

Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa



TIPO DE GESTÃO DE RESULTADOS NAS  
EMPRESAS PORTUGUESAS COTADAS E SEUS  
DETERMINANTES

Ana Raquel dos Santos Rodrigues

Tese submetida como requisito parcial para obtenção do grau de

Mestre em Gestão

Orientadora:

Prof. Ana Isabel Morais, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School,

Departamento de Contabilidade

Maio 2009

## Resumo

A maior atenção dada por todos os utilizadores ao tipo de gestão de resultados das empresas, bem como a introdução das práticas de Governo das Sociedades, tem sido bastante debatido nos últimos tempos. Esta dissertação tem como objectivo estudar qual o tipo de gestão de resultados, eficiente ou oportunista, praticados pelas empresas cotadas portuguesas, e quais os seus determinantes.

Usando o Modelo de Regressão Linear Múltiplo, concluiu-se que no período compreendido entre 2002 a 2007, as empresas listadas na Euronext Lisboa analisadas, a nível geral, seguiam uma gestão de resultados oportunista. As empresas de maior dimensão, as que incluem um departamento de auditoria interna (uma das recomendações das práticas de Governo das Sociedades) e as que recorrem às *Big Four* para auditarem os seus resultados, tendem a apresentar uma maior rentabilidade futura, estabelecendo uma relação positiva entre os *cash flows* operacionais, o resultado *non-discretionary* e a variação de resultados.

Neste estudo, não se encontrou qualquer evidência entre estrutura organizativa, empresas familiares ou não familiares, presença de investidores institucionais e independência dos administrativos na comissão executiva com a rentabilidade futura e o tipo de gestão de resultados.

Palavras-chave: **Gestão de Resultados Eficiente; Gestão de Resultados Oportunista; Governo das Sociedades; Rentabilidade Futura;**

*Jel Classification:* **M40, M48**

## **Abstract**

In the last few years it has been greatly debated the biggest attention given by all the users to the companies' type of earning management, as well as the introduction to the practices of the Corporate Governance. The aim of this thesis is to study what type of earning management, efficient or opportunistic, is practiced by the Portuguese quoted companies, and what are their determinants.

Using the model of Multiple Linear Regression, it was concluded that in the period of time between 2002 and 2007, the analyzed companies listed in the Euronext Lisbon, followed, in general, an opportunistic earnings management. The companies with a bigger dimension, the companies that include an internal audit department (one of the recommendations from the practices of the corporate governance) and the ones that use the Big Four to audit their results, tend to present a higher future profitability, existing a positive connection between the operational cash flows, the non-discretionary result and the change in earnings.

In this study, it was not found any evidence between the ownership structure, family ownership or companies with business groups, the presence of institutional investors and the independence of the administrators in the executive committee with the future profitability and the type of earning management.

**Keywords: Efficient Earnings Management; Opportunistic Earnings Management; Corporate Governance, Future Profitability**

**Jel Classification: M40, M48**

## **Agradecimentos**

Ao longo da elaboração desta dissertação, apesar de ser uma caminhada individual, tive a vantagem de poder contar com o apoio e orientação de várias pessoas. Todas da sua maneira me ajudaram e permitiram que me empenhasse a 100%. Por isso o meu agradecimento:

À minha orientadora, a Professora Ana Isabel Morais, por todo o seu apoio e orientação. Agradeço a sua total disponibilidade para me receber e sugestões efectuadas ao longo do desenvolvimento desta dissertação.

Ao Professor Doutor José Dias Curto, por toda a ajuda, atenção e disponibilidade, principalmente ao nível da estatística.

Aos meus amigos e colegas de faculdade pelo incentivo e companheirismo que sempre demonstraram. Juntos ajudámo-nos mutuamente.

À minha família, principalmente aos meus pais, pela compreensão e apoio que demonstraram ao longo destes meses de trabalho.

## Índice

Sumário Executivo .....	x
1 Introdução .....	1
2 Revisão da Literatura .....	4
2.1 Gestão de Resultados.....	4
2.1.1 Conceito de gestão de resultados eficiente e oportunista .....	4
2.2 Práticas de Governo das Sociedades .....	5
2.2.1 Comissão de Auditoria Interna.....	6
2.2.2 Auditoria Externa .....	8
2.2.3 Independência do Conselho de administração .....	8
2.2.4 Estrutura Institucional .....	10
2.2.5 Estrutura Organizativa.....	11
2.2.6 Dimensão da organização.....	12
3 Estudo Empírico.....	16
3.1 Objectivo .....	16
3.2 Hipóteses .....	16
3.3 Amostra .....	19
3.4 Metodologia.....	21
3.4.1 Descrição das variáveis .....	23
3.5 Resultados.....	25
3.5.1 Pressupostos do Modelo de Regressão Linear .....	26

3.5.2	Estatística Descritiva .....	29
3.5.3	Correlação.....	31
3.5.4	Regressão Linear .....	33
4	Conclusões .....	38
4.1	Limitações .....	39
4.2	Recomendações .....	40
5	Referências Bibliográficas .....	41
6	Anexos.....	45
7	Índice de Anexos.....	46

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Tipos de Gestão de resultados defendidos pelos diferentes autores .....	15
Tabela 2 – Selecção da amostra.....	20
Tabela 3 – Fragmentação das empresas por sectores de actividade .....	21
Tabela 4 – Teste de Normalidade .....	26
Tabela 5 – Valor esperado dos resíduos .....	27
Tabela 6 – Teste de <i>Durbin-Watson</i> .....	28
Tabela 7 – Matriz de Coeficientes .....	28
Tabela 8 – Análise descritiva, durante os anos 2003-2007 .....	30
Tabela 9 – Correlações durante o período 2002 a 2007 .....	32
Tabela 10 – Regressão Linear .....	33
Tabela 11 – Caracterização das empresas analisadas .....	47
Tabela 12 – Teste de Normalidade (CFO).....	50
Tabela 13 – Valor esperado dos resíduos (CFO).....	51
Tabela 14 – Teste de <i>Durbin-Watson</i> (CFO).....	52
Tabela 15 – Matriz de Coeficientes (CFO) .....	52
Tabela 16 – Teste de Normalidade (NDNI <sub>t+1</sub> ).....	53
Tabela 17 – Valor esperado dos resíduos (NDNI <sub>t+1</sub> ).....	53
Tabela 18 – Teste de <i>Durbin-Watson</i> (NDNI <sub>t+1</sub> ).....	54
Tabela 19 – Matriz de Coeficientes (NDNI <sub>t+1</sub> ).....	55
Tabela 20 – Teste de Normalidade ( $\Delta$ EARN).....	56

Tabela 21 – Valor esperado dos resíduos ( $\Delta EARN$ ).....	56
Tabela 22 – Teste de <i>Durbin- Watson</i> ( $\Delta EARN$ ).....	57
Tabela 23 – Matriz de Coeficientes ( $\Delta EARN$ ).....	58
Tabela 24 – Análise Descritiva 2007.....	60
Tabela 25 – Análise Descritiva 2006.....	61
Tabela 26 – Análise Descritiva 2005.....	62
Tabela 27 – Análise Descritiva 2004.....	63
Tabela 28 – Análise Descritiva 2003.....	64
Tabela 29 – Correlações 2007 .....	65
Tabela 30 – Correlações 2006 .....	66
Tabela 31 – Correlações 2005 .....	67
Tabela 32 – Correlações 2004 .....	68
Tabela 33 – Correlações 2003 .....	69
Tabela 34 – Correlações 2002 .....	70
Tabela 35 – Regressão Linear 2007 (Painel A e B) .....	71
Tabela 36 – Regressão Linear 2006 (Painel A e B) .....	72
Tabela 37 – Regressão Linear 2005 (Painel A e B) .....	73
Tabela 38 – Regressão Linear 2004 (Painel A e B) .....	74
Tabela 39 – Regressão Linear 2003 (Painel A e B) .....	75
Tabela 40 – Regressão Linear 2002 (Painel A).....	76



