardo Miguel Martins da Costa Ribeiro

Universidade Católica Portuguesa, Católica Porto Business School  
2022



# Agradecimentos

Ainda que sendo um trabalho pessoal, este não teria sido exequível sem o precioso contributo de algumas pessoas a quem dedico estas palavras e presto o meu sincero agradecimento.

Cabe-me antes de mais agradecer de forma especial ao meu orientador, Professor Doutor Ricardo Ribeiro, pela sua colaboração exímia, pela disponibilidade, pela partilha de conhecimentos e experiências, pela compreensão e por me ter incentivado a chegar sempre mais longe.

À minha coorientadora Professora Doutora Maria Fonseca pelo seu rigor e excelência, aliados a preciosos conselhos, pela sua disponibilidade constante, dedicação à minha aprendizagem e pelas recomendações que me permitiram construir um trabalho rigoroso.

Aos meus amigos pelo carinho, compreensão e incentivo, mesmo nos momentos de maior ausência.

Aos meus irmãos pelo orgulho demonstrado em cada vitória minha, por estarem sempre presentes e me encorajarem em todas as etapas da minha vida.

E por fim aos meus pais pela motivação e amor constantes, por sempre me incentivarem a ser melhor, e pelo exemplo de profissionalismo e dedicação em tudo o que fazem.

A todos, o meu mais sincero,

Obrigado! Este sucesso também é Vosso.



# Resumo

A presente dissertação tem como objetivo avaliar se certas características do conselho de administração das empresas portuguesas cotadas em bolsa têm, ou não, impacto nos níveis de manipulação de resultados das mesmas. Assim sendo, foi averiguado o impacto que a proporção de administradores não executivos e a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração têm nos níveis de manipulação de resultados, bem como, a distinção de funções entre o presidente do conselho de administração (*chairman*) e o diretor executivo (*CEO*).

Para tal, a metodologia utilizada foi uma regressão linear múltipla para avaliar de que forma a manipulação de resultados está relacionada com as variáveis em estudo. Foi também utilizado o modelo de Jones modificado *cross-sectional*, sendo o princípio deste modelo determinar a manipulação de resultados através dos *accruals* discricionários.

Os dados necessários foram extraídos da base de dados Refinitiv Eikon, com o complemento dos relatórios financeiros e de governo das sociedades, das empresas analisadas. A amostra é constituída por um agregado de 40 empresas portuguesas cotadas em bolsa, que integravam o PSI Geral entre 2016 e 2020.

No que respeita aos resultados alcançados, este trabalho evidencia que, para a amostra em questão, a proporção de administradores não executivos no conselho de administração e a distinção de funções entre o *chairman* e o *CEO* não têm impacto nos níveis de manipulação. Por outro lado, foi possível concluir uma relação negativa entre a existência de uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração e a prática de manipulação de resultados.

Palavras-chave: manipulação de resultados; *accruals* discricionários; modelo de Jones modificado; governo das sociedades; conselho de administração.

Nº de palavras: 8848



# Abstract

This dissertation aims to assess whether certain characteristics of the board of directors of Portuguese companies listed on the stock exchange have an impact on their levels of earnings manipulation. Therefore, it was investigated the impact that the proportion of non-executive directors and the presence of an audit committee on the board of directors have on the levels of manipulation of results, as well as the distinction of functions between the chairman of the board of directors and the executive director.

For this, the methodology used was a multiple linear regression to assess how the manipulation of results is related to the variables under study. The modified cross-sectional Jones model was also used, with the principle of this model determining the manipulation of results through discretionary accruals.

The necessary data were extracted from the Refinitiv Eikon database, with the complement of the companies' financial and corporate governance reports. The sample consists of an aggregate of 40 Portuguese companies listed on the stock exchange, which were part of the PSI Geral in the period from 2016 to 2020.

Regarding the results achieved, this work shows that, for the sample in question, the proportion of non-executive directors on the board of directors and the distinction of roles between the chairman and the CEO have no impact on the levels of manipulation. On the other hand, it was possible to conclude a negative relationship between the existence of an audit committee integrated in the board of directors and the practice of earnings manipulation.

Keywords: earnings management; discretionary accruals; modified Jones model; corporate governance; board of directors.



# Índice

Agradecimentos .....	v
Resumo .....	vii
Abstract .....	ix
Índice .....	xi
Índice de tabelas.....	xiii
Introdução.....	1
Capítulo 1 - Revisão de literatura.....	5
1 Manipulação de resultados .....	5
1.1 Conceito.....	5
1.2 Técnicas de manipulação de resultados .....	6
2 Incentivos.....	8
3 Métodos empíricos para a deteção de manipulação de resultados.....	13
4 Conselho de administração e manipulação de resultados .....	18
Capítulo 2 - Hipóteses e método .....	22
Capítulo 3 - Análise empírica .....	29
1 Descrição dos dados .....	29
2 Resultados de estimação .....	32
Capítulo 4 - Conclusão.....	37
Referências bibliográficas .....	39



# Índice de tabelas

<b>Tabela 1:</b> Estatística descritiva (N=179).....	31
<b>Tabela 2:</b> Modelo de Jones modificado cross-sectional (N=179) .....	33
<b>Tabela 3:</b> Estatística descritiva EM .....	34
<b>Tabela 4:</b> Modelos de regressão OLS.....	35



# Introdução

A presente dissertação centra-se na manipulação de resultados praticada pelas empresas, e tem como objetivo averiguar possíveis relações entre as características do conselho de administração e a presença de resultados manipulados.

A manipulação de resultados ganhou bastante popularidade após os escândalos contabilísticos ocorridos no início do séc. XXI, tanto nos Estados Unidos (Xerox, Cendant, WorldCom, Fannie Mae, Enron, Health South, Qwest Communications e a Adelphia) como na Europa (Parmalat e Wirecard), tornando claro que a informação divulgada pelas empresas nem sempre corresponde à realidade.

Recentemente, e muito por conta do que foi referido no parágrafo anterior, a estimação da manipulação de resultados e a influência que a estrutura do conselho de administração pode ter no seu nível, têm sido, cada vez mais, alvo de estudos empíricos. Para além disso, estes estudos são importantes pelas implicações de política que geram, visto que os resultados têm potencial para influenciar as normas que determinam as características do conselho de administração.

Para o trabalho em questão, serão abordadas algumas características do conselho de administração, tais como a importância dos administradores não executivos; as funções do presidente do conselho de administração e o papel da comissão de auditoria. De facto, o Código de Governo das Sociedades (IPCG, 2018 revisto em 2020) recomenda que *“o número de membros não executivos do órgão de administração (...) deve ser adequado à dimensão da sociedade”* e que *“(...) o número de administradores não executivos deve ser superior ao de administradores executivos”*. Para além disso, o referido Código de Governo das Sociedades alerta para a

independência do presidente do conselho de administração quando afirma que “*sem prejuízo das funções legais do presidente do conselho de administração, se este não for independente, os administradores independentes devem designar entre si um coordenador para (...) atuar, sempre que necessário, como interlocutor com o presidente do conselho de administração e os demais administradores*”.

Por outro lado, estando a comissão de auditoria diretamente relacionada com o processo de preparação e apresentação das demonstrações financeiras e sendo composta por administradores na sua maioria, ou na totalidade, independentes, que não estão diretamente envolvidos com a gestão da empresa, é expectável que detetem mais facilmente a manipulação de resultados (Klein, 2002; Benkel et al., 2006).

Neste contexto, procuramos perceber se: (a) uma maior proporção de administradores não executivos no conselho de administração influencia negativamente a manipulação de resultados; (b) a distinção de funções entre o presidente do conselho de administração e o *CEO* está negativamente relacionada com o nível de manipulação de resultados; (c) a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração influencia negativamente as práticas de manipulação de resultados.

Quanto à metodologia utilizada, foi aplicada uma regressão linear múltipla para avaliar de que forma a manipulação de resultados é influenciada pelas três variáveis em estudo: a proporção de administradores não executivos no conselho de administração; a separação, ou não, de funções entre o presidente do conselho de administração e o *CEO*; e a existência, ou não, de uma comissão de auditoria no conselho de administração. A variável dependente - *earnings management* (manipulação de resultados) - corresponde ao valor absoluto dos *accruals* discricionários. Este valor foi calculado subtraindo o total de *accruals* de cada empresa pelos *accruals* não discricionários, estimados a partir do modelo de Jones modificado *cross-sectional*. A estimação da regressão linear múltipla tem em conta

ainda variáveis de controlo que possam influenciar a magnitude da manipulação de resultados, sendo que também foram acrescentados efeitos fixos de ano e empresa.

Este trabalho pretende responder à falta de estudos que utilizem os mesmos métodos mencionados acima para a realidade portuguesa. Como tal, a amostra é constituída por um aglomerado de 40 empresas portuguesas cotadas em bolsa, que integravam o PSI Geral no período de 2016 a 2020.

Os dados necessários foram extraídos da base de dados Refinitiv Eikon, com o complemento dos relatórios financeiros e de governo das sociedades daquelas empresas.

