

INSTITUTO SUPERIOR DE CIÊNCIAS DO TRABALHO E DA EMPRESA
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE



MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS E AS CARACTERÍSTICAS
DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO:
ALEMANHA E REINO UNIDO

Vera Lúcia Nunes dos Santos

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de
Mestre em Contabilidade

Orientadora:
Doutora Helena Isidro, Departamento de Contabilidade e Finanças,
ISCTE Business School

Setembro de 2008

MANIPULAÇÃO DE RESULTADOS E AS CARACTERÍSTICAS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: ALEMANHA E REINO UNIDO

RESUMO

O objectivo deste estudo é analisar a relação existente entre as características do conselho de administração de empresas dos dois principais sistemas de governo das sociedades – anglo-saxónico e continental – e as práticas manipuladoras de resultados. A amostra, neste estudo, é formada por 98 empresas cotadas da Alemanha (sistema continental) e 234 empresas cotadas do Reino Unido (sistema anglo-saxónico), compreendendo o período de 2003 a 2004.

De forma a mensurar a manipulação de resultados utilizou-se um dos modelos de estimação para *accruals* discricionários, o modelo de Jones (1991).

Os resultados desta pesquisa sugerem que existem diferenças significativas entre as empresas dos dois sistemas. Para as empresas do Reino Unido verificou-se que quanto melhor for a qualidade do conselho de administração, menor é a manipulação de resultados. Já para as empresas alemãs observou-se uma relação positiva entre o conselho e a manipulação de resultados.

Palavras-chave: governo das sociedades, manipulação de resultados, conselho de administração, modelos de governo das sociedades,

Jel Classification: G3, M4

**EARNINGS MANAGEMENT AND BOARD CHARACTERISTICS:
GERMANY AND UNITED KINGDOM**

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine whether board characteristics of two corporate governance systems are related to firms' earnings management.

The board characteristics of 98 companies of Germany (continental system) and 234 companies of United Kingdom (anglo-saxon systems) has been analyzed during the period 2003 to 2004.

Earnings management was measured using the Jones Model (1991) a commonly use model of to measure discretionary accruals.

The results provide evidence that there are some important differences between companies on these two corporate governance systems. For United Kingdom, the study found a negative relation between the quality of the board of directors and earnings management. However, for Germany the results suggest a positive relation between the board quality and earnings management.

Keywords: corporate governance, earnings management, board of directors, corporate governance models

Jel Classification: G3, M4

SUMÁRIO EXECUTIVO

Este estudo tem como objectivo analisar a relação existente entre a manipulação de resultados e as características do conselho de administração de empresas cotadas dos dois principais sistemas de governo das sociedades – anglo-saxónico e continental.

Para tal optou-se por utilizar o país que melhor caracteriza cada modelo. Sendo assim, para representar o modelo anglo-saxónico e o modelo continental utilizou-se, respectivamente o Reino Unido e a Alemanha.

Estes dois modelos diferem bastante entre si, e as diferenças devem-se principalmente a diferenças no contexto empresarial: concentração de accionistas, identidade dos accionistas, liquidez do mercado para empresas cotadas.

Os resultados obtidos mostram que as empresas do Reino Unido são em regra mais “cumpridoras” em termos de governo das sociedades do que as empresas da Alemanha.

Por exemplo, os conselhos de administração das empresas alemãs são constituídos na sua grande maioria por membros internos contrariamente ao que acontece nas empresas do Reino Unido, cujos membros externos (ou independentes) ocupam grande parte dos lugares do conselho de administração. Estes resultados vêm confirmar o que tem sido reclamado por Beasley (1996), Klein (2002) e Peasnell *et al.* (2001), que a inclusão de membros externos aumenta a eficiência do Conselho na monitorização, reduzindo a manipulação de resultados.

No entanto, no que diz respeito a uma das principais qualidades do conselho – a separação de papéis de presidente do conselho e o gestor de topo – o Reino Unido tem aqui um ponto desfavorável, uma vez que esta separação é praticamente nula na empresas da amostra, o que faz com que haja grande probabilidade do gestor de topo/presidente do conselho de administração dominar o conselho, diminuindo a independência dos seus membros.

Este estudo vem também confirmar, no que diz respeito ao Reino Unido, a ideia apresentada por Beasley (1996), Klein, 2002 e Xie *et al.*, entre outros, de que quanto melhor for a qualidade do conselho de administração, menor é a manipulação de resultados.

No que concerne à Alemanha (modelo continental), os testes empíricos não permitiram tirar conclusões definitivas acerca desta relação, no entanto verificou-se que a relação é positiva, ou seja, que quanto melhor for a qualidade do conselho, maior é a manipulação de resultados, o que entra em conflito com a literatura existente. Porém, os resultados para as empresas da Alemanha devem ser interpretados com alguma cautela, dado a existência de diversas condicionantes, tais como: a reduzida dimensão da amostra pode não permitir uma análise exacta da relação entre manipulação de resultados e características do conselho de administração; e, o índice utilizado para medir a qualidade do conselho de administração ser construído com base nas características das empresas americanas (modelo anglo-saxónico).

ÍNDICE

	Página
1. Introdução	1
2. Governo das Sociedades	4
3. Principais Modelos de Governo das Sociedades	6
3.1 Sistema Anglo-saxónico	8
3.2 Sistema Continental	10
3.3 Desenvolvimentos do Governo das Sociedades nos Países Europeus: Códigos de Bom Governo	12
4. Manipulação de Resultados e Governo das Sociedades	15
4.1 Modelos para Determinar a Manipulação de Resultados	17
4.1.1 Modelos de <i>Accruals</i> Agregados	19
4.1.1.1 Modelo de Jones	20
4.1.1.2 Modelo de Jones Modificado	22
4.1.1.3 Modelo dos <i>Cashflows</i>	23
5. Conselhos de Administração e Manipulação de Resultados	26
5.1 Percentagem de Membros Independentes no Conselho de Administração	26
5.2 Presidente do Conselho de Administração / Gestor de Topo	27
5.3 Dimensão do Conselho de Administração	28
5.4 Reuniões do Conselho de Administração	28
6. Aplicação Empírica	29
6.1 <i>Accruals</i> Discricionários	30
6.2 Qualidade do Conselho de Administração	32
6.3 Endividamento	34
6.4 Valor de Mercado	34
7. Dados e Amostra	35
8. Análise de Resultados	37
8.1 Estatísticas Descritivas	37
8.2 Resultados da Regressão	44
9. Conclusões	48
Bibliografia	52

ÍNDICE DE TABELAS

	Página
Tabela 1 – Modelos de manipulação de resultados de acordo com a literatura	18
Tabela 2 – Modelos de <i>Accruals</i> Discricionários	20
Tabela 3 – Equação do Modelo de Jones	21
Tabela 4 – Equação do Modelo de Jones Modificado	22
Tabela 5 – Equação do Modelo dos <i>Cashflows</i>	23
Tabela 6 – Requisitos mínimos de Governo das Sociedades para o Conselho de Administração	33
Tabela 7 – Número de empresas em cada fase da construção da amostra para o modelo de Jones	35
Tabela 8 – Amostra final usada para testar o modelo	36
Tabela 9 – Estatística descritiva da amostra	37
Tabela 10 – Matriz de correlação <i>Spearman / Pearson</i>	40
Tabela 11 – Requisitos mínimos de Governo das Sociedades para o Conselho de Administração	41
Tabela 12 – <i>Accruals</i> Discricionários e <i>Governance</i>	45
Tabela 13 – <i>Accruals</i> Discricionários e <i>Governance</i> incluindo variáveis binárias	46

1. Introdução

As circunstâncias recentes fizeram despertar um interesse público extraordinário pela fiabilidade e transparência da informação financeira na Europa. Grande parte deste interesse deve-se à espiral de escândalos financeiros que, com casos como o da multinacional italiana Parmalat, não parece ser exclusiva do contexto norte-americano e que põem em relevo a existência de problemas na estrutura de governo das empresas.

Este tema fez com que se reactivasse o debate entre académicos, profissionais e organismos reguladores sobre as acções a levar a cabo para restringir a manipulação de resultados. Entre as mesmas, dentro do âmbito interno da empresa, a promoção do bom governo das sociedades, tem sido sem dúvida, a que tem gerado maior consenso internacional. Prova disto, são os códigos de bom governo, que durante as duas últimas décadas têm surgido em inúmeros países e que, em linhas gerais, baseando-se na experiência internacional prévia, têm promulgado um modelo de governo das sociedades de corte anglo-saxónico, tomando como referência o relatório *Cadbury* publicado no Reino Unido em 1992. Os ditos códigos têm como base um conjunto de normas de conduta ou recomendações, cuja finalidade é conseguir uma actuação mais eficiente dos conselhos de administração por forma a restringir a manipulação de resultados por parte do gestor de topo e a assegurar que a informação financeira reflecta de uma maneira verdadeira e fidedigna a realidade da empresa (Young, 2000).

A separação entre a propriedade e o controlo das empresas constitui-se na essência fundamental dos problemas a que o fenómeno organizacional, actualmente divulgado sob a designação de governo das sociedades ou *Corporate Governance*, (numa terminologia anglo-saxónica), procura responder. Tal separação – entre a propriedade e o controlo – é potenciadora de situações nas quais os interesses dos proprietários e dos gestores podem divergir. Ora, a realidade diz-nos que, não poucas vezes, tal divergência ocorre (sendo de registar que tal divergência, por vezes, origina lesão grave dos interesses das empresas ou dos accionistas). É neste contexto que assume especial importância a acção dos membros do conselho de administração, sendo fundamental definir correctamente os seus limites, os seus papéis e as suas responsabilidades.

Os problemas que surgem da separação de propriedade e controlo têm de ser resolvidos através de diferentes mecanismos. Um importante mecanismo é o conselho de administração.

No que diz respeito à composição qualitativa do conselho de administração, identificam-se dois tipos de membros do conselho: os membros internos, que representam os interesses de investidores institucionais e, que têm um peso relativo muito maior na Europa continental do que nos países anglo-saxónicos, formando normalmente parte dos conselhos de administração das empresas; e os membros independentes que representam os interesses dos accionistas minoritários. (i.e., Beasley, 1996; Dechow *et al.*, 1996; Peasnell *et al.*, 2001). Estes estudos também concluem que a existência de investidores institucionais restringe as práticas manipuladoras, uma vez que estes investidores assumem o papel dos proprietários tradicionais exercendo um controlo directo sobre a administração.

Vários estudos mostram que o conselho de administração de uma empresa influencia a manipulação de resultados e a qualidade da informação financeira, e a dimensão de tal influência depende das características do conselho. Em particular, estudos mostraram que conselhos independentes reduzem a manipulação de resultados por parte dos gestores. (i.e., Beasley, 1996; Dechow *et al.*, 1996; Peasnell *et al.*, 2000, 2001; Klein, 2002; Xie *et al.*, 2003).

Utilizando os estudos de Klein (2002) e Aggarwal *et al.* (2006) como ponto de partida, analisou-se a relação existente entre as características do conselho de administração de empresas dos dois principais sistemas de governo das sociedades – anglo-saxónico e continental – e as práticas de manipulação dos resultados. Foram estudadas, nomeadamente, 98 empresas cotadas da Alemanha (sistema continental) e 234 empresas cotadas do Reino Unido (sistema anglo-saxónico), no período de 2003 a 2004.

Para as empresas do Reino Unido os resultados são consistentes com estudos anteriores e indicam que quanto melhor for a qualidade do conselho de administração, menor é a manipulação de resultados. Já para as empresas alemãs observou-se uma relação positiva entre o conselho e a manipulação de resultados.

Os resultados para a Alemanha sugerem que em empresas características do sistema continental, o gestor pode ter um papel dominante no conselho e, assim, ter maior poder para manipular os resultados. Porém, os resultados para as empresas alemãs devem ser interpretados com devida cautela, dada a relativa dimensão da amostra.

2. Governo das Sociedades

O conceito de governo das sociedades ou *corporate governance* existe há mais de cinquenta anos. Na década de 1960, a expressão *corporate governance* era utilizada, preliminarmente, com o sentido de referência às directrizes de funcionamento de empresas. Somente na década de 1980, tal expressão foi popularizada e, a partir dos Estados Unidos da América, difundiu-se no Reino Unido e em países da Europa continental e de outros continentes.

O governo das sociedades tem sido objecto de um forte interesse público devido à sua aparente importância para a saúde económica das empresas e da sociedade em geral. No entanto, o conceito não se encontra ainda bem definido, já que, potencialmente, abraça um vasto número de fenómenos económicos distintos. Como resultado, a expressão “governo das sociedades” pode ser definida de diversas maneiras. A análise de diferentes propostas conceptuais permite assimilar de forma mais aprofundada o significado do termo.

De acordo com o *Cadbury Report (1992)*, o governo das sociedades é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Trata-se de uma definição que, ao vincular o governo ao processo decisório, expressa a amplitude do conceito.

Segundo Shleifer *et al.* (1997), chama-se de governo das sociedades ao sistema de relacionamento entre os accionistas, os auditores independentes, os gestores da empresa e o conselho de administração, liderado por estes últimos. Nesta definição, confere-se posição de destaque ao conselho de administração, órgão de representação dos accionistas.

Tradicionalmente assume-se que as empresas devem ser geridas tendo em vista maximização da riqueza dos seus accionistas, de modo a maximizar o respectivo bem-estar. Para tal, os gestores deveriam concentrar-se em criar valor para os accionistas, maximizando o valor do respectivo capital investido. Os accionistas são vistos como beneficiários últimos dos actos da empresa. Nesta acepção, os gestores devem tomar as suas decisões com um critério único: *aumentar o valor da empresa e a riqueza dos seus accionistas* (Shleifer *et al.*, 1997).

Os problemas de agência surgem tipicamente quando gestores são contratados para a maximização da riqueza dos accionistas, e não a maximização da sua utilidade pessoal (Jensen e Meckling, 1976; Laffont, 2001).