**Índice de Gráficos**

Gráfico 1 – Normal P-P <i>Plot</i> .....	26
Gráfico 2 – <i>Scatterplot</i> .....	27
Gráfico 3 – Normal P-P <i>Plot</i> (CFO).....	50
Gráfico 4 – <i>Scatterplot</i> (CFO).....	51
Gráfico 5 – Normal P-P <i>Plot</i> (NDNIt+1) .....	53
Gráfico 6 – <i>Scatterplot</i> (NDNIt+1) .....	54
Gráfico 7 – Normal P-P <i>Plot</i> ( $\Delta$ EARN) .....	56
Gráfico 8 – <i>Scatterplot</i> ( $\Delta$ EARN) .....	57

### Lista de Abreviaturas e significados

**ACCR** – Total *accruals*

**AFT Gross** – Activos Fixos Tangíveis Brutos

**AUDCOM** – Existência de Comissão de auditoria interna

**AUDIT** – Auditoria externa

**Big Four Portuguesas** - • DELOITTE & ASSOCIADOS, SROC S.A.;

- PricewaterhouseCoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda;
- Ernst & Young Audit & Associados – SROC, S.A.;
- KPMG & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, S.A

**BOD** – Existência de membros independentes na comissão executiva

**CEO** – *Chief Executive Officer*

**CFO** – *Cash Flow* operacional

**CMVM** – Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

**DAC** – *Discretionary accruals*

**DFAM** – Estrutura Organizativa (empresas familiares ou não familiares)

**ΔEARN** – Variação de Resultados

**INE** – Instituto Nacional de Estatística

**INST** – Investidores Institucionais

**MRLM** – Modelo de Regressão Linear Múltipla

**NDAC** – *Non-discretionary accruals*

**NDNI** - Resultado *non-discretionary*

**SIZE** – Dimensão da organização

## Sumário Executivo

O objectivo desta dissertação é perceber qual o tipo de gestão de resultados seguida pelas empresas cotadas portuguesas durante o período de 2002 a 2007, e se algumas práticas de Governo das Sociedades, como a independência dos membros do conselho de administração e a existência de comissões de auditoria interna, bem como a estrutura organizativa, a estrutura institucional, a dimensão da organização e a auditoria externa, têm ou não influência na rentabilidade futura da empresa.

O tipo de gestão de resultados poderá ser eficiente ou oportunista. Segundo Subramanyam (1996), esta diferenciação consiste no uso dado aos resultados obtidos, caso estes sejam utilizados para informar sobre a rentabilidade da empresa, refere-se à gestão de resultados eficiente. Pelo contrário, se os gestores maximizarem os seus resultados, está-se perante uma gestão de resultados oportunista.

Numa primeira parte apresenta-se uma revisão da literatura, onde se diferencia os tipos de gestão de resultados, e se sintetiza os principais estudos realizados por investigadores das ciências sociais, sobre algumas práticas do “Código do Governo das Sociedades da CMVM”, bem como das restantes determinantes estudadas.

Em relação à existência de auditoria interna, e à importância da sua independência já muito foi investigado e a maioria dos entendidos na matéria chegaram a conclusões semelhantes. A existência destas comissões diminui a falta de veracidade dos dados, e mitiga a existência de uma gestão de resultados oportunista. No entanto a relação entre independência dos membros destas comissões, e uma menor existência de *discretionary accruals*, já não gera grande consenso. Klein (2006) por seu lado, não encontra uma relação entre uma comissão de auditoria 100% independente e uma gestão de resultados mais eficiente.

A maioria dos autores estudados, é da opinião que um conselho de administração com membros independentes tem tendência para apresentar uma relação positiva com a rentabilidade futura. O principal motivo para este factor é o maior rigor destes, pois não têm interesses internos e não questionam as propostas em prol dos seus interesses.

A influência dos investidores institucionais não é muito linear entre investigadores, se por um lado Tehranian, Cornett, Marcus e Saunders (2006) verificam que o aumento da

monitorização por parte destes pode estar relacionada com a baixa utilização de *discretionary accruals*, por outro Alves (2007), refere que os mesmos podem ser forçados pelos gestores, para atingirem determinadas metas, e com isso praticar uma gestão de resultados mais oportunista.

Em relação à estrutura organizativa, empresas familiares ou não familiares, existe um menor consenso, enquanto alguns autores encontram evidências de que a presença de empresas familiares diminui os problemas de agência, outros defendem que estas estão associadas a melhores *performances* ou encontram-se mais valorizadas.

A dimensão da organização foi outra das variáveis estudadas, por um lado as empresas de maior dimensão têm mais utilizadores da sua informação, por outro as empresas de menor dimensão têm oportunidade de gerir melhor os seus resultados.

Relativamente à auditoria externa, e à suposta maior qualidade das auditoras de maior dimensão (*Big Six / Big Four*), não houve consenso entre investigadores. Se por um lado uns concluíram que as auditoras mais conceituadas estavam associadas a uma gestão de resultados mais eficiente, por outro referenciando Siregar e Utama (2008), estes não encontram evidências entre as denominadas *Big Four* e o tipo de gestão de resultados.

Após o estudo dos vários pontos de vista de diversos autores sobre este assunto, formulou-se as hipóteses, tendo como base estas variáveis e as várias conclusões chegadas pelos mais diversos autores nos seus estudos. Por isso definiram-se 7 hipóteses:

- a) Existe uma relação entre os *discretionary accruals* e a rentabilidade futura;
- b) As empresas familiares relacionam-se positivamente com a rentabilidade futura;
- c) Uma maior proporção de investidores institucionais relaciona-se positivamente com a rentabilidade futura;
- d) Empresas de maior capitalização estão positivamente relacionadas com a rentabilidade futura;
- e) As empresas auditadas pelas *Big Four* têm uma relação positiva com a rentabilidade futura;

f) Uma maior proporção de membros independentes no conselho de administração está positivamente relacionada com a rentabilidade futura;

g) A existência de comissões de auditoria interna está positivamente relacionada com a rentabilidade futura.

A amostra seleccionada engloba as empresas com títulos admitidos à negociação na Euronext Lisboa, num total de 35 empresas divididas pelos vários sectores de actividade.