Para a amostra em questão, os resultados sugerem que a proporção de administradores não executivos no conselho de administração não tem impacto na manipulação de resultados. A mesma conclusão foi obtida quanto à separação de funções entre o *chairman* e o *CEO*. Por outro lado, foi possível concluir uma relação negativa entre a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração, e a prática de manipulação de resultados.

Assim sendo, e com base nas conclusões obtidas, muito embora o Código das Sociedades Comerciais (artigo 278.º) permita três estruturas diferentes de administração e fiscalização de sociedades anónimas, a modalidade com a comissão de auditoria integrada no conselho de administração é a que melhor assegura a transparência de informações contabilísticas/financeiras divulgadas pelas empresas.

Esta dissertação está estruturada em quatro capítulos. No primeiro capítulo é apresentada a revisão de literatura relativamente: à manipulação de resultados; aos incentivos para a prática da mesma; aos métodos empíricos para a deteção de manipulação de resultados; e à relação entre as características do conselho de administração e manipulação de resultados. Posteriormente, o segundo capítulo refere-se às hipótese e método utilizado. O terceiro capítulo é alusivo à análise

empírica, onde são descritos os dados da amostra e os resultados de estimação. Por fim, no quarto capítulo estão presentes as conclusões retiradas após os resultados do capítulo anterior e pistas para investigação futura.

# Capítulo 1

## Revisão de literatura

### 1 Manipulação de resultados

#### 1.1 Conceito

Como apontamento inicial, é importante notar que ao longo dos últimos anos, tanto têm sido utilizadas as expressões “gestão de resultados” e “manipulação de resultados” para descrever algo que não se refere ao mesmo apesar das semelhanças<sup>1</sup>. Por isso mesmo é relevante explicar as diferenças entre estas duas expressões.

O termo gestão traduz o aproveitamento que as empresas podem ter da flexibilidade existente nos princípios e normas contabilísticas, com vista a alterar a informação divulgada e conseqüentemente distorcer o desempenho da entidade. Assim sendo, a gestão de resultados ocorre dentro dos Princípios da Contabilidade Geralmente Aceites (PCGA), podendo as empresas recorrer a uma contabilidade “agressiva/liberal” (contabilidade que sobreavalia os ativos e/ou subavalia os passivos) ou uma contabilidade mais conservadora (contabilidade que subavalia os ativos e sobreavalia os passivos). Quando as práticas das empresas excedem os limites dos PCGA podemos estar na presença de uma contabilidade fraudulenta, caso seja demonstrada uma intenção pré-determinada de deturpar a imagem de uma empresa (Mulford & Comiskey, 2002).

---

<sup>1</sup> Muita desta analogia deve-se ao facto de a tradução à letra de *earnings management* ser gestão de resultados.

É, no entanto, importante realçar que neste trabalho é discutida maioritariamente a manipulação de resultados (ou, em inglês, *earnings management*) que, neste caso, inclui não só práticas de acordo com os PCGA, mas também práticas que desobedecem aos PCGA (não obstante uma referência, ou outra, a gestão de resultados).

Quanto ao conceito “*earnings managements*”, a maioria dos autores define como um conjunto de práticas adotadas pelos gestores com o intuito de alcançar resultados contabilísticos desejáveis, sendo que por vezes são atingidos fora dos limites legais.

Para Dechow e Skinner (2000), a manipulação de resultados só se demonstra eficaz se distorcer a avaliação que os investidores fazem da empresa, e tal só é possível dada a assimetria de informação. Caso os mercados fossem completos e a informação transparente, a manipulação de resultados mostrar-se-ia ineficaz, visto que não existindo assimetria de informação, os utilizadores da mesma não seriam iludidos.

## 1.2 Técnicas de manipulação de resultados

Tal como foi referido anteriormente, quando os gestores pretendem alterar os verdadeiros resultados das empresas ou aproveitam a flexibilidade dos princípios e normas contabilísticas, ou incorrem em fraudes contabilísticas.

Uma das técnicas mais comuns é o alisamento de resultados, ou *income smoothing* – isto é, diminuir a variação dos resultados das empresas, criando uma maior estabilidade, e tornando mais perceptível para os investidores quais os dividendos que poderão usufruir nos períodos seguintes. Para tal, é normalmente utilizado outro método como complemento, de nome *cookie jar accounting* que consiste em criar reservas durante os períodos positivos para depois compensar anos negativos, funcionando como uma “garantia” de que a atividade vai de encontro às expectativas dos investidores (Sun, 2012). Na

prática, isto pode ser feito atrasando o reconhecimento das receitas (Ronen & Sadan, 1981), constituindo imparidades/provisões e posteriormente revertendo-as (Lopes, 2018).

Já a prática que os gestores menos utilizam é a da alteração das políticas contabilísticas dado ser obrigatório divulgar essa mudança, o que chamaria a atenção dos investidores (Osma et al., 2005).

*Big bath accounting* é o nome de outra técnica que os gestores usam para manipular resultados<sup>2</sup> e consiste em reconhecer provisões, imparidades e acréscimos de gastos, exagerando o valor das perdas assumidas, e assim, perspetivando melhorias para os anos que seguem (Sun, 2012).

Por outro lado, *black box accounting* é o termo que se dá ao uso de complexos métodos contabilísticos com o intuito de tornar a interpretação da informação financeira da empresa desafiadora e demorada. Por norma este método é utilizado por empresas que estão a passar por maus períodos e por isso ocultam informação que não desejam que os investidores conheçam, tais como elevadas quantias de dívida. Apesar de ser possível realizar estes métodos de forma legal, a sua execução não deixa de ser pouco ética (Liesman, 2002).

Por fim, *cooking the books* corresponde a um tipo de manipulação difícil de detetar, onde o objetivo é sobrevalorizar a *performance* da empresa, aumentando proveitos via falsificação de receitas ou atrasando despesas. Para Ittelson (2009) esta é uma forma agressiva e fraudulenta de aumentar os resultados de uma empresa.

No próximo capítulo serão discutidos os incentivos que as empresas têm para realizar práticas de manipulação de resultados, com especial enfoque para a realidade das entidades portuguesas.

---

<sup>2</sup> O BPI (Banco Português de Investimento) é um exemplo de entidade que utilizou este método (Lopes, 2018).

## 2 Incentivos

De acordo com Healy e Wahlen (1999), os incentivos que podem levar a situações de manipulação de resultados são integrados em três grupos: mercado de capitais; contratos e legislação; e regulação.

Nas subsecções seguintes serão analisados não só cada um destes grupos, como também os incentivos fiscais, bastante presentes no contexto empresarial português, dado ser composto maioritariamente por pequenas empresas não cotadas e onde se presencia uma forte ligação entre a fiscalidade e a contabilidade (Moreira, 2006).

- Incentivos provocados pelo mercado de capitais

As decisões de investimento englobam práticas como a identificação, avaliação e seleção das alternativas de aplicação de recursos e, para tal, os investidores e analistas recorrem à informação contabilística. Estes investidores procuram empresas com resultados consistentes e pouco voláteis, que permitam uma melhor previsão quanto à tendência de resultados, e consequentemente com reflexo positivo na cotação (Francis et al., 2004). Este é um claro incentivo para os gestores manipularem os resultados, alisando-os e eliminando resultados demasiado baixos ou demasiado altos.

Por norma, o comportamento dos *stakeholders* segue a seguinte lógica: quando as empresas apresentam uma série de resultados líquidos positivos, são vistas como tendo maior potencial, originando uma subida no valor das respetivas cotações; por outro lado, quando as empresas apresentam resultados aquém do esperado pelos investidores, ocorre uma diminuição da procura das ações e, consequentemente, descida da cotação dos títulos. Satisfazer ou exceder ligeiramente as expectativas dos analistas é razão suficiente para a prática de

manipulação de resultados por parte dos gestores (Degeorge et al., 1999; Matsumoto, 2002).

Para além da manipulação de resultados exercida com o intuito de alcançar as expectativas dos analistas, há estudos que demonstram que os gestores enviasam positivamente os resultados antes de aumentos de capital, de ofertas públicas de venda (Teoh, 1998) e de fusões e aquisições (Erickson & Wang, 1999).

É também importante referir que muitas empresas estão dependentes das condições de acesso a crédito e, como tal, as que recorrem com elevada frequência ao endividamento bancário necessitam de divulgar resultados positivos, o que poderá ser um incentivo à manipulação (Lopes, 2018).

Há, no entanto, estudos que provam que as empresas cotadas normalmente apresentam uma menor atividade de gestão de resultados, contrariamente às não cotadas. Burgstahler (2006) confirmou esta teoria, numa amostra que continha empresas europeias cotadas e não cotadas, encontrando evidência de que as empresas cotadas divulgam resultados com maior conteúdo informativo, pressupondo que o mercado de capitais incentiva as empresas a reportar resultados de melhor qualidade (Schipper & Vincent, 2003).

- Incentivos derivados de contratos

A relação de agência é definida por Jensen e Meckling (1976) como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (principal) contratam outra (agente) para desempenhar certos serviços ou tarefas no seu interesse. Acontece que, numa relação de agência, o agente pode ter incentivos para agir de forma a maximizar os seus interesses, que podem não estar alinhados com os interesses dos principais. Os problemas de agência acontecem quando existe disparidade de objetivos entre os gestores e os acionistas.