Ao analisar o conceito de governo das sociedades, surge uma questão: a empresa existe para atender aos seus accionistas ou aos *stakeholders*, um grupo mais amplo de interesses que envolve empregados, fornecedores, clientes e a comunidade como um todo? O entendimento de que a empresa deve atender aos *stakeholders* pode dar origem a uma definição que envolve interesses mais amplos do que apenas os do accionista. Assim, pode-se definir governo das sociedades como o sistema designado a proteger interesses e direitos dos que disponibilizam recursos para o financiamento da empresa, seja na forma de capital próprio ou de dívida (capital de terceiros), o que envolve accionistas e credores. (Jensen e Meckling, 1976)

Quer isto dizer que o governo das sociedades compreende todos os mecanismos que respeitam à determinação da vontade da empresa e à sua concretização, seja ao nível da definição do tipo de actividades económicas a desenvolver, seja no que se refere à organização operacional dessas actividades, seja na tomada de decisões de financiamento dos respectivos investimentos, seja no que respeita à devolução dos recursos investidos aos seus proprietários ou à sua remuneração sob a forma de dividendos. Paralelamente com as estruturas que tomam decisões em nome da empresa, integram o governo das sociedades outros mecanismos que controlam e fiscalizam esse exercício e que visam garantir que a empresa é gerida de modo eficaz, eficiente e consentâneo com os seus interesses. Por outras palavras, o governo de cada empresa deve contemplar mecanismos que induzam a uma eficiente afectação de recursos e mecanismos que exijam a responsabilização pelo modo como esses recursos são usados (Heidrick e Struggles, 2003).

Assim, os mecanismos de governo das sociedades visam diminuir os efeitos da assimetria informacional através de maior transparência, atribuindo importância idêntica aos interesses de todas as partes da organização, consequentemente minorando os interesses de agência.

Diversos estudos empíricos vêm sendo publicados sistematicamente em vários países atestando a importância e tentando quantificar o valor do governo das sociedades. Um dos estudos mais conhecidos sobre o valor do governo das sociedades foi conduzido pela *McKinsey Company* e publicado em Junho de 2000 (McKinsey, 2000). Foram entrevistados diversos investidores na Europa, Ásia e

América Latina. O objectivo da pesquisa era saber se os investidores estavam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governo das sociedades e de quanto seria esse “prémio” pelo bom governo. De acordo com os resultados, mais de 80% dos entrevistados estariam dispostos a pagar mais por uma empresa com boas práticas de governo das sociedades. Sendo que $\frac{3}{4}$ (três quartos) dos investidores considera o governo das sociedades tão importante quanto o desempenho financeiro da empresa. O prémio pelo bom governo varia de 18% a 28%, demonstrando que a melhora nas práticas de governo pode trazer um aumento significativo no valor da acção da empresa no mercado.

Todos esses estudos empíricos contribuem para atestar a importância e o valor das boas práticas de governo das sociedades no quotidiano das empresas. Contudo, as leis do país e o seu efectivo cumprimento também têm grande importância na protecção dos direitos dos investidores e desenvolvimento do mercado de capitais do país.

3. Principais Modelos de Governo das Sociedades

Os modelos de tomada de decisões e de monitorização das sociedades variam de país para país conforme o perfil histórico, cultural, económico e institucional de cada país. As características e o desenvolvimento desses modelos, que podem ser associados a grupos de países, reflectem as peculiaridades de formas distintas de organização do capital e prioridades políticas e sociais diversas. (La Porta *et al.*, 2000)

De acordo com Shleifer *et al.* (1997) é frequente identificarem-se dois modelos principais de governo das sociedades: o *sistema continental* (que é conhecido como o modelo dos *stakeholders* – ou partes interessadas) e o *sistema anglo-saxónico* (também referenciado como modelo dos *shareholders*, ou accionistas). Ambos os modelos combinam protecção legal a pelo menos alguns dos investidores e efectivo cumprimento das leis. Todos os investidores, sejam grandes ou pequenos, accionistas ou credores, precisam ter os seus direitos protegidos. Se a protecção não existir, os gestores não terão motivo para pagar aos credores ou distribuir dividendos e, conseqüentemente, será difícil às empresas obter financiamentos.

O primeiro sistema é conotado como o governo das empresas da Europa Continental (Alemanha, França, Portugal, Espanha, Itália) ao passo que o segundo sistema é identificado com o Reino Unido e os demais países de expressão e influência anglo-saxónica.

Os países *common law* (modelo continental) são caracterizados por mecanismos de protecção dos investidores, enquanto os países *code law* ou *civil law* (modelo anglo-saxónico) são caracterizados por mecanismos mais fracos (La Porta *et al.*, 2000).

De acordo com La Porta *et al.*, 2000, uma das explicações para o facto da protecção aos investidores ser maior nos países *common law* é que nesses países a prática empresarial prevalece sobre o direito escrito e a primeira fonte do direito é a jurisprudência, de forma que os juízes julgam as situações baseados nos precedentes legais e inspirados em princípios gerais, como dever fiduciário e equidade, podendo haver condenação mesmo se a conduta não foi prevista ou proibida em nenhum documento. O medo de que os precedentes legais alcancem determinadas condutas que violam o dever fiduciário faz com que a expropriação dos investidores seja menor. Nesse sentido, vale a pena lembrar os dizeres de Abraham Lincon (1809-1865): “Não se esqueça que o que é justo do ponto de vista legal pode não sê-lo do ponto de vista moral”.

Já nos países *civil law*, os juízes não podem julgar além do que está previsto nas leis. Ou seja, se uma conduta não estiver proibida em lei, os accionistas ou os administradores podem praticá-la sem receio de serem penalizados.

A estrutura de propriedade e o papel e a relevância do mercado de capitais são características indissociáveis de cada um dos modelos. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo anglo-saxónico, no modelo continental a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas (La Porta *et al.*, 1998). Nos EUA e no Reino Unido, os investidores institucionais são grandes accionistas, gerindo globalmente uma fatia expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco expressivas. Paralelamente, os mercados de capitais da Europa continental são

relativamente pequenos e ilíquidos, ao passo que as bolsas anglo-saxónicas são grandes e líquidas. (Faccio e Lang, 2002)

Compreende-se, assim, que no modelo anglo-saxónico o principal desafio que se coloca no desenho dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a protecção dos pequenos accionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais, os quais por norma gozam de uma ampla margem de actuação. No caso da Europa continental, o principal problema reside na protecção dos interesses dos pequenos e anónimos accionistas face aos accionistas que têm dimensão suficiente para exercer influência sobre a gestão da empresa. Além disso, a dispersão accionista e a importância dos mercados de capitais, característica do sistema anglo-saxónico, faz com que os agentes do mercado (investidores, entidades regulamentadoras, analistas, etc.) exerçam um maior controlo (de fora para dentro) dos gestores. Na Europa continental, pelo contrário, o controlo externo efectuado pelo mercado de capitais não é um elemento nuclear. O controlo das equipas de gestão é exercido pelos accionistas com mais interesses na empresa, e estes (se forem múltiplos) controlam-se entre si. Os gestores são igualmente controlados por outros grupos, tais como os bancos e os trabalhadores, com interesses e relações privilegiadas com a empresa.

Nos próximos parágrafos descrever-se-ão, sumariamente, os principais instrumentos que integram cada um dos modelos de governo das sociedades.

3.1. Sistema Anglo-saxónico

Um elemento fundamental do modelo anglo-saxónico é a convicção de que existe um mercado eficiente de controlo das empresas, o qual exerce um efeito disciplinador sobre os gestores profissionais. A ideia subjacente é a de que se os gestores forem incompetentes ou prosseguirem interesses próprios em prejuízo dos seus accionistas, as respectivas empresas não terão o seu valor maximizado, pelo que poderão ser objecto de uma oferta pública de aquisição (*takeover*), na sequência da qual esses gestores serão substituídos por outros mais competentes e empenhados na criação de riqueza para os seus accionistas. (Jensen, 1986; Garvey e Swan, 1994).

Um elemento igualmente nuclear deste modelo reside na estrutura e no modo de funcionamento do conselho de administração. Este órgão é tipicamente integrado por dois tipos de administradores. Os chamados administradores internos (*insiders*) e os administradores externos (*outsiders*). Os primeiros, são em regra, executivos e frequentemente fizeram carreira na empresa, ao passo que os segundos são, por norma, não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa. É suposto que os segundos sejam independentes dos primeiros e tenham como funções principais tomar decisões estratégicas, aconselhar, fiscalizar e avaliar a actividade dos administradores executivos. A fiscalização, a avaliação, a fixação da remuneração e o despedimento dos administradores executivos compete a comités criados no seio do conselho de administração e compostos por administradores externos supostamente independentes. Além da independência, a adequada fiscalização e avaliação dos gestores executivos exige que os administradores não executivos devam tempo aos assuntos da empresa e tenham conhecimentos suficientes para o efeito.

A regulação e a supervisão públicas dos mercados de capitais, visando obter um tratamento equitativo entre todos os accionistas e assegurar a suficiência, veracidade e actualidade da informação são igualmente um elemento importante na tentativa de assegurar aos investidores a minimização do risco de expropriação que estes enfrentam.

No entanto, Shleifer *et al.* (1997) destaca que, apesar do modelo anglo-saxónico ter sofrido críticas nos seus países de origem ao longo dos últimos anos, é possível detectar uma tendência por parte das mais importantes empresas da Alemanha no sentido de se aproximarem preferencialmente desse modelo no que diz respeito aos objectivos primordiais da actividade empresarial, em especial a criação de valor para os accionistas e às práticas de governo que permitem melhor alcançá-los.

Já no que diz respeito à informação financeira, Joos e Lang (1994) verificaram que no Reino Unido o relato financeiro é mais orientado para os investidores, ou seja é considerado mais transparente do que em França e na Alemanha. No Reino Unido não há pressão para se aplicar o princípio da prudência, há uma maior necessidade para que os valores sejam transparentes.

3.2. *Sistema Continental*

Na Europa continental, onde a Alemanha emerge como protótipo, a estrutura de propriedade é tida como um mecanismo determinante crucial da estratégia da firma e da sua performance subsequente. Aqui, como antes referido, a propriedade está longe de ser difusa como acontece nos países anglo-saxónicos, sendo frequente a existência de accionistas – particularmente famílias – com posições relevantes. O controlo dos gestores pelos maiores accionistas é, pois, um elemento fundamental deste modelo. Os principais accionistas controlam (internamente) a gestão e tomam as principais decisões estratégicas da empresa. Não é aqui raro que os próprios accionistas principais tenham assento nos órgãos de administração ou então façam eleger pessoas da sua confiança. O problema reside na defesa dos pequenos accionistas face aos grandes accionistas (Shleifer *et al.*, 1997).

O mercado de controlo de empresas não é tido aqui como desempenhando um papel relevante. Na Europa continental são raras as ofertas públicas de aquisição, não havendo a expectativa que se constituam como ameaça credível às equipas de gestão e aos accionistas principais, mesmo quando estes não possuem o controlo maioritário das empresas. Em muitos casos, encontram-se implementados mecanismos de defesa anti-OPA que impedem o funcionamento de tal mercado, coibindo o seu (suposto) efeito disciplinador.

No que diz respeito à estrutura dos órgãos de administração, em múltiplos países da Europa continental predomina o chamado modelo dualista, caracterizado pela existência de dois órgãos com responsabilidade pela administração da empresa. Este modelo reina na Alemanha, Áustria, Dinamarca, Holanda e Suíça.

O modelo dualista visa criar uma estrutura intermédia (conselho geral¹) entre a conselho de administração e os gestores de topo, a qual além de outras funções deve desempenhar um papel de fiscalização e de controlo dos administradores executivos e, por consequência, dos accionistas a quem esses administradores se encontrem ligados. Aquela estrutura intermédia assume alguns dos poderes que na estrutura monista (assim designado por força da existência de um único órgão de administração em cada empresa) são exercidos pela assembleia-geral. O órgão

¹ Adota-se a designação “conselho geral” em conformidade com a terminologia instituída no Código das Sociedades Comerciais (art. 424º e art.446º). Tal órgão é usualmente designado em terminologia anglo-saxónica por, respectivamente, “supervisory board”.

superior possui ainda alguma autoridade sobre as principais decisões de gestão, as quais carecem da sua aprovação. Entre as tarefas do conselho geral inclui-se também a avaliação do desempenho dos membros da direcção. No âmbito do sistema dualista, os accionistas usualmente reúnem uma vez por ano principalmente para avaliar o trabalho do conselho geral e da direcção.

A efectiva capacidade do conselho geral para fiscalizar e controlar a acção dos gestores executivos depende, obviamente, da independência dos seus membros face a estes gestores e aos accionistas a quem eles se encontrem ligados. A ideia subjacente à sua constituição é também a de conferir capacidade a determinados *stakeholders* para fiscalizar a gestão quotidiana e interferir na formulação da política estratégica da empresa. Na Alemanha, por exemplo, um terço dos membros do conselho geral são representantes dos trabalhadores e dos sindicatos. (Joos e Lang, 1994).

Uma das consequências da dualidade de instâncias decisórias é a possibilidade de separação das figuras dos respectivos presidentes. Na estrutura dualista, o presidente do conselho geral e o gestor de topo são duas pessoas distintas, sendo o primeiro usualmente designado, em terminologia anglo-saxónica, *Chairman* e o segundo *Chief Executive Officer* (CEO). Obviamente, a separação dos papéis é importante como forma de evitar a concentração de poderes, mas apenas produz resultados efectivos na protecção dos interesses dos pequenos accionistas se o *Chairman* for independente do CEO e dos accionistas com influência relevante na escolha dos gestores executivos.