A obtenção dos resultados foi realizada segundo o Modelo de Regressão Linear Múltipla, tendo como variável dependente o *cash flow* operacional. Para uma melhor explicação dos resultados, realizaram-se mais 3 regressões lineares, tendo como variáveis dependentes, o *cash flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis (CFO<sub>t+1</sub>), os resultados *non-discretionary* do ano seguinte (NDNI<sub>t+1</sub>), e a variação de resultados ( $\Delta EARN$ ). As variáveis explicativas consideradas foram: *non-discretionary accruals* (NDAC), *discretionary accruals* (DAC), estrutura organizativa (DFAM), estrutura institucional (INST), dimensão da organização (SIZE), auditoria externa (AUDIT), independência dos membros do conselho de administração (BOD) e existência de comissões internas de auditoria (AUDCOM). No cálculo de algumas variáveis foi utilizado o modelo de Jones (1991), para testar as hipóteses seguiu-se o modelo de Subramanyam (1996), e, para o Modelo de Regressão Linear Múltipla foram verificados todos os seus pressupostos.

Após a realização dos testes, conclui-se que as empresas portuguesas cotadas analisadas seguem uma gestão de resultados oportunista, ou seja maximizam os seus resultados, suportando a 1<sup>a</sup> hipótese estudada.

A dimensão das empresas, a existência de comissões de auditoria e a auditoria externa são significativamente relevantes para explicar a rentabilidade futura. Verificou-se que as empresas de maior dimensão, as empresas que têm um departamento de auditoria interna e as que recorrem às *Big Four* para auditarem os seus resultados estão positivamente relacionadas com a rentabilidade futura. No entanto, relativamente à estrutura organizativa, à presença de investidores institucionais e à independência dos membros da comissão executiva não há evidências quanto à sua relação com a rentabilidade futura.

## 1 Introdução

A gestão de resultados e as práticas de Governo das Sociedades<sup>1</sup> são temas cada vez mais debatidos e que atraem a atenção de uma grande audiência. Com a divulgação de alguns escândalos financeiros, como por exemplo o caso da Xerox<sup>2</sup> ou Parmalat<sup>3</sup>, passou-se a discutir muito mais sobre a transparência de resultados, o tipo de gestão seguido pelas empresas, ou mesmo a competência da sua auditoria.

Em Portugal, com a introdução das práticas de Governo das Sociedades por parte da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), tornou-se pertinente estudar a influência destas práticas na rentabilidade futura das empresas. Este estudo irá analisar as recomendações sobre a existência de comissões de auditoria (AUDCOM), e a existência de membros independentes no conselho de administração (BOD).

A estas práticas do Governo das Sociedades, adicionou-se mais algumas variáveis que também podem ser explicativas da gestão de resultados. A dimensão da organização (SIZE), ou seja verificar se as empresas de maior dimensão, por estarem mais expostas e terem mais utilizadores da sua informação, apresentam uma maior transparência e uma maior rentabilidade. Por outro lado, analisar se as empresas familiares por terem menos problemas de agência, também poderão estar directamente associadas a uma maior rentabilidade. Outra das variáveis a estudar é o recurso a empresas de auditoria *Big Four* (AUDIT), bem como a presença de investidores institucionais (INST), ou seja, verificar se por estes terem acesso a informação mais oportuna que os restantes investidores, terá algum impacto na rentabilidade. Pelos factores apresentados, o objectivo desta dissertação é verificar se a gestão de resultados das empresas estudadas é eficiente ou oportunista<sup>4</sup>, e identificar quais as variáveis que podem ser determinantes

---

<sup>1</sup> Governo das Sociedades, é a expressão utilizada pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), para designar as práticas de *Corporate Governance*.

<sup>2</sup> A Xerox é líder global em gestão documental, oferecendo o leque mais alargado de tecnologia, serviços de consultoria e soluções existentes no mercado. Em Junho de 2002, descobriu-se erros contabilísticos e fraudes durante o período de 1997 a 2001, os quais originaram uma sobreestimação dos resultados.

<sup>3</sup> A Parmalat é uma empresa produtora e comercializadora de produtos lácteos, sumos, néctares e refrigerantes. Em 19 de Dezembro de 2003, tornou-se público, os erros contabilísticos e fraudes existentes, destabilizando os mercados.

<sup>4</sup> Gestão de resultados eficiente e oportunista foram as expressões usadas ao longo deste estudo para denominar as expressões inglesas *efficient earnings management* e *opportunistic earnings management*.

para a rentabilidade futura. Estudos similares já foram realizados em diferentes países, com os resultados observados a serem díspares entre estes. Esta investigação será importante para caracterizar a realidade das empresas cotadas portuguesas. Serão utilizadas apenas as empresas cotadas portuguesas, uma vez que já existe uma obrigatoriedade para estas seguirem as recomendações da CMVM, sobre as práticas de Governo das Sociedades.

Diversos estudos já foram desenvolvidos em Portugal sobre as práticas do Governo das Sociedades, no entanto, ainda muito pouco foi investigado sobre a sua influência no tipo de gestão de resultados das empresas. Este estudo pode contribuir para aumentar a confiança nas empresas e consequentemente nos mercados.

O objectivo desta dissertação é estudar o tipo de gestão de resultados praticado pelas empresas em análise, bem como a influência das variáveis referidas anteriormente na rentabilidade futura da empresa durante o período de 2002 a 2007. Tendo como ponto de partida o objectivo proposto, a estrutura da tese encontra-se dividida em quatro secções.

Na 2ª secção encontrar-se-á a revisão da literatura, com o objectivo de pesquisar os vários estudos já desenvolvidos a propósito deste tema, mesmo internacionalmente, e, quais as diferentes opiniões entre os mais diversos autores.

Na secção subsequente encontra-se o estudo empírico, que se encontra dividido em 5 partes. Inicia-se com a descrição do objectivo da tese, segue as diversas hipóteses a testar, a amostra seleccionada e quais os critérios usados para a seleccionar, e a metodologia utilizada. Para este estudo irão ser estudadas 35 empresas admitidas à negociação na Euronext Lisboa e para se poder atingir o objectivo proposto realizar-se-ão 4 regressões lineares, tendo como variáveis dependentes o *cash flow* operacional (CFO), o *cash flow* operacional do ano seguinte (CFO<sub>t+1</sub>), o resultado *non-descriptionary* (NDN<sub>t+1</sub>) e a variação de resultados ( $\Delta$ EARN). Como variáveis explicativas do modelo irão estudar-se os *discretionary accruals*<sup>5</sup> (DAC), os *non-discretionary accruals* (NDAC), a estrutura organizativa (DFAM), a estrutura

---

<sup>5</sup> Ao longo de todo este estudo optou-se pela terminologia em inglês *discretionary accruals*, *non-discretionary accruals* e *total accruals*, uma vez que não há uma tradução única destas palavras em Português.

institucional (INST), a dimensão da organização (SIZE), a presença das *Big Four* na auditoria das empresas (AUDIT), a proporção de administradores independentes na comissão executiva (BOD) e a existência de comissões internas de auditoria (AUDCOM).

Na 5ª parte do estudo empírico serão analisados os resultados alcançados. Os resultados além de incluírem as regressões lineares referidas, incluem também uma análise descritiva de todas as variáveis tanto para o período de 2003 a 2007 como anualmente, bem como uma análise das correlações existentes entre as diversas variáveis.

Esta tese finaliza-se com as conclusões, na 4ª secção, onde irão ser resumidos os vários resultados testados, incluirá também as limitações encontradas na realização deste estudo e algumas recomendações para possíveis investigações futuras.



## 2 Revisão da Literatura

Com o intuito de analisar o tipo de gestão de resultados e o efeito na dimensão da empresa, estrutura accionista e práticas de governo corporativo, esta tese relaciona duas áreas de investigação, por um lado a gestão de resultados e por outro as práticas de Governo das Sociedades seguidas pelas mais diversas empresas. Até hoje já vários estudos foram desenvolvidos com semelhante objectivo.