Com o intuito de haver um alinhamento de interesses dos gestores para com os acionistas, parte da sua remuneração deve ter uma componente variável

indexada a medidas de desempenho, tais como o resultado líquido ou a evolução do preço das ações em bolsa. Assim sendo, quando parte da remuneração dos gestores está associada a medidas contabilísticas, existe um forte incentivo para a prática de manipulação de resultados.

Há dois tipos de contratos que são estudados por grande parte da literatura, relacionados com os incentivos à manipulação de resultados por parte dos gestores: os contratos remuneratórios e os contratos de financiamento.

- Contratos remuneratórios

Quando se fala em contratos com componentes flexíveis, o objetivo principal é motivar os gestores a maximizar o valor da empresa. Isto pode ser feito de duas formas: atribuindo ações aos gestores, tornando-os também proprietários da empresa; ou indexando parte da remuneração dos gestores a medidas de desempenho.

Dada a assimetria de informação, os gestores têm incentivos para manipular e aumentar os resultados da empresa, o que indiretamente provoca o aumento da sua remuneração.

É, no entanto, interessante o estudo de Healy (1985), onde evidencia que quando os resultados estão suficientemente abaixo de um limite mínimo a partir do qual o gestor tem direito a uma remuneração extra, ou quando os resultados ultrapassam o limite máximo a partir do qual deixam de obter mais bónus, a manipulação é realizada no sentido decrescente. Isto é, os gestores manipulam os resultados para valores inferiores, criando assim uma “reserva” para a manipulação “habitual” nos períodos seguintes.

- Contratos de financiamento

As empresas recorrem frequentemente a contratos de dívida que incluem cláusulas contratuais, e que, quando violadas, causam elevados custos às empresas (por exemplo, o aumento da taxa de juro ou a exigência imediata da dívida). Partem daqui os incentivos para a prática de manipulação de resultados,

sobrevalorizando a *performance* das empresas de forma a não violar essas mesmas cláusulas contratuais. Defond e Jiambalvo (1994), numa amostra constituída por empresas que violaram acordos contratuais de dívida, encontraram fortes evidências de que estas empresas praticaram uma gestão positiva de resultados nos períodos anteriores, comprovando a hipótese de que foi realizado um esforço (neste caso ineficaz) por parte dos gestores para não violar as cláusulas, e assim fugir aos custos que acarretam. Também Sweeney (1994) encontrou evidências empíricas de que quando as empresas se encontram próximas de violar os contratos de dívida, optam por um maior número de escolhas contabilísticas que favoreçam positivamente os resultados.

Analisando por outra perspetiva, os contratos de financiamento também podem ser motivação *ex-ante* para a manipulação positiva de resultados. Isto porque os financiadores oferecerão melhores condições de crédito, visto que a probabilidade de incumprimento ou atraso de pagamento torna-se mais baixa dados os resultados mais elevados (Watts & Zimmerman, 1986). Este ponto é relevante tendo em conta o contexto empresarial e legal português, onde o mercado de capitais é caracterizado por empresas de média dimensão, e onde a principal fonte de financiamento externo é conseguida junto das instituições bancárias (Moreira, 2006).

- Incentivos derivados da regulação
  - Regulação setorial

Em Portugal e em setores como a banca ou os seguros, existem regras contabilísticas específicas que, de certa forma, condicionam a atividade da empresa e as suas demonstrações financeiras (Soares, 2003). Com o objetivo de garantir a solvabilidade e liquidez das empresas, o Instituto de Seguros de Portugal e o Banco de Portugal supervisionam as entidades destes setores,

definindo e providenciando instruções de caráter vinculativo relativamente ao cumprimento de certos rácios de capital e solvência.

Quando as empresas que estão inseridas neste tipo de setores se encontram próximas dos limites definidos, têm incentivos para manipular as demonstrações financeiras e desta forma cumprir as restrições que lhes são impostas pelo regulador respetivo, evitando assim penalizações inerentes (Healy & Wahlen, 1999).

- Regulação *anti-trust*

Quando as empresas de maior dimensão protagonizam períodos de resultados muito positivos são alvo de maior atenção por parte das entidades reguladoras e governativas. Partem daí os motivos para a manipulação negativa de resultados por parte destas empresas, tornando-as aparentemente menos rentáveis, com o objetivo de atrair uma menor atenção do poder político (Watts & Zimmerman, 1978; 1990).

Para além disso, as empresas também procuram proteção aduaneira e, como tal, os gestores têm tendência a manipular negativamente os resultados para demonstrarem que não estavam a conseguir responder à concorrência imposta pelas importações (Jones, 1991).

- Incentivos fiscais

Este parâmetro, especialmente o imposto sobre o rendimento, ganha maior relevância em certos contextos empresariais, nomeadamente quando a figura de gestor e proprietário se confundem, e onde existe uma relação direta entre contabilidade e fiscalidade, contexto que incentiva uma manipulação de resultados negativa (Moreira, 2008).

Assim sendo, neste tipo de manipulação procede-se no sentido oposto ao dos anteriores, e o objetivo não é relatar resultados superiores aos que efetivamente

existiram e assim conseguir um custo de capital inferior (por exemplo), mas sim publicar resultados inferiores de forma a reduzir o pagamento de impostos.

### 3 Métodos empíricos para a deteção de manipulação de resultados

Existem várias abordagens para detetar a manipulação de resultados, sendo que nesta secção da dissertação serão abordadas as mais populares na literatura, com especial ênfase para o método de deteção de manipulação de resultados via *accruals*.

- Análise de rácios, tendências e alterações nos critérios contabilísticos

Os investidores quando querem estudar e conhecer melhor uma empresa avaliam, primeiramente, diversos rácios e tendências com o intuito de procurar bons indicadores para sustentar essa avaliação.

Numa situação de ausência de manipulação de resultados, espera-se que ao longo de diferentes períodos, as relações/rácios entre componentes das demonstrações financeiras sejam estáveis, ou que na falta de estabilidade, haja motivos económicos racionais para tal. Os indícios de potenciais manipulações de resultados ocorrem aquando da não existência desses motivos racionais que justifiquem as divergências no padrão de estabilidade.

Quanto aos rácios em si, são vários os que podem indiciar a presença de manipulação de resultados. Por exemplo, observando variações significativas no rácio entre as compras e as dívidas a fornecedores, ou entre as vendas e contas a receber de clientes, podem ser observados indícios de manipulação por antecipação/adiamento de compras ou de vendas.

Outros exemplos de práticas comuns de manipulação de resultados são as alterações nos critérios contabilísticos, tais como na classificação ou reconhecimento de receitas/despesas; alteração dos métodos de depreciação e amortização; e na forma como os ativos são avaliados (Sharma & Stevenson, 1997). Para além disso, Penman (2013) sugere também a análise de todos os valores da demonstração dos resultados baseados em estimativas, tais como imparidades, provisões e financiamentos/passivos fora do balanço.

Apesar desta metodologia de análise de rácios e tendências conseguir ser eficaz para a deteção em empresas individualmente consideradas, não é muito explorada na literatura académica empírica porque a sua aplicação em amostras de grandes dimensões é complexa. Isto deve-se ao facto de ser difícil a identificação da variável utilizada como fator de manipulação, para além de que mesmo identificando uma variação num rácio ou tendência, esta pode ter como base uma razão económica plausível.

- Histograma-distribuição dos resultados

Tal como já referido anteriormente, os gestores das empresas tendem a evitar resultados negativos, e também quebras ou inversões dos resultados apresentados. Consequentemente, é comum que quando as empresas apresentam resultados negativos ligeiros, sintam pressão para a prática de manipulação de resultados e assim reportar ténues resultados positivos (o mesmo se passa quando as empresas apresentam uma quebra ligeira nos resultados e não a querem expor).

Burgstahler e Dichev (1997) foram os principais autores a propor uma forma de detetar a manipulação de resultados com base na distribuição de frequências (histograma) dos resultados e na deteção de pontos de descontinuidade nesta distribuição. Para tal, desenvolveram um histograma-distribuição que traduz a

frequência de empresas-ano pela variável dos resultados, sendo que, na ausência de manipulação de resultados, espera-se uma distribuição lisa (“*smooth*”).

Este método foi posto em prática num estudo de Moreira e Pope (2007) onde se concluiu que as empresas que verificam expectativas de perdas e estão dependentes de altas necessidades de financiamento (e por isso com incentivo para relatar resultados sólidos), apresentam uma distribuição menos concentrada em torno de resultados nulos do que as empresas com menores necessidades de financiamento.

Concluindo, este método com base na análise da distribuição de resultados apresenta como principais vantagens a capacidade de estimar a frequência com que as empresas efetuam manipulação de resultados, ao mesmo tempo que não necessita da medição direta dessa manipulação. Contudo, a não identificação dos métodos utilizados para a manipulação de resultados e a presunção de que as descontinuidades são apenas explicadas pela existência de manipulação de resultados, são apontadas como as principais desvantagens desta metodologia.