Por fim, saliente-se que no modelo continental, a actuação das instituições financeiras emerge como elemento muito importante. Desde logo, pelo facto de não existir uma acentuada dispersão dos riscos de crédito. Ao contrário do sistema anglo-saxónico, onde existe uma ampla prática e uma longa tradição de sindicalização e de dispersão dos empréstimos por múltiplas instituições, no sistema continental prevalece as relações credor/devedor com uma óptica de longo prazo. Por outro lado, os bancos são muitas vezes accionistas de muitas empresas não financeiras. Além disso, os bancos, em alguns países (em especial na Alemanha), actuam como procuradores dos seus clientes, pelo que juntam aos direitos accionistas próprios os direitos de voto que decorrem das acções dos seus clientes

particulares. Por isso, é suposto, não só possuírem interesses, como terem condições para actuarem como elementos indutores do bom governo das demais empresas (Schmidt, 2003).

Verifica-se, portanto, que ambos os modelos têm as suas vantagens e desvantagens. Com a globalização e a intensificação das trocas internacionais, os dois modelos têm sofrido modificações, apresentando um alto grau de convergência entre eles, com o modelo *shareholder* adoptando algumas características do *stakeholder*, e vice-versa.

3.3. Desenvolvimentos do Governo das Sociedades nos países europeus: códigos de bom governo

Tendo atrás ficado descritos o conceito e importância do governo das sociedades, os dois principais modelos (continental e anglo-saxónico) através dos quais esse governo é actualmente exercido e as limitações à sua eficácia, os objectivos prosseguidos no presente trabalho ficariam, ainda assim, deficientemente documentados se não se fizesse também referência, ainda que sumária, às iniciativas que, nos anos mais recentes, têm sido tomadas para regulação das práticas de governo das sociedades.

Como se disse, os escândalos financeiros, verificados sobretudo no início da presente década, confirmaram o que, ao nível académico e da supervisão, já se tornara evidente: a insuficiente eficácia dos mecanismos de governo das empresas e a urgente necessidade do seu aperfeiçoamento.

No caso concreto do espaço europeu, outros factores específicos influenciaram no mesmo sentido. Em especial, a liberdade de circulação de capitais, bens e serviços, a crescente relevância das bolsas de valores como fonte de financiamento das empresas, a concretização de programas nacionais de privatizações de empresas públicas e a vaga de fusões e aquisições (ocorridas sobretudo nos anos oitenta e noventa) contribuíram para que se transportasse para o primeiro plano da actualidade as questões relativas à protecção dos interesses dos accionistas, incluindo a transparência da informação financeira e o debate em torno dos mecanismos mais adequados de governo societário.

A evolução que ficou referida conduziu a que, a partir da década de noventa – ainda antes da eclosão de sucessivos escândalos internacionais de grande dimensão, com consequências sistémicas e impacto mediático até então inéditos (Enron em 2001, Vivendi Universal e Worldcom em 2002, Ahold e Parmalat em 2003, entre outros)² – se tivesse já dado início, em diversos países europeus, a um movimento sustentado de codificação de normas recomendatórias e de práticas de bom governo.

A filosofia que esteve subjacente a este movimento, e que veio a informar iniciativas posteriores, é a de que as normas de natureza voluntária, dirigidas ao comportamento ético dos intervenientes na vida das sociedades cotadas (órgãos de administração, auditores, accionistas, *stakeholders*), apresentam maiores virtualidades para restaurar a confiança dos mercados – na medida em que sejam livremente adoptadas e divulgadas pelas empresas ou estas expliquem por que não as adoptam – do que as disposições vinculativas, frequentemente cumpridas na sua letra e não no seu espírito e que nunca impedirão práticas intencionais de má gestão.

Não terá sido, aliás, estranho a esta linha de orientação o facto de, em diversos países europeus, a iniciativa de elaboração e publicação destes códigos haver sido significativamente partilhada, em especial na década de noventa, por entidades não-governamentais, entre elas associações empresariais, patronais ou industriais e, não raramente, dos próprios investidores.

Entre os primeiros códigos europeus publicados, passou a constituir uma referência, pela essencialidade das suas regras, o *Código de Boas Práticas* dirigido a sociedades cotadas e incluído no *Relatório Cadbury*³, publicado em 1992 no Reino Unido⁴

² Em todas estas empresas, as ocorrências que conduziram aos respectivos colapsos evidenciaram graves deficiências de governo societário: débil controlo de gestão por parte dos órgãos de administração, deficiente controlo das empresas pelos accionistas, sistemas de controlo de riscos e actuação da auditoria interna inadequados, ineficiente actuação dos auditores externos e insuficiente e pouco transparente divulgação pública da situação das empresas.

³ Ao *Cadbury Report* seguiu-se, em 1995, o *Greenbury Report* e, em 1998, o *Combined Code on Corporate Governance*, proposto pelo *Hampel Committee*, e adoptado pela *London Stock Exchange* como referência obrigatória dos relatórios de governo das sociedades das empresas cotadas.

⁴ “*Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”. O Relatório é conhecido pelo nome do presidente da comissão responsável pela sua elaboração, Sir Adrian

Este relatório, que influenciou a elaboração de muitos outros códigos europeus e também fora da Europa, abordou questões determinantes para o governo societário, como as relacionadas com a estrutura dos órgãos de administração e suas comissões, a separação das funções de presidente do conselho de administração e de gestor de topo, a responsabilidade, independência e remuneração dos administradores, a importância do contributo dos administradores não-executivos, a fiabilidade da informação financeira, o papel dos auditores externos e os direitos e deveres dos accionistas.

Igualmente introduziu o princípio “*cumpra ou explique*” (“*comply or explain*”), segundo o qual as empresas devem declarar quais as normas que cumprem do “código de boas práticas” e justificar a situações de não cumprimento.

O referido código teve o mérito de sintetizar, num reduzido conjunto de regras de formulação muito simples, o essencial das posições defendidas ao longo do relatório e que ainda hoje continuam a constituir linhas de força incontornáveis do governo das sociedades.

Constava das suas recomendações a inclusão de administradores não-executivos, na sua maioria independentes, na composição do conselho de administração, órgão que deveria assegurar o “*completo e efectivo controlo da empresa*”, bem como a fiscalização da actividade dos gestores de topo.

No seguimento do pioneirismo britânico, foram publicados entre 1991 e 2005 (Outubro), no conjunto dos vinte e cinco Estados-membros da União Europeia existentes na altura, cerca de oitenta códigos de bom governo, sendo que, naquele último ano, apenas em relação a três desses países é que não se obteve registo da existência de um conjunto formal de normas enquadrável neste conceito. Na realidade, porém, a aceleração da actividade de codificação verificou-se sobretudo depois de 1997, bem patente no facto de a partir de 1998 ter sido identificada a publicação de sessenta e seis códigos, equilibradamente repartidos pelos vários anos.

Cadbury. A comissão foi nomeada em Maio de 1991 pelo London Stock Exchange, pelo Financial Reporting Council e pelos profissionais de contabilidade, com o objectivo de dar resposta às preocupações com “*o baixo nível de confiança detectado quer na informação financeira, quer na capacidade dos auditores proporcionarem a confiança que os utilizadores dos relatórios das empresas procuram e esperam*”.

Foram assim produzidos, sobretudo na segunda parte dos anos noventa e início da presente década, alguns outros importantes códigos. A título de exemplo, poderão citar-se, em França, os Relatórios Vienot I (1995), Vienot II (1999) e Bouton (2002), agregados num código único em 2003; na Alemanha, o Código Cromme (2002), actualizado em 2003; na Bélgica, o Código Cardon (1998) e Lippens (2004); em Itália, o Código Preda (1999), actualizado em 2002; na Holanda, o Código Peters (1997) e o Código Tabaksblat (2003); e, na vizinha Espanha, o Código Olivencia (1998) e o Código Aldama (2003).

Além do Relatório *Cadbury*, atrás mencionado, contam-se entre esses modelos os “*Princípios de Governo das Sociedades*”, publicados originariamente pela OCDE em 1999 e objecto de versão actualizada em 2004.

Os princípios da OCDE, embora não obrigatórios, foram acolhidos como padrão não só entre os próprios países membros da Organização, mas também a nível mundial, tendo sido designadamente adoptados pelo Banco Mundial na avaliação das práticas de governo das sociedades nos mercados emergentes e pelo *Financial Stability Forum*³⁴ como um dos padrões-chave para a estabilidade financeira internacional.

Deverá, por último, assinalar-se que todos os códigos incentivam a divulgação voluntária, pelas empresas destinatárias, das práticas de governo seguidas. Alguns códigos, entre os quais se contam os mais recentes, recomendam a utilização do procedimento introduzido pelo relatório *Cadbury* de “cumpra ou explique” ou que esse procedimento seja imposto às empresas admitidas à cotação em bolsas de valores.

4. Manipulação de Resultados e Governo das Sociedades

A literatura sobre a manipulação de resultados aponta o estudo de Healy (1985) como pioneiro na matéria. Este autor concluiu que os gestores usavam *accruals*⁵ para estrategicamente manipular resultados.

⁵ Os *accruals* consistem normalmente em estimativas ou previsões, cujo objectivo é tornar o resultado contabilístico uma medida aproximada do resultado económico (não observável) e resultam do regime do acréscimo (os resultados do exercício reconhecem os proveitos e os custos, independentemente dos seus recebimentos ou pagamentos) na elaboração das demonstrações

Bernard e Thomas (1990), Beaver e McNichols (1998) e Barth *et al* (2001), sugerem que os *accruals* são relevantes para prever fluxos de caixa futuros e que os investidores não são capazes de identificar a manipulação dos gestores sobre os *accruals* (Bernard e Thomas, 1990; Sloan, 1996). Além disso, Subramanyam (1996) comenta que existe uma relação entre os componentes dos *accruals* e a performance futura das empresas.

Segundo Healy e Wahlen (1999), pode considerar-se que o fenómeno de “*earnings management*” – ou manipulação de resultados – dá-se quando o conselho de administração emprega a sua própria opinião de forma discricional na elaboração dos relatórios financeiros e inclusive na realização de determinadas transacções, com o objectivo de influir na percepção dos investidores ou dos credores sobre o resultado económico subjacente ou beneficiar para influenciar no sentido de pretender o resultado daqueles contratos baseados em números contabilísticos. Efectivamente, a manipulação de resultados persegue dois grandes objectivos que constituem as duas grandes linhas de investigação contabilística. Por um lado, existe manipulação de resultados derivado à pressão exercida pelos mercados de capitais, como por exemplo, evitar perdas ou diminuição de resultados, elevar resultados trimestrais, cumprir com os prognósticos dos analistas, etc. Por outro lado, também existe manipulação dos resultados devido a circunstâncias contratuais, tais como compensações salariais vinculadas a resultados, sectores regulados em que a legislação pode gerar incentivos à manipulação do resultado para maximizar prestações e evitar sanções ou inclusive para evitar restrições impostas em cláusulas nos contratos de empréstimo, obtenção de benefícios fiscais através de isenção e redução das bases de tributação, etc. (Dechow, 1995; Burgstahler e Dichev, 1997)

Segundo Dechow e Skinner (2000) a manipulação de resultados só será efectiva se distorcer a avaliação que os investidores fazem da empresa e essa distorção só é possível porque existe assimetria de informação, porque se existissem mercados completos e perfeitos não era necessário a existência de informação contabilística (ie., Fields *et al.*, 2001). Uma vez que existe assimetria de informação é criada

financeiras (Dechow *et al*, 2002). Exemplos são os saldos de clientes e fornecedores. Optou-se por manter o termo original em inglês.

uma relação de agência entre a gestão e os utentes da informação financeira⁶, em que os gestores através das opções contabilísticas omitem ou distorcem informação sobre a qualidade dos resultados apresentados, podendo ser o caso de, desta forma, ocultarem a ineficiência da sua própria gestão. Se não existisse assimetria de informação, a manipulação de resultados não teria qualquer eficácia ao nível da imagem percebida da empresa. Sem essa desigualdade informativa, os utentes da informação financeira não seriam iludidos pela existência daquela manipulação.

4.1. Modelos para determinar a manipulação de resultados

Na presença de incentivos para alterar as demonstrações financeiras, a gestão pode distorcer a “imagem” da empresa através da manipulação de *accruals*.

Para determinar o nível de manipulação de resultados numa empresa, é necessária uma medida que indique a proporção de resultados que não são manipulados. Embora os resultados manipulados sejam difíceis de medir, o nível de manipulação é determinado estimando a parte dos resultados que não é manipulada.

McNichols *et al.* (1988) desenvolveram um modelo geral de análise. Assim, no modelo, os *accruals* são decompostos em *accruals* não discricionários e *accruals* discricionários.

Enquanto que os *accruals* não discricionários representam os *accruals* relacionados com a actividade normal da empresa e estão sob controlo da gestão, os *accruals* discricionários⁷ (*abnormal accruals*) correspondem às intervenções intencionais dos gestores no sentido de produzirem os efeitos desejados sobre os resultados. (Healy, 1985; Teoh *et al.*, 1998^a, 1998^b).

Como os *accruals* discricionários não são observáveis, terão que ser estimados com o auxílio dos vários modelos de detecção de manipulação de resultados.

⁶ Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal ou principais) contratam outra pessoa (o agente) para executar serviços ou tarefas no seu interesse, o que envolve a delegação de autoridade no agente. Se ambas as partes da relação forem maximizadoras da utilidade, então existem motivos para acreditar que o agente nem sempre actuará de acordo com os interesses do principal, mas sim procurando maximizar a sua utilidade pessoal.

⁷ Healy (1996) argumenta que estes *accruals* devam passar a designar-se como “não esperados” (ou anormais), uma vez que os modelos estimam o nível esperado (ou normal) dos *accruals*.

Assim como os *accruals* proporcionam manipulação com a oportunidade de modificar resultados, os *accruals* discricionários são usados como um indicador de manipulação de resultados (Bowman e Navissi, 2003; Bartov *et al.*, 2000; Dechow *et al.*, 1995; DeFond e Jimbalvo, 1994; Jones, 1991). Os *accruals* discricionários e *accruals* normais ou não discricionários são usados para medir os resultados manipulados e os resultados não manipulados, respectivamente.