### 2.1 Gestão de Resultados

A questão da gestão de resultados vem desde há algum tempo a preocupar os investigadores, muito devido aos escândalos financeiros tornados públicos.

#### 2.1.1 *Conceito de gestão de resultados eficiente e oportunista*

Os resultados de uma empresa são avaliados pelos accionistas e investidores com o objectivo de determinar a atractividade de uma acção. Uma vez que o resultado é um dos indicadores contabilísticos mais utilizados pelos utilizadores da informação financeira, algumas empresas utilizam uma estratégia para deliberadamente gerir os seus resultados. A gestão dos resultados deriva da expressão inglesa *earnings management* que, segundo Healy e Wahlen (1999), significa o resultado das escolhas contabilísticas dos gestores no sentido de, através das demonstrações financeiras, obterem um resultado específico para si próprios, ou para as empresas que dirigem. A gestão de resultados visa diminuir as possíveis flutuações dos resultados, e consequentemente, a sua estabilização no tempo (Mendes e Rodrigues, 2006).

A gestão dos resultados pode ser realizada de duas maneiras: através de gestão de resultados eficiente ou de gestão de resultados oportunista. A primeira verifica-se se a direcção usar a sua descrição para comunicar informação privada acerca da rentabilidade da empresa, a gestão de resultados será oportunista se os gestores usarem a sua descrição para maximizar a utilidade destes, através da alteração dos resultados (Subramanyam, 1996).

A gestão de resultados executados pelas empresas, leva a que os seus resultados passem a ser sobreavaliados, e a sua publicação permita um aumento do custo de capital destas,

o que, em última análise, permite às empresas desfrutarem de custos de capital mais baixos (Dechow, Sloan e Sweeney, 1996).

Burgstahler e Dichev (1997) encontram que algumas empresas evitam reportarem perdas ou ganhos em declínio. Estas constatações são também suportadas por Balsam, Bartov e Marquardt (2002) ao testarem uma relação negativa entre *discretionary accruals* anormais e a valorização das acções, acerca da data de anúncio dos resultados.

Por outro lado, Gul, Lung, e Srinidhi (2000), Krishnan (2003) ou Subramanyam (1996) defendem uma perspectiva eficiente. Subramanyam (1996) concluiu que os *discretionary accruals* são eficientes, pois têm uma relação positiva com a rentabilidade futura, dependendo da divulgação de informações.

Segundo Dechow et al. (1996), os resultados obtidos podem ser influenciados por diversos factores: aumento das vendas; combinação do aumento das vendas e da diminuição das despesas; aumentos no inventário; adiamento do reconhecimento de perdas; diminuição das provisões para empréstimos de reversas de perdas; ou exagero do valor justo de mercado. O desejo de aumentar o financiamento externo a baixo custo, é uma grande motivação económica para a gestão de resultados realizada pela empresa.

A gestão de resultados nem sempre foi influenciada pelos mesmos motivos. No início dos anos 90, eram as características dos países que explicavam muito das variações dos resultados e do governo das empresas. Na viragem para o século XXI, as características da empresa passaram a ser um factor explicativo dominante, existindo nesta altura uma relação negativa entre a valorização da empresa e a gestão dos resultados (Fernandes e Ferreira, 2007). Várias são as características das empresas que influenciam o tipo de gestão de resultados obtida e divulgada por estas.

## 2.2 Práticas de Governo das Sociedades

As práticas de governação internas são estabelecidas para manter a credibilidade das empresas e salvaguardá-las contra os comportamentos de gestão de resultados. A origem destas práticas deu-se nos Estados Unidos, tendo como génese um trabalho denominado “*The Modern Corporation and Private Property*” de 1932 de Adolph Berle e Gardiner Means. Actualmente a maior parte dos países já utiliza estas normas, o que é considerado uma vantagem competitiva, uma vez que estas práticas de Governo das

Sociedades são um factor de valorização e sustentabilidade empresarial, favorecendo a imagem da empresa, bem como os seus produtos e serviços (Manuel Aguiar, 2005).

Segundo Alves (2007), há determinadas variáveis do Governo das Sociedades que podem diminuir a possibilidade de gestão de resultados, como por exemplo, uma forte intervenção dos investidores institucionais, a existência de um número significativo de directores externos independentes e uma direcção constituída por um número reduzido de directores.

### 2.2.1 *Comissão de Auditoria Interna*

Muitos estudos, já pesquisaram acerca da influência da existência de uma comissão interna de auditoria, bem como a sua independência e qualidade na gestão dos resultados. Uma das recomendações do “Código do Governo das Sociedades da CMVM” é a existência de uma comissão interna de auditoria.

Chtourou, Bédard e Courreau (2001) defendem que a competência das comissões de auditoria diminui a falta de veracidade de dados e a probabilidade da gestão dos resultados, e sugerem que dois factores importantes para o nível de actividade da comissão são, a *performance* e a frequência de reuniões.

Segundo Verscoor (1993) e Wolnizer (1995) uma eficaz comissão de auditoria deve ter como responsabilidades: a vigilância do comportamento financeiro, a vigilância da auditoria externa e a vigilância dos sistemas de controlo interno. A vigilância do comportamento financeiro e a vigilância da auditoria externa são as responsabilidades mais importantes da comissão porque, a primeira inclui uma revisão do comportamento financeiro, políticas de contabilidade e permite uma previsão da gestão, enquanto a vigilância externa reforça a independência da auditoria e, melhora a eficácia da auditoria.

DeFond e Jambalvo (1998) concluem no seu estudo que empresas que apresentam erros de contabilidade têm uma menor probabilidade de terem comissões de auditoria.

Também Becker, Defond, Jambalvo e Subramanyam (1998) foram estudar as diferenças encontradas entre empresas com elevados níveis de auditoria comparativamente com as que apresentam níveis mais diminutos. O estudo constata que

a auditoria numa empresa reduz a assimetria da informação entre gestores e accionistas, permitindo a validação dos dados financeiros. A qualidade na auditoria permite detectar práticas de gestão questionáveis, garantindo que empresas com menos qualidade ao nível da auditoria, conseguem mais facilmente prever a gestão de resultados. Esta investigação provou que existe uma relação directa entre a gestão de resultados eficiente e a qualidade de auditoria. A qualidade da auditoria também é fundamental para aumentar a confiança dos intervenientes no mercado accionista e a confiança que depositam na empresa.

Relativamente à independência da comissão de auditoria, Klein (2006) verifica que esta é menos independente se o CEO (*Chief Executive Officer*) estiver na comissão de nomeação. Verifica-se por isso a existência de uma relação negativa entre a independência da comissão de auditoria e os *discretionary accruals*. No entanto, o autor não encontrou uma relação significativa entre a gestão de resultados e uma rigorosa comissão de auditoria que fosse 100% independente.

Empresas com contas auditadas mostram uma menor probabilidade de gerir resultados, há um maior constrangimento em empreender uma gestão de resultados oportunista, pois o facto de apresentarem contas auditadas é um sinal de qualidade das empresas (Moreira, 2006). Chtourou et al. (2001) também analisaram que o crescimento dos rendimentos da gestão de resultados está negativamente associado com uma comissão de auditoria com quadros independentes.