- Métodos baseados em *accruals*

Este é um dos métodos mais usados para a deteção empírica da prática de manipulação de resultados, baseando-se nas variações de capital circulante ou, como também referido na terminologia anglo-saxónica - *accruals*. Os *accruals* correspondem à discrepância que possa existir entre o momento do fluxo de caixa e o momento de reconhecimento do resultado (Ronen, 2008), sendo subdivididos em 2 grupos: os *accruals* não discricionários – resultantes da atividade normal da empresa, tendo em conta a sua *performance*, estratégias, fatores macroeconómicos, práticas setoriais e outros fatores; e os *accruals* discricionários - estes sim com vista a manipular resultados, decorrentes de transações ou opções contabilísticas.

Dentro desta metodologia, o modelo de Jones (1991) é considerado o modelo base na literatura empírica para a detecção de manipulação de resultados a partir dos *accruals*. A seguinte equação apresenta este mesmo modelo:

$$\frac{TACC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{AFT_{ti}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

onde  $TACC_t$  corresponde ao total de *accruals* da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $A_{it-1}$  é o total de ativos da empresa  $i$  no ano  $t-1$ ;  $\Delta Vendas_{it}$  é a variação nas vendas da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $AFT_{ti}$  é o ativo fixo tangível bruto da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $\varepsilon_{it}$  corresponde ao termo de erro da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Para Jones (1991), considerando um período pré-manipulação de resultados, o modelo permite a estimação dos *accruals* não discricionários (ou normais) de uma empresa  $i$ , sendo que, ao contrário de outros modelos, não omite a variável AFT como explicativa de *accruals* não correntes (amortizações). Assim sendo, as variáveis  $\Delta$  Vendas e AFT pretendem explicar os *accruals* não discricionários (ou normais), isto porque por um lado a variação no volume de negócios absorve possíveis variações nos *accruals*, como as dívidas de clientes e a fornecedores; por outro lado o ativo fixo bruto visa cobrir a parte dos *accruals* totais correspondentes às depreciações não discricionárias.

Nesta equação todas as variáveis são deflacionadas pelo total de ativo do ano  $t-1$ , com o intuito de reduzir a grande discrepância que pudesse haver entre empresas de diferentes dimensões.

Os erros de previsão,  $\varepsilon$ , representam os *accruals* anormais ou discricionários, definidos pela diferença entre o valor estimado e o valor efetivo que, quando diferente de zero, pressupõe indícios de manipulação.

Este método de detecção de manipulação de resultados através dos *accruals* tem como grande vantagem a determinação do *accrual* discricionário com base em diferentes variáveis e a capacidade de permitir o prolongamento do modelo,

incluindo outras variáveis que sejam passíveis de influenciar o nível de *accruals* não discricionários. Com efeito, este primeiro modelo de Jones (1991) apresenta como pressuposto o facto de considerar as vendas como não discricionárias, quando estas, na verdade, podem ser objeto de manipulação. Assim sendo depara-se com um problema, dado que quando ocorre manipulação através das vendas, a equação irá erradamente concluir a inexistência da mesma. Por isso seguiram-se ao longo dos anos novas versões deste modelo, alterando as variáveis explicativas dos *accruals*.

O Modelo de Jones Modificado sugerido por Dechow et al. (1995), pretende colmatar o problema do Modelo de Jones original, ajudando na deteção da manipulação de resultados realizada através das vendas. Assim, o modelo de Dechow (1995) é em tudo idêntico ao de Jones original exceto o acréscimo da variável  $\Delta$  Clientes à equação, considerando as vendas a crédito como passíveis de manipulação (discricionárias). A seguinte equação apresenta o modelo de Dechow (1995):

$$\frac{TACC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left( \frac{\Delta Vendas_{it} - \Delta Clientes_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_2 \left( \frac{AFT_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

onde  $\Delta Clientes_{it}$  corresponde à variação nas contas a receber de clientes da empresa  $i$ , entre o ano  $t$  e  $t-1$ .

É importar referir que para além destes modelos baseados em *accruals*, existem outros que foram dispensados neste trabalho, mas que podem ser consultados na revisão de literatura elaborada por Dechow et al. (2010).

## 4 Conselho de administração e manipulação de resultados

Neste subcapítulo serão discutidos alguns aspetos da literatura que relacionam certas características do conselho de administração das empresas com a prática de manipulação de resultados.

- Estrutura do conselho de administração e a manipulação de resultados

O conselho de administração de uma empresa desempenha um papel fulcral no estabelecimento de boas práticas e tem a responsabilidade de assegurar o alinhamento de interesses entre os acionistas e os gestores de topo.

É reconhecido pelo Código de Governo das Sociedade (IPCG, 2018 revisto em 2020) que *“os membros de órgãos sociais com funções de administração não executiva e de fiscalização devem exercer, de modo efetivo e criterioso, uma função fiscalizadora e de desafio à gestão executiva para a plena realização do fim social”*. Em conformidade, a expressão gestores de topo utilizada doravante neste trabalho refere-se a administradores executivos.

A composição do conselho de administração e as suas repercussões no desempenho das empresas já foram vastamente exploradas pela literatura, e grande parte dos autores afirma que um conselho de administração composto maioritariamente por membros não executivos é favorável para monitorizar e controlar os gestores de topo (Dunn, 1987). Estes membros não executivos (e, por vezes, independentes) são de extrema importância pois providenciam julgamentos com um olhar externo à empresa, sendo assim imparciais aos interesses dos administradores executivos. Por outro lado, existem casos onde os administradores não executivos podem não ter conhecimentos e/ou sofisticação financeira suficiente para detetar e travar a manipulação de resultados.

Estudos de Davidson et al. (2005)<sup>3</sup> e Beasley (1996)<sup>4</sup> permitiram concluir a existência de uma relação entre a composição do conselho de administração e a manipulação de resultados, encontrando evidências de que a proporção de membros não executivos é inferior nas empresas identificadas como “manipuladoras” de resultados. Num estudo realizado por Alves (2011) foi possível encontrar, numa amostra de dados de empresas cotadas na bolsa portuguesa entre os anos 2002 e 2007, evidências de uma relação negativa entre a proporção de administradores não executivos e a prática de manipulação de resultados.

Já Saleh et al. (2005)<sup>5</sup> e Kam (2007)<sup>6</sup> encontraram evidências de que os administradores não executivos não influenciam a redução de manipulação de resultados.

- Separação entre o presidente do conselho de administração e *CEO*

Em 2002, a conceituada consultora *McKinsey* <sup>7</sup> encontrou evidências de que 75% das empresas do S&P 500 tinham na mesma pessoa a representação da função de *CEO* e de presidente do conselho de administração. Num estudo mais recente, realizado em 2016 pela *Spencer Stuart*, e com base nas mesmas empresas do S&P 500, foi concluído que apenas 50% destas empresas possuíam as funções acumuladas na mesma pessoa, revelando uma queda em 25% demonstrando provavelmente a tendência atual das empresas.

De facto, é internacionalmente recomendado (*Committee on Corporate Governance UK, 2019; G20/OECD Principles of Corporate Governance 2020; Código*

---

<sup>3</sup> Amostra constituída por 434 empresas australianas, no ano 2000.

<sup>4</sup> Amostra constituída por 150 empresas americanas, 75 das quais cometeram práticas fraudulentas entre o período 1980-1991.

<sup>5</sup> Estudo realizado com base numa amostra de 561 empresas da Malásia, no ano 2001.

<sup>6</sup> Estudo realizado com base numa amostra de 760 empresas de Hong Kong, durante o período 2000-2002.

<sup>7</sup> [http://www.eiod.org/uploads/publications/pdf/survey\\_mckinsey.pdf](http://www.eiod.org/uploads/publications/pdf/survey_mckinsey.pdf).

de Governo das Sociedades (IPCG, 2018 revisto em 2020) que haja uma separação entre o presidente do conselho de administração e o gestor de topo, visto ser condição necessária para uma correta monitorização da empresa. Quando não há esta separação, o poder concentra-se em demasia numa pessoa, aumentando a probabilidade de dominar o conselho de administração e, conseqüentemente diminuir a independência dos outros membros.

Dechow (1996), com base nas empresas que a SEC (*The Securities and Exchange Commission*) identificou como manipuladoras de resultados, encontrou evidências da existência de uma relação positiva entre a prática de manipulação de resultados e a combinação de papéis de presidente do conselho de administração (*chairman*) e o de gestor/diretor executivo (*CEO*). Também Kam (2007) e Pereira (2014) concluíram que em empresas onde há separação da presidência do conselho face ao conselho executivo é menos acentuada a presença de manipulação de resultados.

- A presença de auditores no conselho de administração e a manipulação de resultados

A comissão de auditoria tem ganho cada vez mais importância, pois desempenha um papel fulcral ao garantir que as informações financeiras são auditadas por auditores externos independentes, de acordo com os mais rígidos padrões internacionais; assegurando, ao mesmo tempo, que os relatórios financeiros publicados refletem a situação atual da empresa. Assim sendo, faz sentido aferir que um comité de auditoria competente é capaz de melhorar a qualidade dos relatórios financeiros das empresas (Carcello & Neal, 2000), e assim contrariar a manipulação de resultados.