McNichols (2000) analisa três modelos de investigação vulgarmente usados na literatura sobre manipulação de resultados (tabela 1)⁸. McNichols (2000) argumenta que a selecção do modelo de investigação para medir a manipulação de resultados depende da questão em que se baseia a investigação.

Tabela 1 – Modelos de manipulação de resultados de acordo com a literatura

Modelos existentes na literatura sobre manipulação de resultados	Estudos que implementaram o modelo
Modelos de Accruals Agregados (<i>Aggregate Accruals Models</i>)	(Por exemplo: Kothari <i>et al.</i> , 2001; DuCharme, 2001; Erickson e Wang, 1998; Becker <i>et al.</i> , 1998; Han and Wang, 1998; Dechow <i>et al.</i> , 1995; Jones, 1991; DeAngelo, 1986; Healy, 1985); Dechow e Dichev, 2002.
Modelos de Accruals Especificos (<i>Specific Accrual Models</i>)	(Por exemplo: Beaver e McNichols, 1998; Beneish, 1997; Beaver e Engel, 1996; Petroni, 1992; McNichols e Wilson, 1988)
Modelos Distribucionais (<i>Frequency Distribution Approach</i>)	(Por exemplo: DeGeorge <i>et al.</i> , 1999; Myers e Skinner, 1999; Burgstahler e Dichev, 1997)

Estes modelos procuram estimar a componente discricionária dos *accruals* vistos de uma forma agregada (i.e., Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995), sendo uma espécie de síntese de todas as práticas de distorção ou então é feita a análise de um *accrual* específico, procurando modelizar o seu nível normal.

⁸ Por razões de economia de espaço e porque o objectivo desta tese não é estudar a manipulação de resultados não se apresentam em detalhe os modelos de manipulação dos resultados. Para uma análise mais detalhada dos vários modelos deverá consultar-se a bibliografia referida.

Em geral, os modelos *de accruals agregados* têm vantagens significativas sobre os restantes modelos. Os *accruals* agregados são muitas vezes seleccionados devido a três factores. Primeiro, capta o efeito líquido de todas as estimativas contabilísticas e escolhas que influenciam os resultados anunciados. Este facto é necessário porque a literatura sobre governo das sociedades não especifica algumas manipulações contabilísticas que são significativamente relacionadas com o governo das sociedades. Segundo, ao examinar o comportamento do total de *accruals* discricionários, preenche a necessidade para medir se os gestores tiveram um incentivo para manipular resultados. Os gestores apenas manipulam resultados quando têm incentivos para fazê-lo. (Dechow *et al.*, 2000; DeGeorge *et al.*, 1999). Finalmente, a abordagem *dos accruals agregados* tem sido o foco principal em estudos sobre manipulação de resultados (McNichols, 2000).

4.1.1 Modelos de accruals agregados

Healy (1985) argumenta que os *accruals* modificam o período de ocorrência dos resultados contabilísticos e que são compostos pelos *accruals* discricionários (*abnormal accruals*) e *accruals* normais ou não discricionários. Estudos anteriores evidenciam que as empresas usam *accruals* discricionários para praticar manipulação de resultados (Kasznik, 1999; Dechow *et al.*, 1995; DeFond e Jiambalvo, 1994; Perry e Williams, 1994; Sweeney, 1994; Jones, 1991, Healy, 1985).

Os modelos de *accruals* discricionários mais usados pelos investigadores na área da manipulação de resultados são o modelo de Jones (1991) e o modelo de Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995).

A tabela 2 resume a descrição e a limitação de cada um dos modelos.

Tabela 2 – Modelos de *accruals* discricionários

Modelo	Descrição	Limitações
Jones (1991)	Expressa os <i>accruals</i> em função da variação das vendas e do nível de Imobilizado bruto	O potencial de medir os <i>accruals</i> discricionários é reduzido quando os gestores exercem intervenções sobre as vendas, porque o modelo assume que as vendas nunca sofrem intervenções intencionais por parte dos gestores
Modelo de Jones modificado (Dechow <i>et al.</i> , 1995)	Modifica o modelo de Jones (1991) de forma a melhorar o controlo para a possibilidade de existir manipulação ao nível dos proveitos. Este modelo tenta atenuar potenciais enviesamentos a partir da presumida livre manipulação dos proveitos	Pode estimar incorrectamente os <i>accruals</i> , porque presume que todas as variações nas vendas a crédito são resultado de uma manipulação de resultados. Também pode fornecer <i>accruals</i> inviesados porque omite custos.

Diversas investigações argumentam que apenas o modelo de Jones e o modelo de Jones modificado parecem ter o potencial de proporcionar avaliações fidedignas de *accruals* discricionários (Kothari, 2001; Guay *et al.*, 1996; Subramanyam, 1996; Dechow *et al.*, 1995).

4.1.1.1 Modelo de Jones

Jones (1991) rompe com o pressuposto de que os *accruals* não discricionários ou normais (i.e., não manipulados) são constantes ao longo dos períodos. No seu modelo para estimar os *accruals* não discricionários incluiu variáveis com o objectivo de captar o efeito das circunstâncias económicas que envolvem a empresa.

Enquanto que a variação nas vendas controla a parte não discricionária no activo circulante da empresa, o nível de imobilizado controla a parte não discricionária nas amortizações. (Bernard e Skinner, 1996). Jones (1991) utiliza a parte discricionária do total de *accruals* para encontrar manipulação de resultados.

Jones (1991) propôs o seguinte modelo para estimar os *accruals* não discricionários ou normais:

Tabela 3 – Equação do Modelo de Jones (1991)

$$TA_{jg,t} / A_{jg,t} = \alpha_0 (1 / A_{jg,t}) + \alpha_1 (\Delta REV_{jg,t} / A_{jg,t}) + \alpha_2 (PPE_{jg,t} / A_{jg,t}) + \epsilon_i$$

Onde:

TA = total de *accruals*

A = total de activos no início do ano t

ΔREV = variações nas vendas

PPE = imobilizado corpóreo bruto

ϵ = erros de previsão

j = empresa do sector g

g = sector

t = ano

Em alguns estudos somente se procura estimar a componente não discricionária dos *accruals* de curto prazo (relacionados com activos correntes) sendo omitida a variável PPE como explicativa de *accruals* não correntes (amortizações). É argumentado que as manipulações incidirão sobretudo nos *accruals* correntes e não na alteração do nível de amortizações, uma vez que chamaria a atenção dos utentes da informação financeira e do auditor alterar a política contabilística das amortizações, tornando a gestão de resultados transparente (i.e., Teoh *et al.*, 1998; Jaime e Nogueira, 2004).

As variáveis são deflacionadas pelo activo total do período no início do ano para reduzir a heteroscedasticidade e para que se possa fazer comparações entre empresas (Jones, 1991), na medida em que é controlado o efeito de escala.

Os erros de previsão representam o nível de *accruals* anormais ou discricionários. No modelo de Jones está implícito que as vendas são não discricionárias. No entanto, as vendas podem ser objecto de manipulação. Neste modelo, quando ocorre manipulação através das vendas, os testes podem levar a concluir pela sua inexistência, quando de facto houve manipulação das vendas.

4.1.1.2 Modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995)

Dechow et al. (1995) explica que o ponto fraco do modelo de Jones (1991) está na incapacidade para capturar o impacto das manipulações nas vendas, porque Jones (1991) assume que as variações nas vendas estão associadas a *accruals* não discricionários. Dechow et al. (1995) propõe uma modificação que irá ajudar na detecção de manipulações nos resultados através das vendas. Enquanto que Jones (1991) assume implicitamente que os proveitos são não discricionários, Dechow et al. (1995) assume que as vendas recebidas (*cash flows*) são não discricionárias. Neste modelo assume-se que as vendas a crédito no período do evento são discricionárias⁹.

Dechow et al. (1995) modifica o modelo de Jones eliminando erros causados quando a direccionalidade é exercida sobre proveitos por intermédio de vendas a crédito.

Os autores indicam o seguinte modelo para estimar os *accruals* não discricionários:

Tabela 4 – Equação do Modelo de Jones modificado (Dechow et al.)

$$TA_{jg,t} / A_{jg,t} = \lambda_0 (1 / A_{jg,t}) + \lambda_1 (\Delta REV_{jg,t} - \Delta REC_{jg,t} / A_{jg,t}) + \lambda_2 (PPE_{jg,t} / A_{jg,t})$$

Onde:

TA = total de *accruals*

A = total de activos no início do ano t

ΔREV = variações nas vendas

ΔREC = variações nas contas de dívidas a receber

PPE = imobilizado bruto

j = empresa do sector g

g = sector

t = ano

⁹ Ao se considerar as vendas a crédito discricionárias, poderá revelar-se inadequado em certas circunstâncias, podendo levar a rejeição da hipótese verdadeira, uma vez que numa situação de crescimento das vendas é de esperar um aumento das vendas a crédito. Com o objectivo de mitigar esta fonte adicional de erro de medida, Dechow et al., 2003 propõem um modelo onde uma parte das vendas a crédito não irá ser classificada como discricionária.

4.1.1.3 Modelo dos Cashflows (Dechow e Dichev, 2002)

Este modelo teórico relaciona fluxos de caixa, *accruals* e erros de estimativa. As autoras argumentam que já que os *accruals* são ajustes temporários que alteram o fluxo de caixa dos diversos períodos, o maior benefício trazido por esses *accruals* é apresentar números mais fidedignos da performance económica da empresa. Por exemplo, o acto de se reconhecer um valor de contas a receber, registando-o como um activo no Balanço, acelera o reconhecimento no presente de um fluxo de caixa que acontecerá apenas no futuro.

Entretanto, esse benefício vem com o custo de se fazerem estimativas que precisam ser corrigidas através de *accruals* futuros. Se o valor recebido hoje for menor que o valor estimado no passado, isso implica que o valor registado inicialmente continha um erro. Portanto, torna-se necessário, ao se contabilizar o *accrual* de encerramento (o lançamento que salda o activo registado inicialmente), realizar dois lançamentos: um no valor da realização de caixa e outro para a correcção do valor estimado. Dessa forma, quanto mais erro existir dentro dos *accruals*, menor será a qualidade desse *accrual*. Logo, é ao mensurar os erros de estimativa que as autoras testam a qualidade dos *accruals*.

Cabe ressaltar que o modelo Dechow e Dichev relata basicamente os *accruals* de curto prazo, pois a diferença entre o *accruals* e a caixa será realizada até um ano, tornando os dados empíricos e a teoria mais fácil de ser tratada.

As autoras indicam o seguinte modelo:

Tabela 5 – Equação do modelo de *cashflows* (Dechow e Dichev, 2002)

$$A_t = \beta_0 + \beta_1 CF_{t-1}^t + \beta_2 CF_t^t + CF_{t+1}^t + \varepsilon_t$$

Em que:

A = *Accruals* discricionários no curto prazo da empresa no ano t dividido pelo activo total médio da empresa no ano t (calculado como a média aritmética do activo total nos anos $t-1$ e t)

CF_{t-1}^t = Fluxo de caixa que foi recebido ou pago antes do seu reconhecimento no resultado.

CF_t^t = fluxo de caixa que foi recebido ou pago no mesmo momento do seu lançamento no resultado.

CF_{t+1}^t = Fluxo de caixa que foi recebido ou pago num momento posterior à sua contabilização no resultado.

ε = termo de erro de estimativa (pode ser usado como medida de qualidade dos *accruals* e do resultado)

Procurando avaliar a qualidade da informação implícita nos *accruals*, Dechow e Dichev (2002) desenvolveram um modelo analítico para evidenciar como o fluxo de caixa e o resultado estão relacionados intertemporalmente. As autoras demonstram que o lucro ou prejuízo de um período "t" refere-se a impactos nos fluxos de caixa nos períodos "t-1", "t" e "t+1". Os impactos nos fluxos de caixa referentes aos períodos "t-1" e "t+1" seriam os *accruals*.

Dechow e Dichev (2002) argumentam que há uma parcela dos *accruals* que ocorrem antes do impacto nos fluxos de caixa seria útil para predição de fluxos de caixa futuros. Porém, a sua capacidade informacional depende directamente da qualidade da estimativa realizada pela gestão da empresa. Quanto menor o erro de estimação, melhor a qualidade do *accrual*.

Dechow e Dichev (2002) demonstraram que as variações no capital circulante das empresas possuem uma relação intertemporal com os fluxos de caixa, apresentando resultados empíricos aplicados a empresas norte-americanas que são consistentes com as predições de seu modelo.

No entanto, este modelo tem capacidades limitadas para distinguir os *accruals* discricionários dos *accruals* não discricionários.

Sendo assim, pode-se dizer que o modelo de Jones (1991) teve um enorme contributo para a investigação sobre manipulação de resultados. Novos modelos foram apresentados posteriormente, mas a maior parte deles baseia-se no modelo de Jones (1991) ou são reconciliáveis com ele. (i.e., "Modelo de Jones modificado de Dechow *et al.* (1995); Modelo do cashflow de Dechow e Dichev, 2002).

Os modelos originais de Jones (1991) e Dechow *et al.* (1995) são séries temporais (*time series*). No entanto, estudos recentes (DeFond e Jimbalvo, 1994; Subramanyam, 1996; DeFond e Subramanyam, 1998; Becker *et al.*, 1998; Peasnell *et al.*, 1998; Teoh *et al.*, 1998a, 1998b) preferem estimar o modelo com dados de corte transversal – *cross sectional models*, isto é, para cada ano com dados de empresas do mesmo sector – devido aos seguintes factos:

1. O modelo original de Jones (*time-series*) assume que o coeficiente estimado a partir da variação das vendas e do nível de imobilizado se mantém estático ao longo do tempo, o que não é adequado (Peasnell *et al.*, 2000b).
2. O uso de modelos *cross-sectional* ajuda a prevenir problemas de enviesamento inerentes aos modelos *time-series*. (Peasnell *et al.*, 2000a).
3. Subramanyam (1996) e Bartov *et al.* (2000) usam os modelos de Jones (1991) e o Jones modificado (Dechow *et al.*, 1995) para avaliar se modelos *cross-sectional* são de alguma forma similares aos modelos *time-series* em fornecer estimativas fiáveis de *accruals* discricionários. Subramanyam (1996) e Bartov *et al.* (2000) verificaram que o modelo de Jones *cross-sectional* e o modelo de Jones modificado *cross-sectional* têm uma performance melhor na detecção de manipulação de resultados do que os modelos equivalentes *time-series*.
4. Subramanyam (1996) e Peasnell *et al.* (1998) evidenciam que os modelos *cross-sectional* geram maiores amostras e fornecem mais observações por modelo quando na estimação dos coeficientes do que os modelos *time-series*.
5. Peasnell *et al.* (1998) mostra que os *modelos cross-sectional* permitem a inclusão de empresas com pequeno historial.