Klein (2002) encontra evidências que uma comissão de auditoria independente está associada com baixos níveis de *discretionary accruals* para empresas nos Estados Unidos. Na Indonésia, Wedari (2004) conclui que os *discretionary accruals* de empresas com estas comissões são significativamente superiores aos das empresas sem comissões. Parulian (2004) mostra que *discretionary accruals* negativos de empresas com comissões de auditoria, são significativamente mais baixos que em empresas sem estas, mas *discretionary accruals* positivos de empresas com comissões não são significativamente mais baixos, que em empresas sem estes departamentos.

### 2.2.2 Auditoria Externa

Os relatórios de auditoria têm como função dar credibilidade às demonstrações financeiras das empresas, informando os utilizadores da fiabilidade ou não da informação transmitida por parte da empresa. Por esses motivos, o auditor é considerado um profissional responsável e independente da empresa.

Nas empresas de auditoria externa dos EUA, há a divisão entre as empresas denominadas *Big Six*, as de maior dimensão, e *non-Big Six*, as de menor dimensão. Becker et al. (1998), são autores que com o objectivo de testar a maior qualidade dos resultados reportados pelas *Big Six*, concluem que as *non-Big Six* apresentam *discretionary accruals* mais elevados que as *Big-Six*<sup>6</sup>, e que existe uma relação directa entre a qualidade da auditoria e a gestão de resultados.

No entanto, nem todos os autores constatarem os mesmos resultados, Siregar e Utama (2008) no seu estudo não conseguiram encontrar uma evidência entre a qualidade de auditoria das *Big Four* e uma gestão de resultados mais eficiente.

### 2.2.3 Independência do Conselho de administração

Chtourou et al. (2001) são da opinião, que as características dos administradores têm uma influência na qualidade dos reportes financeiros e nos níveis de gestão de resultados. A competência e os conhecimentos dos quadros de administração são essenciais para a monitorização do conselho. No entanto segundo Klein (2006), a eficiência do conselho de administração e a habilidade de gerir depende, não só da composição do conselho, mas também da ocupação de administradores exteriores e da comissão interna.

Vários estudos demonstram que, tanto o número de membros que constitui o conselho, como a sua independência, influenciam a gestão de resultados.

Na literatura existente ainda não há consenso quanto à relação entre a dimensão do conselho de administração e a sua eficiência. Jensen (1993) defende que uma direcção com poucos membros é mais eficiente na monitorização das acções do CEO. Yermack

---

<sup>6</sup> Até 1998 as empresas de auditoria de maiores dimensões eram denominadas de *Big Six*, de 1998-2002 passaram a existir 5 (*Big Five*) e desde 2002 passaram a ser denominadas de *Big Four*.

(1996) é da mesma opinião, ou seja, um reduzido número de directores aumenta a qualidade da monitorização e, também é provável que isso se possa associar a uma menor utilização de *discretionary accruals*. Também Beasley (1996) corrobora a mesma teoria, ao encontrar uma relação positiva entre a dimensão do conselho e a probabilidade de comportamentos financeiros fraudulentos. Por outro lado, Dalton, Daily, Johnson and Ellstrand (1999) defendem que um numeroso conselho de administração melhora o ambiente e a sua competência.

Quanto à influência que a independência dos membros tem na gestão de resultados, o consenso é maior. Considera-se que o conselho de administração é independente quando, há a inclusão de administradores independentes no conselho, separação do papel de presidente e de CEO e a presença de independentes na comissão de nomeação. Para Firstenberg e Malkiel (1980), um administrador é independente se não tiver negócios materiais ou relações económicas com a empresa, e/ou ligações familiares com a gestão. Segundo Tse (1994), os administradores independentes são geralmente considerados melhores monitores que os restantes, porque têm maiores capacidades para analisar os interesses da organização. Cadbury (1992) é da mesma opinião ao afirmar que a competência de quadros não executivos, é de especial importância para a eficácia do conselho de administração, e para os resultados.

Segundo Mace (1986) e Patton e Baker (1987), um administrador com percentagem de participação na empresa, tem uma maior probabilidade de questionar as decisões e as propostas, uma vez que as decisões tomadas têm impacto directo na sua própria riqueza. Brickley, Coles e Terry (1994) referem que a existência de directores externos independentes ajudam a mitigar o conflito de interesses entre agentes (neste caso os administradores) e principais (accionistas), e a diminuir a utilização de *discretionary accruals*. Fama e Jensen (1983) e Shleifer e Vishny (1997) também reconhecem que a independência dos administradores é um fundamento da teoria da agência, que reconhece que o controlo do funcionamento do conselho de administração depende da acção dos administradores. Fama et al. (1983) concluem ainda que é importante que o presidente e o CEO não sejam a mesma pessoa, para evitar a concentração de poder no CEO.

Dechow e al. (1996) são da opinião que há uma gestão de resultados menos eficiente em empresas onde: o quadro de directores é dominado pela gestão; o CEO exerce

simultaneamente as funções de *Chairman of the Board*; o CEO é também um dos fundadores da empresa; não existe uma comissão de auditoria e não existe um *blockholder* exterior à direcção. Da mesma opinião é Klein (2006), que testa que a gestão de resultados está positivamente relacionada com o facto de o CEO situar-se ou influenciar a comissão de auditoria. Este autor acrescenta ainda que para uma gestão mais eficiente e uma monitorização do processo de contabilidade da empresa, a estrutura dos quadros deve ser o mais independente possível do CEO, daí ser necessário a presença de um administrador independente na comissão de nomeação, para diminuir o poder do CEO na nomeação de novos quadros administrativos.

Jensen (1993) corrobora estas teorias ao argumentar que os membros do conselho de administração são monitores ineficazes, quando o conselho é constituído por um maior número de administradores, e quando o CEO e o presidente são o mesmo membro.

Outro factor que pode aumentar os resultados oportunistas é a compra de acções por parte dos directores e do CEO da empresa. De acordo com Alves (2007), a existência de acordos de compra de acções por parte dos directores e CEO pode impulsionar a alteração de resultados. Tehranian, Cornett, Marcus e Saunders (2006) são da opinião que a detenção de acções por parte dos directores e CEO, pode encorajá-los a utilizar *discretionary accruals* para aumentar a *performance* da empresa e consequentemente aumentarem a sua riqueza pessoal.

No entanto, nem todos os estudos comprovam estas teorias, como é o caso da análise destas variáveis nas empresas Indonésias, em que Siregar e Utama (2008), não conseguiram apurar uma relação entre o tipo de gestão de resultados destas empresas, e a proporção de independentes no conselho de administração.

#### 2.2.4 *Estrutura Institucional*

A presença de investidores institucionais também pode influenciar a gestão de resultados. Pode dizer-se que estes são os principais actores de investimento em mercados financeiros externos.

Para Alves (2005), investidores institucionais são as instituições de crédito, as empresas de investimento e as instituições de investimento colectivo. De acordo com a CMVM, os administradores institucionais são os membros do conselho de administração, que

representam interesses particulares de investidores detentores de um significativo conjunto de acções da empresa. Recorre-se por isso, a estes investidores para que reforcem o seu envolvimento na fiscalização e controlo das práticas de Governo das Sociedades, pois como gerem grandes carteiras, têm uma importância reconhecida no mercado.