Estudos realizados por Dechow et al. (1996), Klein (2002)<sup>8</sup>; Saleh et al. (2005) e Benkel et al. (2006)<sup>9</sup> encontraram evidências de que existe uma relação negativa entre a existência de um comitê de auditoria independente e a presença de *accruals* anormais. Assim sendo, defendem que os conselhos estruturados para serem mais independentes dos gestores de topo, são capazes de apresentar uma maior eficácia na monitorização do trajeto contabilístico e financeiro das empresas.

Por outro lado, Alves (2011) com base numa amostra de empresas portuguesas entre 2002-2007, não encontrou evidências acerca da influência que um comitê de auditoria no conselho de administração possa ter nos níveis de manipulação de resultados.

---

<sup>8</sup> Amostra constituída por 692 empresas americanas de capital aberto, durante o período 1991-2002.

<sup>9</sup> Benkel (2006) estudou a importância que os administradores independentes podem ter para diminuir a probabilidade de manipulação de resultados. Utilizou uma amostra constituída pelo top-300 de empresas australianas durante os anos 2001, 2002 e 2003.

# Capítulo 2

## Hipóteses e método

Ao longo deste capítulo serão apresentadas as hipóteses de investigação, seguidas dos métodos usados para relacionar certas características do conselho de administração e a manipulação de resultados.

Dado o objetivo da presente dissertação e com base no que foi apresentado no capítulo anterior, as hipóteses de investigação refletem características do conselho de administração que possam eventualmente influenciar os níveis de manipulação de resultados decididos pelas empresas.

Hipótese 1: *A proporção de administradores não executivos no conselho de administração está negativamente relacionada com a manipulação de resultados.*

De facto, a literatura defende que a efetividade do conselho de administração depende dos seus membros, e que a inclusão de administradores não executivos é favorável para uma melhor monitorização dos gestores (Dunn, 1987; Fama, 1980; Fama & Jensen, 1983). Tal deve-se essencialmente ao cariz independente destes administradores não executivos, sendo assim imparciais aos interesses dos gestores. Assim sendo, faz sentido que um conselho de administração constituído por uma maior proporção de administradores não executivos seja menos propenso a manipular resultados.

Hipótese 2: *A separação de funções entre o presidente do conselho de administração e o CEO está negativamente relacionada com a manipulação de resultados.*

Um dos princípios do governo das sociedades é a separação de funções entre o *chairman* (presidente do conselho de administração) e o *CEO*, sendo que quando

tal não acontece há uma acumulação exagerada de poder nas mãos do diretor executivo (Dedman, 2000). Quando o *CEO* assume também a função de *chairman*, é posta em causa a independência entre o conselho de administração e os gestores de topo (Blackburn, 1994; Roodposhti & Chashmi, 2011). Assim, parece lógico que a separação de funções entre o *CEO* e o *chairman* se reflita num menor nível de manipulação de resultados.

Hipótese 3: *A existência de uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração está negativamente relacionada com a manipulação de resultados.*

Carcello e Neal (2000) afirmaram que a comissão de auditoria desempenha um importante papel ao melhorar a qualidade dos relatórios financeiros das empresas. Então, uma comissão de auditoria organizada e bem estruturada é capaz de contrariar a manipulação de resultados (Xie et al., 2003). Esta hipótese pretende assim averiguar se uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração, acompanhando mais de perto a atividade da empresa comparativamente a outras modalidades de administração e fiscalização das sociedades, influencia negativamente a manipulação de resultados.

De modo a testar as hipóteses acima referidas, é primeiro necessário quantificar a manipulação de resultados praticada pelas empresas. Para tal, usou-se um modelo adaptado do Modelo de Jones Modificado, tendo por base a estimação dos *accruals* discricionários. A escolha deve-se ao facto de ser considerado o modelo mais usado, mais forte e atualmente aceite para detetar a prática de manipulação de resultados (Dechow et al., 1995; DeFond & Park, 1997; Teoh et al., 1998).

O modelo pode ser estimado segundo séries temporais (*time series*) ou, como se tem feito em estudos recentes, através de dados de corte transversal (*cross-sectional*). São várias as vantagens inerentes ao uso da versão *cross-sectional*, permitindo, por exemplo, gerar mais amostras e obter mais observações por

modelo, comparativamente às séries temporais, (Subramanyam, 1996 e Pope et al., 1998) ao mesmo tempo que se ajusta a alterações dos setores com realidades económicas diferentes entre si. Por outro lado, apresenta como contrapartida o facto de pressupor que todas as empresas de um determinado setor acompanham os ciclos operacionais e económicos equivalentes. Subramanyam (1996) e Bartov et al. (2000) comprovaram, através dos seus estudos, que o modelo de Jones (1991) e de Jones modificado (1995) conseguem ser mais eficazes na deteção de manipulação de resultados quando estimados com base em dados *cross-sectional* comparativamente a *time series*.

Pelas razões enunciadas acima, o presente trabalho usa o modelo de Jones modificado *cross-sectional*:

$$\frac{TACC_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_{0g} \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_{1g} \left( \frac{\Delta VN_{it} - \Delta Clientes_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_{2g} \left( \frac{AFT_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}, \quad (3)$$

onde  $TACC_{it}$  corresponde ao total de *accruals* da empresa  $i$  (do setor de atividade  $g$ ) no ano  $t$ , calculado de acordo com Healy (1985) e Jones (1991):

$$TACC_{it} = [\Delta AC_{it} - \Delta Caixa_{it}] - [\Delta PC_{it} - \Delta Dcp_{it}] - D\&A_{it}, \quad (4)$$

onde  $\Delta AC_{it}$  é a variação do ativo corrente da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta Caixa_{it}$  é a variação de caixa e equivalentes da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta PC_{it}$  é a variação do passivo corrente da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta Dcp_{it}$  corresponde à variação da dívida de curto prazo incluída no passivo corrente da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ; e  $D\&A_{it}$  são as depreciações e amortizações da empresa  $i$  no ano  $t$ .

Quanto às variáveis independentes:  $\Delta VN_{it}$  é a variação no volume de negócios da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $\Delta Clientes_{it}$  é a variação nas contas a receber por parte de clientes da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ;  $AFT_{it}$  corresponde ao ativo fixo tangível bruto da empresa  $i$  entre o ano  $t$  e  $t-1$ ; e  $\varepsilon_{it}$  corresponde ao termo de erro

associado à empresa  $i$  no ano  $t$ .<sup>10</sup> Todas estas variáveis estão deflacionadas por  $A_{it-1}$  que corresponde ao total de ativo da empresa  $i$  no ano  $t-1$ .

A equação (5) é estimada por OLS, setor a setor, e com base nas estimativas do  $\alpha_{0g}$ ,  $\alpha_{1g}$  e  $\alpha_{2g}$  é calculada uma estimativa dos *accruals* não discricionário:

$$\frac{\widehat{NDACC}_{it}}{A_{it-1}} = \hat{\alpha}_{0g} \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_{1g} \left( \frac{\Delta VN_{it} - \Delta Clientes_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_{2g} \left( \frac{AFT_{it}}{A_{it-1}} \right), \quad (5)$$

onde  $\widehat{NDACC}_{it}$  corresponde aos *accruals* não discricionários estimados para a empresa  $i$  no ano  $t$ .

Com base nas estimativas dos *accruals* não discricionários, é possível calcular estimativas dos *accruals* discricionários:

$$\frac{\widehat{DACC}_{it}}{A_{it-1}} = \frac{TACC_{it}}{A_{it-1}} - \frac{\widehat{NDACC}_{it}}{A_{it-1}}, \quad (6)$$

onde  $\widehat{DACC}_{it}$  corresponde aos *accruals* discricionários estimados para a empresa  $i$  no ano  $t$ .

É necessária outra equação para procurar relacionar certas características dos conselhos de administração das empresas e a prática de manipulação de resultados. Nesta equação, será utilizada como variável dependente, os *earnings management* (EM) deflacionados pelo ativo de ano anterior. Estes correspondem ao valor absoluto (módulo) dos *accruals* discricionários estimados anteriormente:

$$\frac{EM_{it}}{A_{it-1}} = \left| \frac{\widehat{DACC}_{it}}{A_{it-1}} \right| \quad (7)$$

---

<sup>10</sup> Como demonstrado na equação (5), optou-se por substituir a variável “vendas” do modelo de Dechow original por “volume de negócios” (vendas e prestações de serviços) visto que algumas empresas da amostra só prestam serviços, ou então representam grande parte dos rendimentos.

Na equação (8) está apresentada a regressão linear múltipla utilizada.

$$\frac{EM_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 DnExc_{it} + \beta_2 PCAnCEO_{it} + \beta_3 AUD_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 \frac{FSIZE_{it}}{A_{it-1}} + \beta_6 \frac{End_{it}}{A_{it-1}} + \beta_7 \frac{CF_{it}}{A_{it-1}} + v_i + w_t + u_{it} \quad (8)$$

Nesta equação estão presentes as três características do conselho de administração incluídas nas hipóteses de investigação e discutidas anteriormente.  $DnExc_{it}$  corresponde à proporção de membros não executivos no conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ . Já  $PCAnCEO_{it}$  é uma variável binária que, para uma empresa  $i$  no ano  $t$ , assume o valor de 1 se o presidente do conselho de administração (*chairman*) não for simultaneamente o *CEO* (diretor executivo) e 0, caso contrário.  $AUD_{it}$  é outra variável binária em estudo, que para uma empresa  $i$  no ano  $t$ , assume o valor de 1 aquando da existência de uma comissão de auditoria no conselho de administração e 0, caso contrário.