Os factos acima descritos justificam a escolha da versão *cross-sectional* em detrimento da versão *time-series*.

A abordagem *cross-sectional* ajusta-se à alteração de sector com diferentes condições económicas, o que influencia de forma independentemente os *accruals* discricionários e, por sua vez, a manipulação de resultados (Teoh *et al.*, 1998a,

1998b). No entanto, baseia-se no pressuposto que todas as empresas no sector têm ciclos operacionais equivalentes.

Recentes estudos mediram os *accruals* discricionários usando modelos *cross-sectional* (por exemplo: DeFond e Jiambalvo, 1994; Subramanyam, 1996; Becker *et al.*, 1998; Bartov *et al.*, 2000; Klein, 2002).

5. Conselhos de Administração e Manipulação de Resultados

5.1. Percentagem de Membros Independentes no Conselho de Administração

Há um vasto leque de literatura sobre o impacto da composição do conselho de administração (e.g. membros internos *versus* membros externos). Conselhos de administração dominados por membros externos estão numa posição melhor para monitorizar e controlar os gestores (Dunn, 1987). Membros externos são membros independentes da gestão da empresa e além disso a sua experiência é uma grande mais valia para a empresa (Firstenberg e Malkiel, 1980; Vance, 1983).

Diferentes tipos de composição do conselho de administração devem ser adequados aos diferentes tipos de empresas. Bhagat *et al.* (1999) sugerem que empresas com crescimento lento devem necessitar de uma proporção alta de membros independentes para controlar a gestão dos recursos disponíveis para reinvestimento, ao passo que empresas com rápido crescimento devem ser beneficiadas com uma proporção relativamente alta de membros internos, uma vez que estes poderão auxiliar nas estratégias dos negócios.

Um vasto número de estudos relaciona a proporção de membros externos à performance financeira. (Brickley *et al.*, 1994; Byrd e Hickman, 1992; Subramanyan *et al.*, 1997; Rosenstein e Wyatt, 1990). Estes estudos mostram que existe um maior nível de rendimentos (variação dos preços de acções) e uma melhor performance operacional quando membros externos detêm uma percentagem significativa de votos no conselho de administração. Consequentemente, se os membros externos melhoram a monitorização, também é de esperar que exista uma menor manipulação de resultados.

Beasley (1996) analisou a relação entre a composição do conselho de administração e a manipulação de resultados e encontrou evidências que confirmam que a proporção de membros externos no conselho é inferior em

empresas que tiveram experiências com manipulação de resultados (fraude financeira), do que em empresas onde a fraude não ocorreu. Os resultados sugerem que a inclusão de membros externos aumenta a eficiência do conselho na monitorização, prevendo a fraude financeira.

Também Dechow *et al.* (1996) mostra que empresas identificadas pela SEC como “manipuladoras” de resultados normalmente têm um conselho dominado por membros independentes.

De forma similar, Peasnell *et al.* (2001) para o Reino Unido e Klein (2002) para os Estados Unidos, mostram a existência de uma relação negativa entre a presença de membros independentes no conselho de administração e a ocorrência de práticas de manipulação de resultados, ou seja, quanto maior for a número de membros independentes, menor a prática de manipulação de resultados.

Klein (2002), num estudo que analisa se a comissão de auditoria e as características do conselho de administração estão relacionadas com a manipulação de resultados, apresenta evidências de que os conselhos estruturados para serem mais independentes do gestor de topo são mais efectivos na monitorização dos processos contabilísticos e financeiros da empresa.

Noutro estudo desenvolvido, Xie *et al.* (2003) afirmam que a manipulação de resultados tem menos probabilidade de acontecer em empresas com conselhos de administração que reúnem conjuntamente as seguintes características: maior número de membros independentes e membros com experiência empresarial.

5.2. Presidente do Conselho de administração / Gestor de topo

Em relação ao risco de um excessivo poder de concentração, é internacionalmente recomendado (Cadbury Committee, 1992; Committee on Corporate Governance, 1998; FRC, 2003; OECD, 2004) uma separação entre o presidente do conselho de administração (*chairman*) e o gestor de topo (*chief executive officer*), uma vez que é uma condição necessária para que o papel de monitorização e de gestão sejam atribuídos a diferentes indivíduos. A junção destas duas aumenta a concentração de poderes nas mãos de só uma pessoa dentro da organização.

Dechow *et al.* (1996) mostra que empresas identificadas pela SEC como “manipuladoras” de resultados normalmente têm um conselho de administração onde os presidentes do mesmo actuam simultaneamente como gestores de topo. Estas evidências sugerem que a manipulação de resultados está positivamente relacionada com a combinação de papéis de gestor e presidente do conselho de administração.

5.3. Dimensão do Conselho de Administração

Em relação à questão da dimensão do conselho de administração, é claramente difícil, se não impossível determinar um número óptimo de membros.

Infelizmente, a literatura não chega a um consenso sobre a direcção da relação entre a dimensão do conselho de administração e a eficácia do mesmo. Por um lado, um maior conselho de administração é menos provável de funcionar eficazmente e mais fácil de controlar por parte do gestor (Jensen, 1993; Bhagat *et al.*, 1999). Por outro lado, um maior conselho de administração fornece melhores relações externas e uma maior perícia ou experiência empresarial (Dalton *et al.*, 1998). A literatura existente sugere um número entre sete e nove membros no conselho, dividido entre membros internos e independentes conforme Bhagat *et al.* (1999).

Beasley (1996) encontra uma associação positiva entre a dimensão e a probabilidade de fraude contabilística ao passo que Abbott *et al.* (2000) e Xie *et al.* (2003) não encontraram nenhuma relação entre estas duas variáveis.

5.4. Reuniões do Conselho de Administração

Quanto à frequência das reuniões do conselho de administração Vafeas (1999) argumenta que reuniões frequentes podem ser interpretadas como sinal de monitorização activa, mas podem também ser simplesmente o resultado de uma fraca performance dos membros do conselho. Xie *et al.* (2003) demonstra que o número de reuniões do conselho de administração tem uma influência negativa no nível de manipulação de resultados.

6. Aplicação Empírica

O objectivo deste estudo é determinar se a qualidade do conselho de administração reduz o nível de manipulação de resultados medido através dos *accruals* discricionários. Este estudo é feito para as empresas cotadas do Reino Unido e da Alemanha no período de 2003 a 2004.

Por serem dois países apontados na literatura como os casos típicos dos dois modelos de governo das sociedades, é interessante testar para cada um deles a associação entre as características do conselho de administração e a manipulação dos resultados. Além disso, estes dois países representam uma parte importante da economia Europeia e mundial e têm um número significativo de empresas cotadas em mercados financeiros.

Para estudar esta relação entre a manipulação de resultados e a qualidade dos conselhos de administração apresenta-se o seguinte modelo:

$$AAC = \alpha_0 + \alpha_1 GOV + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 MKVALUE + \epsilon_i \quad [1]$$

Onde:

AAC = *Accruals* discricionários

GOV = Índice de qualidade do conselho de administração calculado de acordo com Aggarwal *et al.* (2006)

DEBT = Endividamento medido como total da dívida de longo prazo pelo total do activo no início do ano

MKVALUE = Valor de mercado dividido pelo capital próprio

O modelo apresentado teve como base dois artigos: Klein (2002) que analisa a relação entre características dos conselhos e o nível de manipulação dos resultados e Aggarwall e Williamson (2006) que define as principais características dos conselhos capazes de influenciar a performance das empresas.

6.1. *Accruals* discricionários (AAC)

Os *accruals* discricionários (AAC) são medidos em dois passos. Primeiro, o modelo de Jones mede os *accruals* não discricionários em função do nível de imobilizado e variação nas vendas.

A variação nas vendas é incluída no modelo porque as variações nas contas de fundo de maneio¹⁰ dependem de variações nas vendas. O imobilizado corpóreo é incluído para captar a parte dos *accruals* totais relacionada com amortizações não discricionárias.

Todas as variáveis são deflacionadas pelo activo total do início do ano para reduzir a heteroscedasticidade e para que se possam fazer comparações entre as empresas (Jones, 1991, p. 212; Beneish, 1997, p. 306; Thomas e Zhang, 2000, p. 352), na medida em que é controlado o efeito de escala.

A equação 2 estima os coeficientes separadamente para cada sector (modelo de Jones *Cross-sectional*, 1991)

$$TA_{jg,t} / A_{jg,t} = \alpha_0 (1 / A_{jg,t}) + \alpha_1 (\Delta REV_{jg,t} / A_{jg,t}) + \alpha_2 (PPE_{jg,t} / A_{jg,t}) + \epsilon_i \quad [2]$$

Onde:

TA = total de *accruals*

A = total de activos no início do ano t

ΔREV = variações nas vendas

PPE = imobilizado corpóreo bruto

ϵ_i = erros de previsão

j = empresa do sector de actividade g

g = sector

t = ano

Segundo, na equação 3 os *accruals* discricionários para cada empresa da amostra j são dados pelos erros de previsão da equação 2, isto é:

¹⁰ Fundo de maneio ou capital circulante (*working capital*) = activos correntes – passivos correntes. Como se está a analisar os *accruals* devemos excluir as disponibilidades no cálculo do fundo de maneio.

$$AAC_{j,t} = TA_{j,t} / A_{j,t} - [\hat{\alpha}_0 (1 / A_{j,t}) + \hat{\alpha}_1 (\Delta REV_{j,t} / A_{j,t}) + \hat{\alpha}_2 (PPE_{j,t} / A_{j,t})] \quad [3]$$

Onde:

AAC_j = *Accruals* discricionários que são medidos pela diferença entre o total de *accruals* reais da empresa e o total de *accruals* estimados para o sector.

TA = total de *accruals*

A = total de activos no início do ano t

ΔREV = variações nas vendas

PPE = imobilizado corpóreo bruto

$\hat{\alpha}_0, \hat{\alpha}_1, \hat{\alpha}_2$ são os coeficientes estimados da equação 2.

j = empresa do sector de actividade g

g = sector

t = ano

Os erros de previsão representam o nível de *accruals* anormais ou discricionários.

Para se poder estimar os *accruals* discricionários, é necessário calcular o total de *accruals*. Existem dois métodos para fazê-lo. O primeiro método é a abordagem tradicional do balanço que foram usados na maioria dos estudos anteriores (por exemplo, Healy, 1985; Jones, 1991; Dechow *et al.*, 1995; Peasnell *et al.*, 1998; Kothari, 2001). O segundo método é a abordagem do *cash flow*, que tem vindo a ser adoptado pelos estudos mais recentes (por exemplo, Subramanyam, 1996; DeFond e Subramanyam, 1997; Becker *et al.*, 1998; Klein, 2002b) devido às seguintes razões:

- Collins e Hribar (2002) encontram evidência empírica que a abordagem tradicional do balanço torna-se menos eficiente do que a abordagem do *cash flow* quando as empresas enfrentam fusões ou aquisições. A razão é que por trás da abordagem tradicional do balanço presume-se uma articulação entre variações no activo circulante (Balanço) e nos acréscimos de proveitos e custos (demonstração de resultados). A articulação falha quando actividades não operacionais são introduzidas (e.g. fusões e aquisições).

- Collins e Hribar (2002) mostram que a abordagem tradicional do balanço é ineficiente a medir *accruals* para empresas que encaram operações descontinuadas (itens anormais). Isto deve-se também à falha na presumida articulação na abordagem tradicional do balanço.
- Collins e Hribar (2002) demonstram que a frequência e magnitude dos erros introduzidos pode ser substancial quando se usa a abordagem tradicional do balanço.

Devido às razões em cima mencionadas, a abordagem do *cash flow* foi a utilizada no cálculo do total de *accruals*.

De acordo com a abordagem do *cash flow*, o total de *accruals* é medido da seguinte forma:

$$TA_t = NIBEA_t - OC_t \quad [4]$$

Em que:

$NIBEA_t$ = Resultado antes de resultados extraordinários no ano t

OC_t = *Cash flow* operacional no ano t

6.2. Qualidades do Conselho de Administração (GOV)

Para determinar a qualidade do conselho de administração (GOV) construiu-se o índice proposto recentemente por Aggarwall *et al.* (2006). Este índice é baseado nos 64 atributos de governo das sociedades estabelecido pelo *Institutional Shareholder Services* (ISS) e cobre um vasto leque de empresas.

Os atributos do conselho estão relacionados com a independência, composição, dimensão, transparência do conselho e como o trabalho é conduzido. Neste estudo, estes atributos são consideradas as variáveis independentes ou explicativas.

Esses atributos foram recolhidos manualmente com base na informação contida nos relatórios e contas – do exercício de 2003 e 2004 – dos quais o relatório sobre o governo das sociedades é parte integrante, e pontualmente, na consulta ao

website institucional das respectivas empresas e foi dado o valor de 1 se a empresa preenchesse cada um dos requisitos mencionados na tabela 3 ou o valor de 0 quando tal não se verificasse.