Segundo Guercio e Hawkins (1999) e Hartzell e Starks (2003), a intervenção dos investidores institucionais tem o objectivo de aumentar o valor e a *performance* da empresa, pois estes geralmente são capazes de utilizar a informação corrente para prever os ganhos futuros, de uma forma mais acertada que os investidores não institucionais (Jiambalvo, Rajgopal e Venkatachalam, 2002). A intervenção destes investidores nas sociedades, permite reduzir os problemas de agência entre gestores e accionistas, conseguindo limitar o comportamento dos gestores.

Balsam et al. (2002) encontram evidências de que a reacção do mercado é influenciada pelo comportamento dos investidores institucionais, que ocorre mais cedo que o dos não institucionais. Isto deve-se ao facto destes terem acesso a mais informação, a informação mais oportuna que os investidores não institucionais, e são capazes de decompor os resultados em *discretionary* e *non-discretionary*. Bushee (1998) é premonitório ao sugerir que estes investidores empurram os gestores a tomarem decisões. Por outro lado, Alves (2007) defende que os investidores institucionais podem levar a que os gestores se sintam forçados a satisfazer as metas de resultados por eles estabelecidas, e assim sigam uma gestão de resultados mais oportunista.

Tehrani et al. (2006) verificam que o aumento da monitorização por parte dos investidores institucionais pode estar relacionado com a baixa utilização de *discretionary accruals*, ou seja, o aumento da fiscalização por parte destes leva a ganhos eficientes.

#### 2.2.5 Estrutura Organizativa

Esta variável tem como objectivo apurar de que maneira a estrutura da organização, empresa familiar ou não familiar, pode influenciar a gestão de resultados. Novamente nem todos os autores estão em consenso sobre a estrutura mais eficiente. Fama e Jensen (1983) são da opinião que as empresas familiares devem ser mais eficientes porque têm



menos custos de controlo. Por seu lado, McConaughy, Matthews, e Fialko (2001), Yammeesri e Lodh (2001), Suehiro (2001) e Anderson e Reeb (2003), encontram evidências que as empresas familiares estão mais valorizadas ou têm melhor *performance* que as outras.

Segundo Arifin (2003), uma das vantagens das empresas familiares, é terem menos problemas de agência do que empresas com participações públicas, devido aos diminutos conflitos entre o principal e o agente. Mas por outro lado surge outro problema de agência, nomeadamente conflitos de interesse entre a maioria (família) e os accionistas minoritários. Com opinião similar, Anderson et al. (2003) concluem que empresas que ainda pertencem às famílias fundadoras, registam baixos custos de financiamento e têm estruturas de incentivos que diminuem os conflitos de agência entre proprietários e entidades financiadoras.

De acordo com Kim and Yi (2005), empresas com grupos de negócios têm uma maior probabilidade de evidenciar uma gestão de resultados oportunista, pois dão aos accionistas mais incentivos para gerirem os resultados.

#### 2.2.6 *Dimensão da organização*

Nesta variável, um facto implícito, é que as informações financeiras das empresas de maior dimensão, devem estar mais disponíveis para o mercado, que a das empresas de menor dimensão.

Lee and Choi (2002) concluem que a dimensão da empresa é uma variável que pode influenciar a gestão de resultados. Segundo estes, as empresas de menor dimensão têm uma maior probabilidade de gerir os resultados de maneira a evitar reportar perdas. Por outro lado Moses (1987) encontra evidência que as empresas de maiores dimensões têm um maior incentivo para equilibrar os resultados. Com opinião oposta encontra-se Albrecht e Richardson (1990), ao evidenciar que as empresas de maior dimensão têm menos incentivos para equilibrar os resultados. Por seu lado Fernandes e Ferreira (2007), sugerem que as empresas com menor dimensão atraem menos ganhos de gestão.

Embora o local ou a protecção dos direitos dos accionistas influenciem a qualidade dos resultados reportados, há uma grande heterogeneidade na gestão de resultados entre países. Segundo o estudo realizado por Fernandes e Ferreira (2007), empresas de menor dimensão, com mais oportunidades de investimento e necessidades externas de financiamento, com mais recursos financeiros ou empresas com grande visibilidade e acesso a mercados financeiros globais tendem a diminuir a gestão de resultados, ao adoptarem medidas *standards* e rigorosas.

Num estudo realizado na Indonésia, Siregar e Utama (2008) concluem que as empresas da listagem de *Jakarta Stock Exchange (JSE)* têm predominantemente uma gestão de resultados eficiente, e uma das variáveis influentes é o tipo de estrutura das empresas. Empresas com estruturas familiares apresentam uma gestão de resultados mais eficiente. No entanto, este estudo não conseguiu relacionar o tipo de gestão de resultados com a dimensão das empresas, a auditoria praticada e a independência dos quadros da administração.

Em Portugal, o código de Governo das Sociedades foi introduzido após aprovação da CMVM, em Outubro de 1999. Este conjunto de regras são dirigidas à sociedade, para o seu controlo, com o intuito de otimizar o desempenho das empresas, garantir a transparência, favorecer as pessoas cujos interesses estão relacionados com a actividade da sociedade, como é o caso de investidores, credores, fornecedores e os próprios trabalhadores, responsabilizar os gestores pelos incumprimentos dos objectivos e pelas violações à lei, não impedir a maximização de *performance*, estar de acordo com os *standards* internacionais e estar ajustada à realidade do país. Cada empresa deve ser administrada para benefício de todos os accionistas, e não em função de interesses individuais, ou de um grupo restrito de accionistas. Estas medidas do Governo das Sociedades permite o reforço da segurança e da confiança nos mercados. (Moreira, Gonçalves e Oliveira, 2004)

Estes princípios distribuem-se por 5 grandes grupos: Divulgação de Informação, Exercício do Direito de Voto e Representação de Accionistas, Regras Societárias, Investidores Institucionais e Órgão de Administração.

Sendo a versão originária datada de 1999, em 2001 passou a existir uma obrigatoriedade para as sociedades emitentes de acções admitidas à negociação em mercado regulamentado, de divulgarem informações anuais respeitantes ao governo societário. Estas recomendações sofreram alterações em 2003 e 2005, tendo ao longo dos anos conhecido um grau crescente de cumprimento por parte das empresas Portuguesas. Segundo Moreira et al. (2004), a evolução das Boas Práticas em Portugal tem vindo a ser positiva. A partir de 2005 este conjunto de recomendações passa a ser denominado por “Código do Governo das Sociedades da CMCM”.

Uma das vantagens da obrigatoriedade das empresas seguirem estas práticas, está relacionada com o aumento da globalização. Como actualmente muitas das empresas começam a expandir-se para outros países, e a começar a estar cotadas noutros índices bolsistas, necessitam de ir ao encontro das normas *standards* internacionais.

Várias leis noutros países surgiram com o mesmo objectivo das práticas de Governo das Sociedades. Um exemplo é a Lei de *Sarbanes-Oxley*, em 2002. Esta lei visa garantir a criação de mecanismos de auditoria e segurança, de maneira a garantir uma maior confiança nas empresas de modo a mitigar riscos e a ocorrência de fraudes financeiras.