Sinais negativos para  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  e  $\beta_3$  confirmam as hipóteses correspondentes (H1, H2 e H3), e valores positivos refutam as mesmas.

Para além da proporção de administradores não executivos, da simultaneidade ou não das funções de presidente do conselho de administração e *CEO*, e da existência de uma comissão de auditoria no conselho de administração, existem outras variáveis que podem influenciar a prática de manipulação de resultados. Estas variáveis fazem também parte da equação (8) com o papel de variáveis de controlo:  $SIZE_{it}$  consiste na quantidade de elementos que constituem o conselho de administração da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $FSIZE_{it}$  corresponde ao tamanho, medido através da capitalização bolsista da empresa  $i$  no ano  $t$ ;  $End_{it}$  é uma variável que reflete o endividamento da empresa  $i$  no ano  $t$ ; e  $CF_{it}$  diz respeito aos *cash flows* operacionais da empresa  $i$  no ano  $t$ .

De facto, o tamanho do conselho de administração pode afetar a funcionalidade e a eficiência do mesmo (Jensen, 1993). São vários os autores que associam uma maior dimensão do conselho de administração a uma menor prática de manipulação de resultados (Eisenberg et al., 1998; Chtourou et al., 2001; Xie et al., 2003; Ebrahim, 2007). Adicionalmente, um conselho de administração maior pode juntar vários especialistas de diversas áreas diferentes, contribuindo benéficamente para a empresa (Loderer & Peyer, 2002). Por outro lado, um conselho de administração com um elevado número de elementos aumenta a probabilidade de existência de problemas de comunicação, de coordenação e de agência, culminando numa maior probabilidade de manipulação de resultados (Beiner et al., 2004; Yermack, 1996; Eisenberg et al., 1998; Kao & Chen, 2004; Jaggi & Leung, 2007). Justifica-se assim o uso de  $SIZE_{it}$  como variável de controlo.

Quanto ao tamanho da empresa, bastantes autores afirmam que as entidades de maior dimensão são mais propensas a realizar manipulação de resultados decrescente, com o objetivo de reduzir o impacto negativo que a exposição política poderá trazer (Peansnell et al., 2000; Jiang et al., 2008; Banderlipe, 2009). Por outro lado, uma empresa de grande dimensão atrai uma maior atenção por parte dos investidores comparativamente a uma empresa de menor dimensão. Por isso mesmo, existe uma maior pressão para que as empresas maiores apresentem constantemente bons resultados, cumprindo as expectativas dos analistas (Barton & Simko, 2002). Chung et al. (2002), Chen et al., (2007) e Yang et al. (2008) defendem que empresas maiores estão associadas a um maior valor absoluto de *accruals* discricionários.

O endividamento também é utilizado como variável de controlo dado a existência de literatura que o relaciona com a manipulação de resultados. Quando uma empresa apresenta um elevado grau de endividamento, aumenta a probabilidade de praticar manipulação de resultados com o objetivo de ressaltar

possíveis consequências por não cumprimento da dívida (DeFond & Jiambalvo, 1994; Ali et al., 2008; Jiang et al., 2008). Contudo, as empresas com maior nível de endividamento estão sob escrutínio minucioso dos credores, reduzindo a probabilidade de manipular resultados (Park & Shin, 2004). Também Chung et al. (2002), Peansnell et al. (2000) e Yang et al. (2008) defendem uma relação negativa entre o endividamento e a manipulação de resultados.

Adicionalmente, DeFound e Jiambalvo (1994), Dechow et al. (1995), Peansnell et al. (2000), Chen et al. (2007) e Yang et al. (2008) encontraram evidências de que os *cash flows* operacionais estão negativamente relacionados com a manipulação de resultados. Espera-se assim que empresas com maior volume de fluxos de caixa operacionais pratiquem menos manipulação de resultados.

Por fim,  $v_i$  corresponde aos efeitos fixos de empresa;  $w_t$  corresponde aos efeitos fixos de ano; e  $u_{it}$  corresponde ao erro associado da empresa  $i$  no ano  $t$ .

# Capítulo 3

## Análise empírica

### 1 Descrição dos dados

O estudo centra-se em empresas cotadas portuguesas que integravam o PSI geral entre os anos 2016 e 2020 (5 anos). A amostra inicial compreendia 46, 44, 41, 39 e 38 empresas dos anos 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020, respetivamente. Foram retiradas da amostra inicial bancos e seguradoras pois, dadas as peculiaridades destas empresas, não é possível obter as variáveis necessárias para estimar o modelo de Jones modificado, baseado em *accruals*. Foram também eliminadas todas as empresas que apresentassem falta de dados ou cujo período de relato não terminasse no final do ano, mas sim noutra altura do ano, culminando assim numa amostra final constituída por 182 observações (aglomerado de 40 empresas diferentes). Este reduzido número de observações poderá ter influência nos resultados, no entanto esta limitação reflete a pequena dimensão do mercado bolsista português.

Todos os dados contabilísticos foram retirados da base de dados Refinitiv Eikon, enquanto as variáveis relativas ao conselho de administração, foram obtidas com base nos relatórios financeiros e do governo das sociedades anuais das empresas. Tanto os relatórios financeiros anuais como os relatórios do governo das sociedades das empresas estão disponíveis online em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt).

De ressaltar também que a amostra, sendo constituída por empresas portuguesas cotadas, é alvo das atualizações das normas internacionais de contabilidade (IAS/IFRS) e, como tal, os valores da variável Clientes poderão conter também ativos em contrato com clientes, resultantes da adoção do IFRS 15

em 2018; e os valores da variável AFT poderão também incluir os direitos de uso, que resultam de AFT adquiridos em locação, e que a partir de 2018 passaram a estar presentes no balanço com a adoção da IFRS 16.

Para estimar o modelo de Jones modificado *cross-sectional* (1995) foi necessário agrupar as empresas por setor, sendo que as atividades industriais foram classificadas de acordo com o ICB (*Industry Classification Benchmark*). A amostra ficou assim composta por 8 grupos de indústrias: Matérias básicas; Bens de consumo; Serviços de consumo; Telecomunicações; Tecnologia; Serviços públicos; Produtos industriais e Outros.<sup>11</sup>

A Tabela 1 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis presentes nas equações (1) e (2). A empresa média apresenta: um total de ativo do ano anterior de 3.258,30 milhões de euros; um total de *accruals* de -19,45% do ativo do ano anterior; uma diferença entre o volume de negócios e contas a receber de -0,69% do ativo do ano anterior; e um ativo fixo tangível de 79,81% do ativo do ano anterior.

Na empresa média 55,82% dos membros do conselho de administração são não executivos. Em 58,66% das empresas, o presidente do conselho de administração não é simultaneamente diretor executivo e 21,23% das empresas apresentam uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração. Para além disso, a empresa média tem: 9 membros no conselho de administração; uma capitalização bolsista de 43,48% do ativo do ano anterior; e um *cash flow* operacional de 6,19% do ativo do ano anterior.

---

<sup>11</sup> O grupo “Outros” agrupa 3 indústrias (Serviços financeiros; Cuidados de saúde e Serviços públicos) de forma a ser possível estimar as equações com um maior número de observações.

**Tabela 1:** Estatística descritiva (N=179)

Variáveis	Média	Mediana	Desvio padrão	Min	Max
TACC/A	-0,1945	-0,0502	0,8679	-6,8260	0,3420
A	3258,3000	523,5200	7456,0000	12,7950	43178,0000
( $\Delta$ VN - $\Delta$ Clientes)/A	-0,0069	0,0001	0,1605	-1,0797	0,5250
AFT/A	0,7981	0,5830	0,7884	0,0003	4,9125
DnExc	0,5582	0,6000	0,2188	0,0000	1,0000
PCAnCEO	0,5866	1,0000	0,4938	0,0000	1,0000
AUD	0,2123	0,0000	0,4101	0,0000	1,0000
SIZE	9,1453	8,0000	4,6059	3,0000	21,0000
FSIZE/A	0,4348	0,3211	0,3930	0,0012	1,6520
End/A	0,3710	0,3658	0,1920	0,0000	1,0421
CF/A	0,0619	0,0517	0,0670	-0,1836	0,3166

TACC = total de *accruals*; A = ativo do ano anterior;  $\Delta$ VN -  $\Delta$ Clientes = diferença entre a variação de volume de negócios e contas a receber; AFT = ativo fixo tangível. DnExc = proporção de membros não executivos no conselho de administração; PCAnCEO = variável binária de valor 1 se *chairman* e *CEO* forem pessoas diferentes e 0 caso contrário; AUD = variável binária de valor 1 caso haja uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração ou 0 caso contrário; SIZE = número de membros do conselho de administração; FSIZE = capitalização bolsista; End = endividamento; CF = *cash flow* operacional. O Ativo é a única variável que se apresenta em milhões de euros para simplificar a leitura.