Tabela 6 – Requisitos mínimos de Governo das Sociedades para o Conselho de Administração (CA) segundo Aggarwall *et al.* (2006)

1. Todos os membros do CA compareceram em 75% das reuniões realizadas ou justificaram a falta de comparência
2. O gestor de topo exerce funções de administrador no máximo em 2 empresas públicas
3. O CA é controlado por mais 50% de membros externos
4. O CA é composto por mais do que 5 membros mas menos do que 16 membros
5. O gestor de topo não tem qualquer relações especiais
6. Não existe nenhum antigo gestor no CA
7. A comissão de compensação é composta unicamente por membros independentes e externos
8. O presidente do CA e o gestor de topo são indivíduos distintos ou existe um administrador que tem o poder de liderança
9. A comissão de nomeação é composta unicamente por membros independentes e externos
10. Membros externos controlam o CA e o gestor e os administradores internos a terem 5% a 30% dos votos (...)
11. Existe uma comissão de Governance e houve reuniões no ano anterior
12. Os accionistas votam para eleger os membros que substituem outros membros do CA no caso de faltas ou férias
13. O relatório do governo das sociedades é divulgado publicamente
14. O CA é eleito anualmente (não há CA estagnários)
15. Existem restrições para a participação dos membros do CA no capital da empresa
16. Membros executivos do CA estão restritos à participação no capital da empresa
17. Existe uma política quanto a membros do CA externos (4 conselhos é o limite máximo)
18. Os accionistas têm direitos de voto cumulativos
19. É necessário aprovação dos accionistas para se aumentar ou diminuir o CA
20. Existem mecanismos de defesa contra o uso de direitos de votos no sentido de favorecer aquisições hostis
21. Existe duração limite para os membros permanecerem no CA
22. O CA é controlado por 50% ou + de membros independentes externos e todas as outras comissões são compostas unicamente por membros independentes externos

Para complemento do modelo, foram utilizadas outras variáveis. As variáveis utilizadas como controlo foram o endividamento e o valor de mercado.

6.3. *Endividamento* (DEBT)

O endividamento (DEBT) é definido aqui como a da dívida de longo prazo dividida pelo total de activos no início do ano.

Existem várias teorias controversas sobre esta variável de controlo. Por exemplo, Klein (2002) prevê e verifica que existe uma variação positiva entre o endividamento e a manipulação de resultados porque quanto maior for o endividamento, maior é a pressão por parte dos gestores para conduzir as operações mais eficientemente e assim reduzir a probabilidade de falência, perda de controlo e de reputação.

Por outro lado, DeFond e Jimbalvo (1994) e Sweeney (1994) mostram que existe manipulação de resultados quando as cláusulas dos contratos de financiamento são violadas. As empresas que não conseguem cumprir as suas obrigações, manipulam estrategicamente os seus resultados de forma a conseguir renegociar os contratos com as empresas credoras.

6.4. *Valor de mercado* (MKVALUE)

O valor de mercado (MKVALUE) dividido pelo capital próprio (excluindo as acções preferenciais) ou *market-to-book*, é considerado no modelo para representar a dimensão da empresa, o potencial de crescimento e ainda o risco.

Uma queda nos resultados, ainda que pequena, é usualmente vista como um ponto negativo, principalmente para aquelas empresas em que existe uma forte perspectiva de crescimento. As empresas com alto valor de mercado em relação ao valor patrimonial são percebidas pelo mercado como capazes de crescer. Neste contexto, acredita-se que para esse tipo de empresas, existe um incentivo a tentar evitar a queda do resultado e manter o desempenho recente. (Guay *et al.*, 1996)

7. Dados e Amostra

O estudo centra-se em empresas do Reino Unido e Alemanha nos anos 2003 e 2004.

A selecção da amostra realizou-se em duas fases. A primeira fase iniciou-se com a recolha na base de dados *Worldscope* de todas as empresas cotadas na Alemanha e no Reino Unido nos anos de 2000 a 2004.

A tabela 7 resume a construção da amostra final utilizada para estimar o modelo de Jones (1991).

Tabela 7 – Número de empresas em cada fase da construção da amostra para o modelo de Jones (1991)

	DEU	GBR
Amostra inicial para 2000-2004	4352	9666
Empresas Bancárias (Sic Code: 60 e 61)	(142)	(194)
Empresas Seguradoras (Sic Code: 63 e 64)	(70)	(207)
Falta de dados no <i>Worldscope</i>	(1792)	(5106)
Empresas excluídas em sector demasiado pequeno para construção do modelo de Jones	(235)	(226)
Amostra final	2113	3933

Unidades: número de empresas

Começou-se por eliminar todas as empresas que fossem bancos (*Sic Code*: 60 a 61) ou seguradoras (*Sic Code*: 63 a 64) isto porque é difícil definir os *accruals* e os *accruals* discricionários para serviços financeiros. Também foram eliminadas 1792 empresas e 5106 empresas, respectivamente para a Alemanha e para o Reino Unido, devido à falta de dados no *Worldscope*.

Todas as empresas da amostra inicial do *Worldscope* que tivessem os mesmos dois primeiros dígitos do *SIC Code* (código do sector) foram agrupadas para o cálculo do modelo de *accruals* para todas as empresas j no sector g para o ano t . Sectores com menos de vinte observações foram retirados da amostra. O número de empresas usadas para cada modelo por indústria varia de 20 a 317 e de 23 a

623, para a Alemanha e para o Reino Unido respectivamente. No total foram estimadas 28 regressões para a Alemanha e 44 regressões para o Reino Unido.

A segunda fase consistiu na construção do modelo que se pretende testar. Para tal foi necessário recolher manualmente os dados sobre as características dos conselhos de administração da Alemanha e do Reino Unido a partir dos relatórios de governo das sociedades apresentados por cada empresa.

A amostra final do modelo foi construída de acordo com a tabela 8.

Tabela 8 – Amostra final usada para testar o modelo

	DEU	GBR
Amostra inicial para 2003-2004	105	236
Falta de dados no Worldscope	(2)	(2)
Valores extremos (<i>outliers</i>)	(5)	0
Amostra final	98	234

Unidades: número de empresas

Os processos estatísticos utilizados neste trabalho para estudar o nível de manipulação de resultados consoante as características do conselho de administração foram a regressão linear simples, gerados no software SPSS.

Para verificar se o comportamento em relação às práticas de manipulação de resultados é diferente consoante as características do conselho de administração, este estudo visa testar a seguinte hipótese nula:

- **Hipótese nula (H0)**: A qualidade das características do conselho de administração não está relacionada com a manipulação de resultados;
- **Hipótese alternativa (H1)**: A qualidade das características do conselho de administração está relacionada com a manipulação de resultados;

8. Análise de Resultados

8.1. Estatísticas descritivas

A tabela 9 mostra a estatística descritiva para a amostra utilizada. O painel A mostra a estatística descritiva para a Alemanha e o painel B mostra a estatística descritiva para o Reino Unido.

Tabela 9 – Estatística descritiva da amostra

Painel A: Alemanha

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Minímo	Máximo
Total de <i>accruals</i> ^a	-0,09	-0,06	0,12	-0,65	0,22
<i>Accruals</i> discricionários ^b	40,77	5,66	93,86	0,01	567,79
Varição das vendas ^c	0,06	0,17	0,42	-0,57	3,90
Imobilizado bruto ^d	0,59	0,59	0,33	0,01	1,22
Endividamento ^e	0,21	0,23	0,15	0,00	0,68
Resultado líquido ^f	0,02	0,03	0,12	-0,66	0,23
Cash flow operacionais ^g	0,11	0,09	0,12	-0,04	0,68
Valor de mercado ^h	2,50	2,01	2,08	0,46	11,48
Activos no início do ano	16.349,14	4.142,60	33.131,90	11,20	176.596,00
Capital próprio excluindo acções preferenciais	4.256,65	1.542,33	7.626,96	5,77	33.911,00

Painel B: Reino Unido

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Minímo	Máximo
Total de <i>accruals</i> ^a	-0,06	-0,05	0,82	-0,48	0,45
<i>Accruals</i> discricionários ^b	0,06	0,03	0,09	0,00	0,70
Varição das vendas ^c	0,01	0,00	0,25	-1,18	2,57
Imobilizado bruto ^d	0,60	0,54	0,40	0,01	1,84
Endividamento ^e	0,27	0,25	0,19	0,00	1,32
Resultado líquido ^f	0,03	0,04	0,10	-0,69	0,43
Cash flow operacionais ^g	0,09	0,09	0,08	-0,41	0,38
Valor de mercado ^h	-1,24	2,20	40,94	-521,89	40,28
Activos no início do ano	8.257,42	2.683,72	23.964,56	53,96	264.406,70
Capital próprio excluindo acções preferenciais	3.430,43	830,17	16.344,51	-1.957,68	186.341,70

A amostra é de 98 empresas para a Alemanha e 234 empresas para o Reino Unido nos anos de 2003 e 2004.

^a O total de *accruals* (reais) é a diferença entre os resultados antes de resultados extraordinários e os cash flows operacionais, dividido pelo total de activos no início do ano.

^b Os *accruals* discricionários (valores absolutos) são o erro de estimação dos *accruals* e medem-se pela diferença entre o total de *accruals* reais dividido pelo total de activos no início do ano e os *accruals* estimados dividido pelo total de activos no início do ano. Ver equação [1]

^c A variação das vendas é dividido pelo total de activos no início do ano e mede-se pela diferença entre as vendas do ano n e as vendas do ano n-1.

^d O imobilizado bruto é dividido pelo total de activos no início do ano.

^e O endividamento é dividido pelo total de activos no início do ano.

^f O resultado líquido é o resultado antes de resultados extraordinários dividido pelo total de activos no início do ano

^g Os *cash flows* operacionais são divididos pelo total de activos no início do ano.

^h O valor de mercado é dividido pelo capital próprio excluído as acções preferenciais.

Com o intuito de conhecer o comportamento de cada amostra, Alemanha e Reino Unido, é mostrada na tabela 6, painel A e painel B, algumas estatísticas descritivas.

Conforme apresentado, é possível observar que a amostra é composta por empresas de tamanhos diferentes e características diversas.

Para a Alemanha (Painel A), a média do total de activos foi de 16.349,14 mil €. O facto da média ser um valor calculado a partir de todas as observações, apresenta o inconveniente de a tornar muito sensível a valores aberrantes. A mediana é o total de activos que acumula até si metade das observações. Assim, metade das empresas alemãs têm como total de activos 4.142,60 mil €.

Já a variável *accruals* discricionários, variável que mede a manipulação de resultados, tem uma média igual a 40,77, um valor significativamente superior ao apresentado pelas empresas do Reino Unido. Tal facto pode ficar-se a dever a alguns casos extremos que, dada a reduzida dimensão da amostra, influenciam bastante a média. A mediana dos *accruals* discricionários é relativamente mais baixa (5,66) mas ainda superior ao valor para o Reino Unido (0,03). A média da variação das vendas para as empresas alemãs é de 0,06 e o desvio padrão é de 0,42. As empresas alemãs têm em média um endividamento de 21% do total do activo, com um desvio-padrão de 0,15. O resultado líquido em proporção do activo das empresas varia entre -0,66 e 0,23, com média de 0,02 e desvio-padrão de 0,12.

Para o Reino Unido (Painel B), a média do total de activos é de 8.257,42 mil € e a mediana é de 2.683,72 mil €. Destes valores resulta que as empresas alemãs na amostra são de maior dimensão dos que as do Reino Unido (media dos activos

superiores) e existe também uma maior diversidade na dimensão nas empresas alemãs.

No entanto, tanto para a Alemanha como para o Reino Unido existe assimetria na amostra, pois há discrepância entre a média e a mediana.

O valor médio dos *accruals* discricionários é igual a 0,06, com um desvio-padrão de 0,09, sendo que 50% dos valores estão abaixo de 0,03. Já a variação das vendas, tem como média 0,01, e um desvio-padrão de 0,25. O endividamento nas empresas do Reino Unido é em média 27% do total de activo (um valor próximo do apresentado pelas empresas alemãs), com um desvio-padrão de 0,19 e com o endividamento a variar entre 0,00 e 1,32. Para o resultado líquido sobre o total do activo para as empresas do Reino Unido é de 0,03 um valor similar ao das empresas alemãs.

Em resumo, as empresas dos dois países apresentam níveis de endividamento e de rentabilidade semelhantes mas distinguem-se quanto à dimensão (total de activos) e aos *accruals* discricionários.

A tabela 10 abaixo, mostra a correlação entre a variável dependente AAC (*accruals* discricionários) e a variável independente GOV e as variáveis de controlo DEBT e MKVALUE.

Tabela 10 – Matriz de correlação Spearman / Pearson para as variáveis estudadas

Painel A: Alemanha

	AAC	GOV	DEBT	MKVALUE
AAC	-	0,283(**)	0,214(*)	-0,249(*)
GOV	0,348(**)	-	0,396(**)	-0,220(*)
DEBT	0,182	0,375(**)	-	-0,236(*)
MKVALUE	-0,169	-0,151	-0,292(**)	-

Notas:

Correlação de Spearman acima da diagonal principal e correlação de Pearson abaixo da diagonal principal

*. Correlação é significativa ao nível de 0.05 (2-tailed).

**. Correlação é significativa ao nível de 0.01 (2-tailed).

AAC = Accruals discricionários

GOV = Índice com características de governo das sociedade

DEBT = Endividamento

MKVALUE = Valor de mercado

Painel B: Reino Unido

	AAC	GOV	DEBT	MKVALUE
AAC	-	-0,183(**)	-0,157(*)	-0,030
GOV	-0,180(**)	-	0,110	0,149(*)
DEBT	-0,151(*)	0,053	-	-0,085
MKVALUE	-0,118	0,018	-0,085	-

Notas:

Correlação de Spearman acima da diagonal principal e correlação de Pearson abaixo da diagonal principal

*. Correlação é significativa ao nível de 0.05 (2-tailed).

**. Correlação é significativa ao nível de 0.01 (2-tailed).

AAC = Accruals discricionários

GOV = Índice com características de governo das sociedade

DEBT = Endividamento

MKVALUE = Valor de mercado

De forma a avaliar a existência de multicolinearidade, calculou-se os coeficientes de correlação de Spearman e Pearson de todas as variáveis incluídas no modelo. Da análise da tabela 7 observa-se que a correlação entre algumas variáveis é significativa a 1% e 5%. Nenhum coeficiente de correlação na amostra é suficiente alto (>0.60) para causar importantes problemas de multicolinearidade. Para a Alemanha a correlação mais alta encontrada foi para a variável DEBT e GOV.