Tabela 1 – Tipos de Gestão de resultados defendidos pelos diferentes autores

<p><b>Existência de Comissões de Auditoria Interna</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Becker, Defond, Jiambalvo e Subramanyam (1998); Chtourou, Bédard e Courreau (2001) estas influenciam eficientemente os resultados</li> </ul>
<p><b>Auditoria externa exercida pelas Big Four</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Becker, Defond, Jiambalvo e Subramanyam (1998), as empresas auditadas por estas apresentam uma gestão de resultados mais eficiente</li> <li>• Siregar e Utama (2008) não encontraram evidência entre a presença das <i>Big Four</i> e o tipo de gestão de resultados</li> </ul>
<p><b>Independência Conselho de Administração</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Fama e Jensen (1983); Jensen (1993); Coles e Terry (1994); Shleifer e Vishny (1997); Klein (2006), esta independência leva a resultados mais eficientes</li> <li>• Siregar e Utama (2008) não encontram qualquer evidência com o tipo de gestão de resultados</li> </ul>
<p><b>Presença de Investidores Institucionais</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jiambalvo, Rajgopal e Venkatachalam (2002); Tehranian, Cornett, Marcus e Saunders (2006), são da opinião que estes investidores contribuem para uma gestão mais eficiente</li> <li>• Alves (2007) defende que a presença destes leva a ganhos oportunistas</li> <li>• Siregar e Utama (2008) não encontram evidências com o tipo de gestão de resultados</li> </ul>
<p><b>Empresas Familiares</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Fama e Jensen (1983); Siregar e Utama (2008) estas empresas tendem a ter resultados eficientes</li> <li>• McConaughy, Mathews e Fialko (2001); Yammeesri e Lodh (2001); Suehiro (2001); Anderson e Reeb (2003), defendem que estas empresas tendem a ter uma gestão de resultados oportunista</li> </ul>
<p><b>Empresas não familiares</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Para Kim e Yi (2005) estas tendem a ter uma gestão de resultados oportunista</li> </ul>
<p><b>Empresas de maior dimensão</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Albrechth e Richardson (1990) são da opinião que estas empresas tendem a ter uma gestão de resultados eficiente</li> <li>• Moses (1987) defende que por outro lado estas empresas apresentam uma gestão de resultados oportunista</li> <li>• Siregar e Utama (2008) não encontram evidências entre a dimensão das empresas e o tipo de gestão de resultados</li> </ul>
<p><b>Empresas de menor dimensão</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lee e Choi (2002) concluíram que estas empresas apresentam resultados mais oportunistas</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria

### 3 Estudo Empírico

#### 3.1 Objectivo

Este estudo pretende identificar qual o tipo de gestão de resultados adoptado pelas empresas cotadas portuguesas, e de que maneira a rentabilidade futura é influenciada pela dimensão da empresa, a estrutura accionista e a adopção das práticas de Governo das Sociedades. Por outro lado, irá também analisar a divisão dos *accruals*: a parte dos *non-discretionary accruals* e dos *discretionary accruals*.

#### 3.2 Hipóteses

Nesta secção, serão enunciadas as hipóteses subjacentes ao estudo em questão, bem como explicado o porquê destas hipóteses em detrimento de outras.

Tendo como base o estudo de Siregar e Utama (2008) sobre o tipo de gestão de resultados e a influência das práticas de Governo das Sociedades nas empresas Indonésias, as hipóteses estudadas vão de encontro às analisadas neste estudo, tendo como amostra as empresas portuguesas.

Segundo Subramanyam (1996), a gestão de resultados pode ser eficiente ou oportunista, defendendo no seu estudo que os *discretionary accruals* são eficientes, ao relacionarem-se positivamente com a rentabilidade futura. Também Siregar et al. (2008) concluem que para as empresas analisadas na Indonésia a gestão de resultados tende a ser eficiente, contrariando a visão geral que defendia que a gestão era oportunista.

Por seu lado Burgstahler e Dichev (1997) e Balsam et al. (2002) contrapõem estes autores ao defenderem que a gestão de resultados tende a ser oportunista. Tendo em conta estes diferentes pontos de vista irá testar-se se:

**Hipótese 1 a)** – Existe uma relação entre os *discretionary accruals* e a rentabilidade futura.

O tipo de estrutura organizativa de uma empresa também tem influência no tipo de gestão de resultados (Siregar et al., 2008). Para estes autores, as empresas familiares têm uma maior rentabilidade futura, comparativamente com as empresas não familiares.

Fama e Jensen (1983) constatarem que as empresas familiares devem ser mais eficientes ao terem menos custos de controlo, e Arifin (2003) conclui que estas mesmas empresas têm a vantagem de apresentarem menos problemas de agência, e conseqüentemente uma relação positiva com a rentabilidade futura.

Kim and Yi (2005) defendem que as empresas com grupos de negócios têm uma maior probabilidade de evidenciar uma gestão de resultados oportunista, pois dão aos accionistas mais incentivos para gerirem os resultados.

Pelos motivos enunciados, prevê-se que as empresas familiares contribuem positivamente para os resultados das empresas.

**Hipótese 1 b)** – As empresas familiares relacionam-se positivamente com a rentabilidade futura.

Os investidores institucionais têm acesso a maior e mais rápida informação, comparativamente com os restantes investidores. O seu papel tem especial importância na fiscalização e controlo das práticas de Governo das Sociedades, pois ao gerirem grandes carteiras, têm uma importância reconhecida no mercado. Segundo Tehranian et al. (2006), este aumento de fiscalização e monitorização exercido por estes investidores leva a uma baixa utilização de *discretionary accruals*. Com esta fiscalização e controlo exercido por estes investidores prevê-se que haja uma limitação da gestão de resultados oportunista.

**Hipótese 1c)** – Uma maior proporção de investidores institucionais relaciona-se positivamente com a rentabilidade futura.

Outra das variáveis analisadas é a dimensão da organização. É do conhecimento geral que empresas de maior dimensão estão mais expostas à opinião pública, e, conseqüentemente, todos os seus resultados despoletam um grande interesse entre os *stakeholders*. Por estes motivos, supõem-se que estas empresas de maiores dimensões tendem a ter uma relação positiva com a rentabilidade futura. Por outro lado, Siregar et al. (2008) constataram que os gestores das empresas de menor dimensão têm maior sucesso a gerir os resultados, de modo a evitar o reporte de perdas.

Por seu lado Albrecht e Richardson (1990), encontram evidências de que as empresas de maior dimensão têm menos incentivos para equilibrar os seus resultados. O facto da

informação das empresas de maior dimensão estar disponível, pressupõe que diminua a gestão de resultados oportunista.

**Hipótese 1d)** – Empresas de maior capitalização estão positivamente relacionadas com a rentabilidade futura.

Relativamente à auditoria externa pressupõe-se que as designadas *Big Four* portuguesas garantam uma maior qualidade nas contas auditadas, e conseqüentemente uma relação positiva com a rentabilidade futura.

Através do estudo de Chtourou, Bédard e Courteau (2001), os *discretionary accruals* são menores em empresas auditadas pelas *Big 6 auditors*. O mesmo foi concluído por Becker, Defond, Jiambalvo e Subramanyam (1998), ao testarem que os *discretionary accruals* de empresas auditadas pelas *non-Big Six auditors*, apresentam 1,5% de activos superiores aos *discretionary accruals* das empresas auditadas pelas *Big Six auditors*.

Devido a estas evidências irá ser analisado se:

**Hipótese 1e)** – As empresas auditadas pelas *Big Four* têm uma relação positiva com a rentabilidade futura.

Uma das práticas de Governo das Sociedades estudada é a independência dos membros do conselho de administração.