## 2 Resultados de estimação

A Tabela 2 apresenta os resultados de estimação do modelo de Jones modificado *cross-sectional*, que foi estimado com base na divisão por grupos de indústria referidos no subcapítulo anterior. Esta opção de indústrias parece não estar a influenciar os resultados pois o modelo também foi estimado com base noutra agrupamento de indústrias diferente e os resultados mantiveram-se.

Observando os R-quadrados da Tabela 2 verifica-se que o poder explicativo dos *accruals* não discricionários é maior nos setores de Serviços financeiros, Cuidados de saúde e Serviços públicos (incluídos no setor Outros). Neste caso, os *accruals* não discricionários explicam em média 86,96% da variação dos *accruals* totais. Por outro lado, o poder explicativo dos *accruals* não discricionários é significativamente menor para os setores dos Produtos Industriais e de Telecomunicações, onde os R-quadrados são de apenas 43,60% e 57,68%, respetivamente.

Tabela 2: Modelo de Jones modificado *cross-sectional* (N=179)\*

Variáveis	Indústrias							
	A	B	C	D	E	F	G	H
1 / A	401,4340 (1417,7100)	382,2660 (260,7010)	430,8930 (1007,8800)	-21583,9000*** (6912,0800)	49954,5000 (28407,4000)	-817706,0000*** (131202,0000)	-188530,0000*** (46953,1000)	-1256,3700 (1893,8000)
$\Delta VN-\Delta CI / A$	0,3234* (0,1721)	-0,1205*** (0,0342)	0,8376** (0,3302)	0,0032 (0,0515)	-0,0101 (0,0956)	-2,25534,0000 (3,0282)	0,0965 (0,3513)	-0,0874** (0,0354)
AFT / A	-0,0250* (0,0142)	-0,0746*** (0,0080)	-0,1023*** (0,0103)	-0,0322*** (0,0052)	-0,0946*** (0,0166)	24,3728*** (4,9441)	-0,0266*** (0,0068)	-0,0673*** (0,0082)
R-quadrado	0,4360	0,8089	0,8146	0,8427	0,8511	0,5768	0,7179	0,8696
Teste de significância global	5,7919	71,8612	40,4265	31,6324	40,7978	13,4535	23,0522	23,3814
	N=51	N=38	N=23	N=15	N=15	N=15	N=15	N=10

\* erros padrão em parêntesis; \*\*\* quando p-value < 0,01, \*\* quando p-value < 0,05, e \* quando p-value < 0,1

A=Produtos industriais; B=Serviços de consumo; C=Telecomunicações; D=Matérias básicas; E=Bens de consumo; F=Tecnologia; G=Serviços públicos; H=Outros (Serviços financeiros; Cuidados de saúde e Serviços públicos)

Os resultados de estimação da Tabela 2 foram utilizados para estimar os *accruals* não discricionários e, com base nestes, foram estimados os *accruals* discricionários usados para calcular a medida de *earnings management*.

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para os *earnings management*.

**Tabela 3:** Estatística descritiva EM\*

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Min	Max
EM/A	0,1661	0,0234	0,5538	0,0001	4,9792

\*EM/A= *Earnings Management* (valor absoluto dos *accruals* discricionários deflacionado pelo ativo do ano t-1)

É possível afirmar que a empresa média, no ano médio, manipula, positiva ou negativamente, resultados no montante de 16,61% do ativo do ano anterior.

A Tabela 4 apresenta o modelo de regressão linear estimado de 3 formas diferentes: na coluna (i) a estimação tem apenas como variáveis independentes as das hipóteses que pretendemos estudar; na coluna (ii) são acrescentadas as variáveis de controlo; e na coluna (iii) são considerados todas as variáveis anteriores e os efeitos fixos do ano e das empresas.

Tendo em conta os resultados obtidos na coluna (i) é possível aferir que: tanto a proporção de administradores não executivos no conselho de administração; a distinção de funções entre o *chairman* e o *CEO*; bem como a presença de uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração, não afetam a manipulação de resultados para um grau de confiança de 95%. Não podem assim confirmar as hipóteses H1, H2 e H3.

Com o acréscimo das variáveis de controlo na estimação apresentada na coluna (ii), as conclusões mantêm-se. Isto significa que a omissão das variáveis de controlo em (i) não estava a enviesar as estimativas.

**Tabela 4:** Modelos de regressão OLS\*

Variáveis	( i )	( ii )	( iii )
Constante	0,2822*** (0,1067)	0,6760*** (0,2174)	0,5461** (0,2685)
DnExc	-0,1820 (0,2287)	-0,1669 (0,2453)	-0,4843 (0,3055)
PCAnCEO	0,0103 (0,1083)	0,0423 (0,1052)	0,1399* (0,0795)
AUD	-0,0967* 0,0553	-0,0637 (0,0552)	-2,0948** (0,8499)
SIZE		-0,0103*** (0,0039)	-0,0297* (0,0157)
FSIZE/A		-0,3131*** (0,1102)	-0,1025 (0,0736)
End/A		-0,5413*** (0,1975)	-0,1595 (0,1285)
CF/A		0,0540 (0,3722)	0,3896 (0,2835)
Efeitos fixos ano	não	não	sim
Efeitos fixos empresa	não	não	sim
R-quadrado	0,0143	0,0811	0,8406
Teste de significância global	2,2255	1,9506	15,3357

\* erros padrão em parêntesis; \*\*\* quando p-value < 0,01, \*\* quando p-value < 0,05, e \* quando p-value < 0,1

Quando se adiciona os efeitos fixos por ano e por empresa (coluna (iii)), obtemos as seguintes conclusões. Em primeiro lugar, continuamos a verificar que não existe qualquer relação entre a proporção de membros não executivos no

conselho de administração e o nível de manipulação de resultados. Estes resultados diferenciam-se dos de Dechow et al. (1995), Beasley (1996) e Alves (2001) que concluíram pela existência de uma relação negativa entre a proporção de membros não executivos no conselho de administração e a prática de manipulação de resultados. Por outro lado, e para a mesma variável, os nossos resultados são os mesmos de Saleh et al. (2005) e Kam (2007) que encontraram evidências de que os administradores não executivos não influenciam a manipulação de resultados.

Em segundo lugar, também não se encontrou evidências de que a distinção de funções entre *chairman/CEO* influencie negativamente a prática de manipulação de resultados. Assim sendo, os resultados são diferentes dos de Dechow et al. (1996), Kam (2007) e Pereira (2014), que concluíram que em empresas onde há separação de cargos entre o *chairman* e o *CEO*, é menos acentuada a presença de manipulação de resultados.

Por último, para um nível de confiança de 95% foi possível concluir, para a nossa amostra, uma relação negativa entre a presença de uma comissão de auditoria integrada no conselho de administração e o nível de manipulação de resultados. Esta conclusão vai de encontro às de Dechow et al. (1996), Klein (2002), Benkel et al. (2006) e Saleh et al. (2005). Já Alves (2011), não encontrou evidências de qualquer influência que uma comissão de auditoria possa ter nos níveis de manipulação de resultados.

Consequentemente confirma-se a hipótese H3, não podendo fazer o mesmo para as hipóteses H1 e H2.

# Capítulo 4

## Conclusão

Este trabalho tem como principal objetivo testar três hipóteses de investigação: (a) se existe uma relação negativa entre a proporção de membros não executivos no conselho de administração e a prática de manipulação de resultados; (b) se a não simultaneidade de funções entre o presidente do conselho de administração e o CEO influenciam negativamente a prática de manipulação de resultados; (c) se a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração está negativamente relacionada com a prática de manipulação de resultados.

Com base numa amostra de empresas portuguesas cotadas, incluídas no PSI Geral entre os anos de 2016 e 2020, foi estimado o modelo de Jones modificado *cross-sectional*. Depois de estimados os *accruals* discricionários, utilizou-se uma segunda estimação de regressão linear com o objetivo de conseguir relacionar as características do conselho de administração com os níveis absolutos de manipulação de resultados.

A partir da estimação da equação (8) foi possível aferir que a proporção de administradores não executivos no conselho de administração não afeta a manipulação de resultados, para um nível de confiança de 95%. Adicionalmente, este trabalho evidencia que, para a amostra em questão, a distinção de funções entre o *chairman* e o CEO não têm impacto nos níveis de manipulação (para um grau de significância de 5%). Sendo assim, não é possível confirmar as H1 e H2.

Por outro lado, foi possível confirmar a hipótese H3 em estudo: para a amostra em questão, e para um grau de confiança de 95%, a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração influencia negativamente a presença de manipulação de resultados (consistente com as conclusões de Dechow et al., 1996; Klein, 2002; Saleh et al., 2005; e Benkel et al., 2006). É importante referir que

a amostra de reduzidas dimensões pode ter algum impacto nos resultados obtidos.

Assim sendo, e com base nas conclusões obtidas, o presente trabalho indica que, apesar do Código das Sociedades Comerciais (artigo 278.º) permitir três estruturas diferentes de administração e fiscalização de sociedades anónimas, a modalidade com a comissão de auditoria integrada no conselho de administração é a que melhor assegura a transparência de informações contabilísticas/financeiras divulgadas pelas empresas.