Tabela 11 – Requisitos mínimos de Governo das sociedades para o conselho de administração

Requisitos mínimos de Governo das Sociedades para o Conselho de Administração (CA)	DEU		GBR	
	2003	2004	2003	2004
1. Todos os membros do CA compareceram em 75% das reuniões realizadas ou justificaram a falta de comparência	0%	0%	11%	49%
2. O gestor de topo exerce funções de administrador no máximo em 2 empresas públicas	41%	50%	94%	99%
3. O CA é controlado por mais 50% de membros externos	0%	2%	69%	57%
4. O CA é composto por mais do que 5 membros mas menos do que 16 membros	26%	27%	51%	52%
5. O gestor de topo não tem qualquer relações especiais	0%	2%	4%	4%
6. Não existe nenhum antigo gestor no CA	93%	48%	80%	83%
7. A comissão de compensação é composta unicamente por membros independentes e externos	0%	0%	49%	65%
8. O presidente do CA e o gestor de topo são indivíduos distintos ou existe um administrador que tem o poder de liderança	96%	81%	15%	9%
9. A comissão de nomeação é composta unicamente por membros independentes e externos	0%	0%	3%	2%
10. Membros externos controlam o CA e o gestor e os administradores internos a terem 5% a 30% dos votos (...)	0%	0%	1%	2%
11. Existe uma comissão de Governance e houve reuniões no ano anterior	0%	12%	0%	11%
12. Os accionistas votam para eleger os membros que substituem outros membros do CA no caso de faltas ou férias	100%	100%	3%	0%
13. O relatório do governo das sociedades é divulgado publicamente	2%	60%	99%	71%
14. O CA é eleito anualmente (não há CA estagnários)	0%	0%	4%	3%
15. Existem restrições para a participação dos membros do CA no capital da empresa	0%	0%	4%	8%
16. Membros executivos do CA estão restritos à participação no capital da empresa	0%	2%	18%	32%
17. Existe uma política quanto a membros do CA externos (4 conselhos é o limite máximo)	0%	0%	11%	20%
18. Os accionistas têm direitos de voto cumulativos	0%	0%	0%	0%
19. É necessário aprovação dos accionistas para se aumentar ou diminuir o CA	100%	100%	4%	0%
20. Existem mecanismos de defesa contra o uso de direitos de votos no sentido de favorecer aquisições hostis	0%	0%	0%	0%
21. Existe duração limite para os membros permanecerem no CA	0%	0%	6%	11%
22. O CA é controlado por 50% ou + de membros independentes externos e todas as outras comissões são compostas unicamente por membros independentes externos	0%	0%	9%	20%
N amostra por ano	46	52	112	122
N amostra país	98		234	

O estudo permite identificar algumas características do perfil dos conselhos de administração das empresas da Alemanha e do Reino Unido constantes da amostra.

Em relação às empresas alemãs, pode-se dizer que o conselho de administração é composto entre 6 e 15 membros por aproximadamente 26% das empresas da amostra (N=98), Já no que diz respeito às empresas do Reino Unido, pode-se dizer que aproximadamente 50% dos conselhos de administração das empresas da amostra (N=234) são compostos entre 6 e 15 membros,

De acordo com um estudo publicado pelo Deutsche Bank (2005), o número médio de membros do conselho de administração é de 14 na Europa Continental, 9 no Reino Unido e 11 nos EUA.

Em termos comparativos, Peasnell *et al.* (2004), verifica que no Reino Unido o número médio de membros no conselho de administração é de 8. De acordo com Xie *et al.* (2003) e Klein (2002), o número médio de membros nos estados Unidos é 12.48 e 12 membros, respectivamente. Segundo um estudo pelo Deutsche Bank (2005), o número médio de membros do conselho de administração é de 14 na Europa Continental.

Em 2003 e 2004, os conselhos de administração das empresas alemãs eram na sua grande parte, senão na totalidade, membros internos, contrariamente ao que uma grande parte dos estudos desenvolvidos afirma ser um dos pontos fulcrais para a prevenir a manipulação de resultados (Dunn, 1987; Brickley *et al.*, 1994; Byrd e Hickman, 1992; Subramanyan *et al.*, 1997; Rosenstein e Wyatt, 1990; Klein, 2002; Xie *et al.*, 2003).

Em relação ao Reino Unido, 69% e 57% dos membros externos do conselhos de administração, respectivamente para os anos de 2003 e 2004, ocupam a maioria dos lugares do conselho de administração, o que faz com que os membros do conselho consigam de uma forma mais eficaz monitorizar os gestores (Dunn, 1987).

Segundo a literatura existente (Beasley, 1996; Peasnell *et al.*, 2004) a dualidade de papéis de presidente do conselho de administração e gestor de topo é vista como um poder interno do presidente no conselho de administração. Sempre que o presidente do conselho tem poderes executivos, ou seja, é também gestor de

topo, existe uma probabilidade muito elevada dele dominar o conselho, diminuindo, assim a independência dos seus membros.

Tal poder pode-se materializar no facto do presidente do conselho de administração ter uma influência esmagadora na estrutura do conselho e na sua composição. Segundo o normativo existente (i.e., FRC, 2003; OCDE, 2004) é geralmente considerado uma boa prática de governo das sociedades a separação entre os papéis de presidente do conselho de administração e o papel de gestor de topo.

No final de 2003 para a Alemanha, as funções de Presidente do conselho de administração e de gestor de topo eram desempenhadas por pessoas distintas em 96% por cento das empresas em análise. Este número diminuiu para 81% em 2004.

No Reino Unido, apenas em 15% e 9% das empresas da amostra, para os anos de 2003 e 2004, respectivamente, o presidente do conselho de administração e o gestor de topo são pessoas diferentes ou existe um administrador que tem o poder de liderança.

Contrariamente, Peasnell *et al.* (2004) mostram que a dualidade de papéis apenas existe em 24% dos casos na amostra utilizada de empresas do Reino Unido.

Em 2003, para a Alemanha, 41% dos gestores de topo, das 46 empresas analisadas exerciam funções de administração no máximo em 2 empresas públicas. A percentagem aumentou para 50%, das 52 empresas alemãs analisadas em 2004.

No que se refere ao Reino Unido, este requisito é preenchido quase na totalidade, com 94% para 2003 e 99% para 2004.

Para as empresas alemãs analisadas não existe, para qualquer dos anos, uma política de limitação de membros externos dos conselhos de administração noutros conselhos, em que 4 conselhos é o limite. Em 2004, para o Reino Unido, apenas em 20% das empresas existe o requisito dos membros externos do conselho de administração não pertencerem a mais que 4 conselhos.

A multiplicidade de cargos, pode evidenciar, de uma forma geral, a existência de uma sobrecarga de responsabilidades indiciadora de prejudicar o desempenho das

funções de gestão nas empresas. É prática comum que o gestor de topo faça parte das administrações de um número relativamente elevado de empresas pertencentes ao perímetro dos respectivos grupos.

Em nenhuma empresa alemã analisada, os membros do conselho de administração compareceram em 75% das reuniões realizadas ou justificaram a falta de comparência. Já para o Reino Unido a assiduidade dos respectivos membros aumenta significativamente em 2004, pois em 49% das empresas, todos os membros do conselho de administração compareceram em 75% das reuniões realizadas ou justificaram a falta de comparência.

De referir que, de acordo com um estudo realizado pelo Deutsche Bank (2005), apenas em 26% das empresas europeias todos os membros do conselho participam em, pelo menos, 75% das reuniões.

Não há uma regularidade evidente para que o conselho de administração seja eleito anualmente tanto para a Alemanha como para o Reino Unido, isto quer dizer que os conselhos de administração na grande maioria das empresas analisadas são conselhos de administração estagnários. Não há um prazo limite para os membros permanecerem no conselho.

Houve um aumento substancial de 2003 para 2004, nas empresas alemãs na divulgação pública dos relatórios de governo das sociedades, pois aumentou 2% para 60%. Esta divulgação, no Reino Unido acontece já na maioria das empresas analisadas, isto pode-se dever ao facto de ser um país com uma vertente muito virada para os investidores.

8.2. Resultados da regressão

A tabela 12 resume os resultados da regressão do modelo ($AAC = \alpha_0 + \alpha_1 GOV + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 MKVALUE + \epsilon_i$)

Tabela 12 – *Accruals* discricionários e *Governance*

Variáveis	Alemanha				Reino Unido			
	Constante	Gov	Debt	MkV	Constante	Gov	Debt	MkV
Coefficiente	-117,366	35,420	17,828	-5,054	0,136	-0,010	-0,069	0,000
T-value	-2,171	3,097	0,272	-1,118	6,140	-2,659	-2,383	-1,994
P-value (sig)	0,032	0,003	0,786	0,266	0,000	0,008	0,018	0,047
Teste F	4,930				5,640			
Sig geral	0,003				0,001			
R ² ajustado	0,108				0,056			
N	98				234			

Notas:

AAC = Accruals discricionários

GOV = Índice com características de governo das sociedade

DEBT = Endividamento

MKVALUE = Valor de mercado

Os resultados da regressão mostram que as características do conselho de administração estão negativamente relacionadas com o nível de *earnings management*, no caso das empresas do Reino Unido. Isto constitui evidência de que melhor governação ao nível do conselho resulta em menor manipulação dos gestores, consistente com o papel de monitorização do conselho de administração. O coeficiente da variável de controlo MKV (capitalização bolsista) é negativo mas a sua importância económica é muito reduzida (coeficiente = 0.000). Quanto ao nível de endividamento os resultados mostram que, para as empresas do Reino Unido, existe uma relação negativa e significativa entre o nível de manipulação e o endividamento. Parece pois, que o endividamento funciona como mecanismo de redução de potencial manipulação dos resultados. Isto é consistente com a ideia de que a existência de contratos com agentes externos (credores) reduz o poder discricionário dos gestores já que existem cláusulas contratuais que estes precisam de cumprir.

Para a amostra de empresas da Alemanha, os resultados são pouco esclarecedores. As variáveis de dimensão (MKV) e de endividamento (DEBT) não estão estatisticamente associadas com o nível de *earnings management*. A variável indicativa da qualidade de governação (GOV) é positivamente associada com *earnings management*. Tais resultados contrastam com os resultados obtidos para o Reino Unido, o que sugere que o papel do conselho de administração na redução do poder discricionário dos gestores é específico a determinados países ou a

determinados sistemas legais e empresariais. Mais concretamente o conselho de administração parece funcionar como mecanismo de controlo dos gestores nos sistemas anglo-saxónicos caracterizados por uma maior separação entre accionistas e gestores. Nos sistemas continentais onde a relação entre administradores, accionistas e gestores é mais próxima, a existência de conselhos com melhores características de governação parece aumentar a possibilidade de manipular os resultados. Tal pode ser explicado pelo facto de que em muitas empresas características do sistema continental, o gestor ter um papel dominante no conselho e, por esta via, ter maior poder para manipular os resultados. Porém, os resultados para a Alemanha devem ser interpretados com cuidado dado o reduzido número de observações.

De forma a aprofundar melhor as diferenças entre os dois países na relação entre manipulação de resultados e características do conselho de administração, estimou-se o seguinte modelo:

$$AAC = \alpha_0 + \alpha_1 GOV + \alpha_2 DEBT + \alpha_3 MKVALUE + \alpha_4 Dummy + \epsilon_i$$

Onde:

Dummy, variável que assume o valor 1 se a empresa for do Reino Unido e 0 se for da Alemanha;

GovDummy, dummy variavel x Gov

Tabela 13 – *Accruals* discricionários e *Governance* incluindo variáveis binárias (dummies)

Alemanha e Reino Unido						
Variáveis	Constante	Gov	Debt	MkV	Dummy	GovDummy
Coefficiente	-139,979	38,041	6,713	-0,003	138,523	-38,094
T-value	-5,088	6,535	0,452	-0,041	4,558	-6,191
P-value (sig)	0,000	0,000	0,651	0,967	0,000	0,000
Teste F			19,002			
Sig geral			0,000			
R ² ajustado			0,214			
N			332			

Os resultados da tabela 13 mostram que existe uma diferença significativa na relação entre governação e manipulação dos resultados entre empresas do Reino Unido e Alemanha. Os coeficientes das variáveis Dummy e Dummy*Gov são estatística e economicamente significativos. Estes resultados são consistentes com os resultados apresentados na tabela 9: existe uma relação negativa entre a qualidade do conselho e a manipulação dos resultados para as empresas do Reino Unido¹¹ e uma relação positiva para as empresas da Alemanha. Os coeficientes das variáveis representativas da dimensão (MKV) e endividamento (DEBT) não são estatisticamente significativos.

¹¹ Coeficiente para o Reino Unido pode ser obtido somando os coeficientes das variáveis Gov e Gov*Dummy.

9. Conclusões

Neste estudo, foram comparados dois modelos de governo das sociedades – o modelo anglo-saxónico (Reino Unido) e o modelo continental (Alemanha). Estes modelos de governo das sociedades diferem bastante entre si, e as diferenças devem-se principalmente a diferenças no contexto empresarial: concentração de accionistas, identidade dos accionistas e a liquidez do mercado para empresas cotadas.

A estrutura de propriedade e o papel, e a relevância do mercado de capitais são características indissociáveis de cada um dos sistemas. Enquanto a propriedade dispersa predomina no modelo anglo-saxónico (Reino Unido), no modelo continental (Alemanha) a propriedade é muito concentrada, com bancos, empresas e famílias a dominarem expressivas fatias do capital das empresas cotadas. No Reino Unido os investidores institucionais são grandes accionistas, gerindo globalmente uma fatia expressiva das acções cotadas, embora individualmente as suas posições accionistas em cada empresa sejam pouco expressivas. Paralelamente, os mercados de capitais da Europa continental são relativamente estreitos e ilíquidos, ao passo que as bolsas anglo-saxónicas são grandes e líquidas.

No modelo anglo-saxónico o principal desafio que se coloca no desenho dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a protecção dos accionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais, os quais por norma gozam de uma ampla margem de actuação. No caso da Europa continental, o principal problema reside na protecção dos interesses dos pequenos e anónimos accionistas face aos accionistas que têm dimensão suficiente para exercer influência sobre a equipa de gestão da empresa.

Em síntese, dir-se-ia que estes dois modelos visam adequar-se às realidades de cada economia, em termos de dispersão de capital das sociedades, de desenvolvimento do mercado de capitais e ambiente legal e regulamentar, de forma a maximizar o valor aplicado pelos diferentes investidores, sejam eles particulares ou institucionais. Não existem modelos rígidos e uniformes de governo das empresas que possam ter aplicação generalizada. Todos os sistemas

podem ser eficientes desde que cumpram os critérios de eficiência apropriados às especificidades culturais, tecnológicas e locais.

A OCDE (1999) fez questão de enfatizar que: “*There is no single model of good Corporate Governance*”. Existem sim, princípios básicos gerais como o de transparência na prestação de contas, comportamento ético e responsável por parte dos gestores. Contudo, os investidores internacionais e a globalização do mercado de capitais têm promovido alguma convergência nas práticas de *Governo das Empresas* em todo o mundo.

Tendo como ponto de partida os estudos de Klein (2002) e Aggarwal *et al.* (2006) analisou-se a relação existente entre as características do conselho de administração e a manipulação dos resultados por parte dos gestores em empresas do Reino Unido e da Alemanha. Estes dois países caracterizam o sistema anglo-saxónico e o sistema continental, respectivamente.

A manipulação de resultados foi medida utilizando o modelo de *accruals* discricionários de Jones (1991), como é usual na literatura, uma vez que este modelo é o “esqueleto” dos restantes modelos apresentados posteriormente.

Os resultados obtidos mostram que, em média, as empresas do Reino Unido são mais “cumpridoras” do que as empresas da Alemanha. Isto porque existem vários requisitos mínimos de governo das sociedades para o conselho de administração que não são preenchidos por nenhuma empresa da amostra.

De acordo com os resultados, os conselhos de administração das empresas alemãs são constituídos, na sua maioria, por membros internos contrariamente às empresas do Reino Unido, cujos membros externos (ou independentes) ocupam a grande parte dos lugares do conselho de administração. Isto faz com que as empresas do Reino Unido consigam monitorizar de forma mais eficaz os gestores e assim prevenir ou diminuir a manipulação de resultados, o que vem confirmar o que tem sido reclamado por Beasley (1996), Klein (2002) e Peasnell *et al.* (2001), entre outros.

Já no que diz respeito a uma das principais qualidades do conselho de administração – separação de papéis de presidente do conselho de administração e do gestor de topo – o Reino Unido tem, aqui, um ponto fraco, uma vez que esta separação é praticamente nula nas empresas utilizadas para a amostra. Isto permite

que haja uma grande probabilidade do gestor de topo/presidente do conselho de administração dominar o conselho, diminuindo a independência dos seus membros.

Os testes empíricos efectuados entre os *accruals* discricionários e a qualidade do conselho de administração mostram que existem diferenças significativas entre as empresas dos dois sistemas. Para as empresas do Reino Unido verificou-se que melhor qualidade do conselho de administração resulta em menor manipulação de resultados, o que vai de encontro com a literatura existente (i.e., Beasley, 1996; Dechow *et al.*, 1996; Peasnell *et al.*, 2000, 2001; Klein, 2002; Xie *et al.*, 2003). No entanto, para as empresas da Alemanha encontrou-se uma relação positiva, o que sugere que a influência dos gestores no conselho faz aumentar o seu poder discricionário e, conseqüentemente a possibilidade de manipular os resultados contabilísticos. Porém, os resultados deste estudo devem ser interpretados com alguma cautela dado o reduzido número de empresas e anos analisados, particularmente para as empresas da Alemanha.

Existem várias possibilidades para os dados da Alemanha serem contraditórios com a literatura existente: em empresas características do sistema continental, o gestor tem um papel dominante no conselho e, por esta via, tem maior poder para a manipulação de resultados; do ponto vista estatístico é possível que a reduzida dimensão da amostra não permita uma análise exacta da relação entre manipulação de resultados e características do conselho de administração; acresce ainda o facto de que o índice utilizado para medir a qualidade do conselho é construído pelo ISS (*Institute Shareholder Services*), com base nas características das empresas americanas, pelo que pode ser uma das limitações deste estudo, uma vez que pode não ser a forma mais apropriada para medir a qualidade do conselho em empresas do tipo continental. Por exemplo, é possível que certas das questões na tabela 11 não se apliquem da mesma forma às empresas do Reino Unido e às empresas Alemãs; por último, o código de boas práticas de governo das sociedades da Alemanha apenas foi adoptado oficialmente em Fevereiro de 2002 e tem vindo a sofrer alterações desde Maio de 2003 (um dos anos da amostra) e sabe-se à partida que as empresas demoram tempo a aceitarem estas novas práticas.

Este estudo é um bom contributo para a literatura existente uma vez que identifica diferenças a nível de governo das sociedades e mais em pormenor a nível do conselho de administração das empresas cotadas de dois países distintos a nível de legislação, o que poucos estudos têm conseguido fazer.

Bibliografia

Abbott, L. J., S. Parker, and G. F. Peters (2000), The effectiveness of blue ribbon Committee Recommendations in mitigating financial misstatements: An empirical study. *Working paper*.

Agrawal, A. and S. Chadha (2005), Corporate Governance and Accounting Scandals, *Journal of Law and Economics*, Vol. XLVIII, pp. 371-406.

Aggarwal, Reena, and Rohan G. Williamson, 2006, Did new regulations target the relevant corporate governance attributes? *Working Paper*, Georgetown University.

Barth, M., Cram, D., Nelson, K. (2001), Accruals and the prediction of future cash flows, *Accounting Review*, Jan 2001, Vol. 76, Issue 1, pp. 27-59.

Bartov, E., Gul, F., Tsui, J. (2000), Discretionary accruals models and audit qualifications, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, Issue 3, pp. 421-453.

Beasley, M., (1996), An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *The Accounting Review*, Vol. 71, No. 4, October 1996, pp. 443-465.

Beaver, W., Engel, C. (1996), Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, , pp. 177-206.

Beaver, W., McNichols, M., (1998), The Characteristics and Valuation of Loss Reserves of Property Casualty Insurers, *Review of Accounting Studies*, Vol 3, Issue 1-2.

Becker, C., Defond, M., Jiambalvo, J., Subramanyam, K. (1998), The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, pp. 1-24.

Beneish, M. (1997), Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 16, pp. 271-309

Bernard, V., Skinner, D. (1996), What motivates managers' choice of discretionary accruals?, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, , pp. 313-325.

Bernard, V. and J. Thomas (1990), Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings. *Journal of Accounting and Economics* 13: 305-340.

Bhagat, S., Carey, D., Elson, C. (1999), Directors ownership, corporate performance, and management turnover, *Business Law*, Vol. 885.

Bowman, R., Navissi, F. (2003), Earnings management and abnormal returns: Evidence from the 1970-1972 price control regulations, *Accounting and Finance* 43(1), 1-19.

Brickley, J., Coles, J., Terry, R. (1994), Outside Directors and the Adoption of Poison Pills, *Journal of Financial Economics*, Vol. 35, , pp. 371-390.

Burgstahler, D., Dichev, I. (1997), Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, pp. 99-126.

Byrd, J., Hickman, K. (1992), Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-207.

Cadbury Report (1992), "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance", London, Gee.

Collins, D., Hribar, P. (2002), Errors in estimating accruals: implications for empirical research, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, Issue 1, pp 105-135.

Dalton, D., Daily, C., Ellstrand, A., Johnson, J. (1998), Meta-Analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 269-290.

DeAngelo, L. (1986), Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders, *The Accounting Review*, Vol. 41, pp. 400-420.

Dechow, P., Skinner, D. (2000), Earnings Management: Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators, *SSRN Working paper*.

Dechow, P., Sloan, R., Sweeney, A. (1995), Detecting Earnings Management, *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2, pp. 193-225.

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

Dechow, P. M. and I. D. Dichev (2002), The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors, *The Accounting Review*, Vol. 77, pp. 35-59.

DeFond, M., Jiambalvo, J. (1994), Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 145-176.

DeFond, M., Subramanyam, K. (1998), Auditor Changes and Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, pp. 35-68.

DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999), Earnings management to exceed thresholds, *Journal of Business*, Vol. 72,

DuCharme, L., Malatesta, P., Sefcik, S. (2001), Earnings management: IPO valuation and subsequent performance, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 16, Issue 4, pp. 369- 397.

Dunn, D.J. (1987), Directors aren't doing their jobs. *Fortune* (March), 117-119.

Erickson, M., Wang, S. (1998), Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, pp. 149-176.

Faccio, Mara, and Larry H. P. Lang (2002), The ultimate ownership of western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65: 365-395.

Financial Reporting Council (2003), "The Combined Code on Corporate Governance", in <http://www.frc.org.uk/corporate/>

Firstenberg, P.B., and B.G. Malkiel, (1980), Why corporate boards need independent directors. *Management Review* (April), 26-38.

Garvey, G.T. and P.L. Swan (1994), The economics of corporate governance: Beyond the Marshallian firm, *Journal of Corporate Finance* 1, 139-174.

Guay, W., Kothari, S., Watts, R. (1996), A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, pp. 83-105.

Han, J., Wang, S. (1998), Political costs and earnings management of oil companies during the 1990 Persian Gulf crisis, *The Accounting Review*, Vol. 73, pp. 103-117.

Healy, P. (1985), The Impact of Bonus Schemes on the Selection of Accounting Principles, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 85-107.

Healy, P., Wahlen, J. (1999), A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting, *Accounting Horizons*, Vol. 13, Issue 4, pp. 365-384.

Heidrick e Struggles, *Is your board fit for the global challenge? Corporate Governance in Europe*, London 2003, http://www.heidrick.com/NR/rdonlyres/DACDA5C0-7DD5-4A8D-AE86A50A01CFCD57/0/HS_CorpGovEurope.pdf

Jensen, M. (1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, , pp. 323-329.

Jensen, M. (1993), Presidential Address: The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.

Jensen, M., and W. Meckling (1976), Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, No. 2, pp 297-326.

Jones, J. (1991), Earnings Management During Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, No. 2, pp. 193-223.

Joos, P., & Lang, M. (1994), The effects of accounting diversity: evidence from the European Union, *Journal of Accounting Research*, 32, 141-168.

Kaszniak, R. (1999), On the association between voluntary disclosure and earnings management, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, pp. 57-81.

Klein, A. (1995), An examination of board committee structure, *working paper New York*

Klein, A. (2002), Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, Issue 3, pp. 375-401.

Klein, A. (2000), CEO power, board independence and CEO compensation: An empirical investigation, *working paper New York University*.

Klein, A. (1998), Firm performance and board committee structure, *Journal of Law and Economics*, Vol. XLI, pp. 275-303.

Kothari, S. (2001), Capital markets research in accounting, *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 31, Issue 1-3, pp. 105-232.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998), Law and finance, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113-1155.

La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny (2000), Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.

McNichols, M. (2000), Research design issues in earnings management studies, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19.

McNichols, M., Wilson, G. (1988), Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts, *Journal of Accounting Research*, Vol. 26, No. 3, pp. 1-31.

Myers, L., Skinner, D. (1999), Earnings momentum and earnings management, *Working paper University of Michigan*,

Peasnell, P., Pope, P., Young, S. (2000a), Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?, *working paper Lancaster University*.

Peasnell, P., Pope, P., Young, S. (2000b), Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models, *Accounting and Business Research*, Vol. 30, pp. 313-326.

Peasnell, P., Pope, P., Young, S. (1998), Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management, *working paper*.

Peasnell, K.V., P.F. Pope, and S. Young, (2001), Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?, *Working Paper, Lancaster University (LUMSWP2001/016)*.

Peasnell, K. V., P. F. Pope and S. Young (2004), Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?, *Working paper, Lancaster University*.

Perry, S., Williams T. (1994), Earnings management preceding management buyout offers, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, pp. 157-180.

Petroni, K. (1992), Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 485-508.

Rosenstein, S., Wyatt, J. (1990), Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 175-184.

Rosenstein, S., Wyatt, J. (1990), Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, pp. 175-184.

Schmidt, Reinhard H. Corporate governance in germany: an economic perspective. *CFS Working Paper Series 2003/36*. Center for Financial Studies.

Shleifer, A., and R. Vishny, (1997), A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2, pp 737-783.

Sloan, R. G. (1996), Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows About Future Earnings, *The Accounting Review*, Vol. 71, N° 3, pp.289-315.

Subramanyam, K. (1996), The Pricing of Discretionary Accruals, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 249-281.

Sweeney, A. (1994), Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 281-308.

Sweeney, A. (1994), Debt-Covenant Violations and Managers' Accounting Responses, *Journal of Accounting and Economics*, pp. 281-308.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T. (1998a), Earnings management and the long run market performance of initial public offerings, *The Journal of Finance*, Vol. LIII(6), , pp. 1935-1974.

Teoh, S., Welch, I., Wong, T. (1998b), Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp. 63-99.

Vafeas, N. (1999), Board meeting frequency and firm performance, *Journal of Financial Economics* 53, pp. 113-142.

Vance, S. (1983), *Corporate Leadership: Boards, Directors, and Strategy*, New York: McGraw-Hill.

Xie, B., Davidson, W., DaDalt, P. (2003), Earnings management and corporate governance: The roles of the board and the audit committee, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, Issue 3, pp. 295-317.

Young, S. (2000), The increasing use of non-executive directors: Its impact on UK board structure and corporate arrangements, *Journal of Business, Finance and Accounting*, 27 (9-10): 1311-1342.