Numa investigação futura, seria interessante fazer um estudo semelhante para empresas portuguesas que não estejam cotadas em bolsa, comparando os seus níveis de manipulação de resultados com os das empresas cotadas. Assim testar-se-ia se uma maior exposição das empresas cotadas em bolsa, e a pressão inerente para apresentar bons resultados, influencia de alguma forma a prática de manipulação de resultados.

# Referências bibliográficas

- Ali, SM, Salleh, NM & Hassan, MS 2008. Ownership structure and earnings management in Malaysian listed companies: the size effect. *Asian Journal of Business and Accounting*, 1(2), 89-116.
- Alves, S. M. G. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 9(2), 141-160.
- Banderlipe, I. I., & Mc Reynald, S. (2009). The impact of selected corporate governance variables in mitigating earnings management in the Philippines. *DLSU Business & Economics Review*, 19(1), 17-27.
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The accounting review*, 77(1), 1-27.
- Bartov, E., Gul, F. A., & Tsui, J. S. (2000). Discretionary-accruals models and audit qualifications. *Journal of accounting and economics*, 30(3), 421-452.
- Beasley, M. S. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. *The Accounting review*, 71(4), 443-465.
- Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F., & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism? *Kyklos*, 57(3), 327-356.
- Benkel, M., Mather, P., & Ramsay, A. (2006). The association between corporate governance and earnings management: The role of independent directors. *Corporate Ownership & Control*, 3(4), 65-75.

- Blackburn, V. L. (1994). The effectiveness of corporate control in the US. *Corporate governance: an international review*, 2(4), 196-202.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The importance of reporting incentives: Earnings management in European private and public firms. *The accounting review*, 81(5), 983-1016.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of accounting and economics*, 24(1), 99-126.
- Cadbury, A. (1992). Report of the Committee on the financial aspects of Corporate Governance, Gee & Co. Ltd., London, United Kingdom.
- Carcello, J. V., & Neal, T. L. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *The accounting review*, 75(4), 453-467.
- Chen, K. Y., Elder, R. J., & Hsieh, Y. M. (2007). Corporate governance and earnings management: The implications of corporate governance best-practice principles for Taiwanese listed companies. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 3(2), 73-105.
- Chtourou, S. M., Bedard, J., & Courteau, L. (2001). Corporate governance and earnings management. *Social Sciences and Humanities Research Council of Canada*, 10(2), 40-55.
- Chung, R., Firth, M. and Kim, J.-B. (2002). Institutional monitoring and opportunistic earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 8(1), 29-48.
- Comiskey, E., & Mulford, C. (2002). *The financial numbers game*. New York: John Wiley & Sons.

- Cotter, J. (1998). Utilization and Restrictiveness of Covenants in Australian Private Debt Contracts. *Accounting & Finance*, 38(2), 181–196.
- Cunha, M. R. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados: auditoria. *Revisores e Auditores*, 63, 15-23.
- Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2005). Internal governance structures and earnings management. *Accounting & Finance*, 45(2), 241-267.
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235-250.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary accounting research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting review*, 193-225.
- Dedman, E. (2000). An investigation into the determinants of UK board structure before and after Cadbury. *Corporate Governance: An International Review*, 8(2), 133-153.
- DeFond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of accounting and economics*, 17(1-2), 145-176.

- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of accounting and economics*, 23(2), 115-139.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (1999). Earnings management to exceed thresholds. *The journal of business*, 72(1), 1-33.
- Dunn, D. J. (1987). Directors aren't doing their jobs. *Fortune*, 115(6), 117-119.
- Ebrahim, A. (2007). Earnings management and board activity: An additional evidence. *Review of Accounting & Finance*, 6(1), 42-58.
- Eisenberg, T., Sundgren, S., & Wells, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of financial economics*, 48(1), 35-54.
- Erickson, M., & Wang, S. W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of accounting and economics*, 27(2), 149-176.
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of political economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Financial Reporting Council (2019). *The UK Corporate Governance Code*.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *The accounting review*, 79(4), 967-1010.
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of accounting and economics*, 7(1-3), 85-107.

- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365-383.
- Instituto Português de Corporate Governance (2018). *Código de Governo das Sociedades de 2018 revisto em 2020*.
- Ittelson, T. (2009). *Financial Statements: A step-by-step guide to understanding and creating financial reports*. New Jersey, USA: Career Press.
- Jaggi, B., & Leung, S. (2007). Impact of family dominance on monitoring of earnings management by audit committees: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(1), 27-50.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.
- Jensen, M.C & Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiang, W., Lee, P., & Anandarajan, A. (2008). The association between corporate governance and earnings quality: Further evidence using the GOV-Score. *Advances in Accounting*, 24(2), 191-201.
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of accounting research*, 29(2), 193-228.
- Kam, P. M. (2007). Corporate governance and earnings management: some evidence from hong kong listed companies. [Doctoral dissertation, University of the Sunshine Coast].

- Kao, L., & Chen, A. (2004). The effects of board characteristics on earnings management. *Corporate Ownership & Control*, 1(3), 96-107.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of accounting and economics*, 33(3), 375-400.
- Liesman, S. (2002). Many accounting practices are difficult to penetrate. *Interactive Wall Street Journal*, 23.
- Loderer, C., & Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, 8(2), 165-192.
- Lopes, A. G. D. C. P. A. (2018). *Identificação da manipulação de resultados: modelo de Jones: 1991*. [Dissertação de mestrado, Universidade Católica Portuguesa].
- Marques, M., & Rodrigues, L. (2009). A problemática do “earnings management” e suas implicações. *Jornal de contabilidade*, 391, 325-339.
- Matsumoto, D. A. (2002). Management's incentives to avoid negative earnings surprises. *The accounting review*, 77(3), 483-514.
- Monteiro, A. L. R. (2016). *Identificação de manipulação de resultados segundo o Modelo de Dechow e Dichev (2002)*. [Dissertação de mestrado, Universidade Católica Portuguesa].
- Moreira, J. (2006). Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms. *Discussion Papers*, 10.
- Moreira, J. (2008). A Manipulação dos Resultados das Empresas: um contributo para o estudo do caso português. *Jornal de Contabilidade*, 373, 112-120.

- Moreira, J., & Pope, P. F. (2007). Earnings Management to Avoid Losses: a cost of debt explanation. *Research Center on Industrial, Labour and Managerial Economics*, 4.
- Oliveira, M. M. (2011). Manipulação dos Resultados por Empresas em Dificuldades Financeiras: Estudo para um Caso Português. [Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto].
- Organisation for Economic Co-operation and Development (2020). *G20/OECD Principles of Corporate Governance*.
- Osma, B. G., Noguer, B. G. D. A., & Clemente, A. G. (2005). La investigación sobre earnings managements. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 34(127), 1001-1033.
- Park, Y. W., & Shin, H. H. (2004). Board composition and earnings management in Canada. *Journal of corporate Finance*, 10(3), 431-457.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2000). Accrual management to meet earnings targets: UK evidence pre-and post-Cadbury. *The British Accounting Review*, 32(4), 415-445.
- Penman, S. H.(2013). *Financial statement analysis and security valuation*, McGraw-Hill, New York.
- Pereira, A. A. (2014). *Mecanismos de controlo da manipulação de resultados das sociedades não financeiras portuguesas: Auditoria Financeira e Governo Das Sociedades*. [Tese de doutoramento, Universidade da Beira Interior].

- Pope, P. F., Peasnell, K. V., & Young, S. (1998). Outside directors, board effectiveness, and earnings management. *Board Effectiveness, and Earnings Management*. Working paper, Lancaster University, Lancaster.
- Ronen, J., & Sadan, S. (1981). Smoothing income numbers: Objectives, means, and implications. Addison-Wesley Publishing Company.
- Ronen, J. (2008). *Earnings Management Emerging Insights in Theory Practice and Research*. Springer.
- Roodposhti, F. R., & Chashmi, S. N. (2011). The impact of corporate governance mechanisms on earnings management. *African Journal of Business Management*, 5(11), 4143.
- Saleh, N. M., Iskandar, T. M., & Rahmat, M. M. (2005). Earnings management and board characteristics: Evidence from Malaysia. *Jurnal Pengurusan*, 24, 77-103.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting horizons*, 17, 97-110.
- Sharma, D., & Stevenson, P. A. (1997). The impact of impending corporate failure on the incidence and magnitude of discretionary accounting policy changes. *The British Accounting Review*, 29(2), 129-153.
- Soares, N. (2003). Evidence on earnings management of portuguese M&A target firms. [Dissertação de mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto].
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1-3), 249-281.

- Sun, L. (2012). Reexamine Cookie Jar and Big Bath Accounting Using the Backing-Out Method. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 8(9), 1272.
- Sweeney, A. P. (1994). Debt-covenant violations and managers accounting responses. *Journal of accounting and Economics*, 17(3), 281-308.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *The journal of finance*, 53(6), 1935-1974.
- Teoh, S. H., Welch, I., & Wong, T. J. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial economics*, 50(1), 63-99.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 53(1), 112-134.
- Watts, R. L., and J. L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 65(1), 131-156.
- Xie, B., Davidson III, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of corporate finance*, 9(3), 295-316.
- Yang, C. Y., Lai, H. N., & Tan, B. L. (2008). Managerial ownership structure and earnings management. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 6(1), 35-55.

Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of financial economics*, 40(2), 185-211.