Beasley (1996) conclui que as empresas que apresentam uma gestão de resultados mais eficiente, têm um quadro de directores com uma percentagem significativamente mais elevada de membros externos do que empresas com uma gestão de resultados oportunista.

Brickley et al (1994), constatam que a existência no conselho de administração de directores externos serve os interesses dos accionistas, e mitiga o conflito de interesses entre agentes e principais e, conseqüentemente encontram-se associados com uma fraca utilização de *discretionary accruals*.

De acordo com o estudo de Klein (2006) existe uma relação não linear negativa entre a independência dos directores da empresa e os *discretionary accruals*, ou seja, verifica-se um aumento significativo dos *discretionary accruals* com a diminuição de

independência dos membros do conselho de administração. As mesmas conclusões foram tiradas por Chtourou et al. (2001), ao estudarem que uma maior proporção de membros independentes apresenta menos *discretionary accruals*.

Daí uma das hipóteses a ser analisada é:

**Hipótese 1f)** – Uma maior proporção de membros independentes no conselho de administração está positivamente associada com a rentabilidade futura.

Outra variável que irá ser analisada é a existência de comissões de auditoria nas empresas estudadas.

Para Prawitt et al. (2006), as funções exercidas pela auditoria interna ajudam a moderar o tipo de gestão de resultados das empresas.

Moreira (2006), no seu estudo sobre empresas privadas portuguesas, conclui que empresas com contas auditadas têm uma menor probabilidade de apresentar *discretionary accruals*. O mesmo já tinha concluído a investigação de Chtourou et al. (2001), ao afirmarem que os *discretionary accruals* são menores em empresas com melhores comissões de auditoria.

Por estes motivos, e por serem uma das práticas de Governo das Sociedades, irá estudar-se:

**Hipótese 1 g)** – A existência de comissões de auditoria interna está directamente relacionada com a rentabilidade futura.

### 3.3 Amostra

Para se poder realizar o estudo em questão é necessária uma amostra, ou seja, um subconjunto de elementos que pertencem a uma população, isto é, que tenham características comuns a todos eles. Neste caso específico, a amostra seleccionada engloba as empresas com títulos admitidos à negociação na Euronext Lisboa. As condições para a selecção da amostra, além de a empresa estar cotada na Euronext Lisboa foram: as empresas cuja actividade principal não é financeira, seguradora ou similar, pois nestas as regulamentações económicas são diferentes das restantes; as empresas têm de estar cotadas durante o período em análise e terem disponíveis os seus



Relatórios e Contas; as empresas não sofrerem grandes alterações durante o período, como alteração do ano fiscal ou fusões. Tendo em conta as limitações para a recolha da amostra, foram analisadas 35 empresas, no período de 2002 a 2007 (5 anos), como se pode observar na tabela 2. Foi considerado este período, por serem os anos entre os quais se consegue informação de todas estas empresas, pois o alargamento do período reduziria o número de empresas possíveis de serem analisadas.

Os anos compreendidos entre 2002 e 2007 são bastante interessantes, por representarem um período de alguma instabilidade política (2 mudanças de Presidente da República e 4 Primeiros Ministros) e de recessão económica em Portugal. Por ser um período de instabilidade, permite verificar como as empresas reagem a estas condições de mudança. Estes anos representam também a obrigatoriedade de adopção das práticas de Governo das Sociedades e da internacionalização de algumas das empresas analisadas.

Os dados necessários para a realização da análise pretendida foram recolhidos nos Relatórios e Contas das empresas, nos Relatórios de Governo das Sociedades e na base de dados *Datastream*.

**Tabela 2 – Selecção da amostra**

<b>Procedimento de selecção da amostra</b>	<b>Valores Reais</b>	<b>Percentagem</b>
<b>Total de empresas listadas na Euronext Lisboa</b>	146	100%
<b>Empresas sem dados na base de dados</b>	(92)	63%
<b>Instituições Bancárias e Seguradoras</b>	(5)	3%
<b>Empresas sem dados durante todo o período entre 2002 e 2007</b>	(14)	10%
<b>Total de observações</b>	35	24%

Fonte: Elaboração própria

Apesar dos requisitos necessários na selecção da amostra, existe uma grande diversidade no tipo de empresas estudadas. Na tabela 3 pode-se observar a distribuição das empresas pelos diversos sectores de actividade. No anexo 1 encontra-se também uma breve descrição de cada uma das empresas estudadas.

Tabela 3 – Fragmentação das empresas por sectores de actividade

Sectores de Actividade	Valores Reais	Percentagem
Indústrias Transformadoras	12	34%
Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio	1	3%
Construção	5	14%
Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	5	14%
Transportes e armazenagem	1	3%
Actividades de informação e de comunicação	8	23%
Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares	1	3%
Actividades artísticas, de espectáculos, desportivas e recreativas	1	3%
Outras Actividades de serviços	1	3%
<b>Total</b>	<b>35</b>	<b>100%</b>

Fonte: Sectores de Actividade - INE 2007

Para cada uma das empresas analisadas, além de informações financeiras, são extraídos dados de algumas práticas de Governo das Sociedades, nos Relatórios de Governo das Sociedades anuais, como a existência de uma comissão de auditoria, a independência do conselho de administração e a estrutura institucional. Também são analisadas a dimensão da empresa e o tipo de estrutura organizativa.

### 3.4 Metodologia

Para testar as hipóteses anteriormente descritas utiliza-se o modelo usado novamente no estudo realizado por Siregar e Utama (2008), ou seja, o modelo de Subramanyam (1996):

$$\begin{aligned}
 X_{it+1} = & b_0 + b_1CFO_{it} + b_2NDAC_{it} + b_3DAC_{it} + b_4DFAM_{it} + b_5INST_{it} \\
 & + b_6DSIZE_{it} + b_7AUDIT_{it} + b_8BOD_{it} + b_9AUDCOM_{it} + b_{10}D03_i \\
 & + b_{11}D04_i + b_{12}D05_i + b_{13}D06_i + e
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

As variáveis presentes no modelo significam:

$X_{t+1}$  Rentabilidade futura testada através de três variáveis: (1)  $CFO_{t+1}$ ; (2)  $NDNI_{t+1}$ ; (3)  $\Delta EARN_{t+1}$ . Todas as variáveis estão deflacionadas pelo Total de Activos, com o objectivo de reduzir o efeito de escala.

CFO	<i>Cash Flow</i> Operacional
NDNI	Resultado <i>non-discretionary</i> , i.e., resultado do período deduzido do DAC
$\Delta$ EARN	Variação dos resultados
NDAC	<i>Non-discretionary accruals</i>
DAC	<i>Discretionary accruals</i>
DFAM	1, se é considerada uma empresa não familiar e, 0 se for considerada uma empresa familiar.
INST	Proporção de participação institucional
SIZE	Capitalização de mercado
AUDIT	1, se a firma é auditada por uma auditora pertence às <i>Big Four</i> e, 0 caso contrário
BOD	Proporção de quadros independentes na comissão executiva
AUDCOM	1, se a empresa tem uma comissão de auditoria interna e, 0 caso contrário
t	anos 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007
t+1	anos 2003, 2004, 2005, 2006, 2007

Após o cálculo de todas as variáveis referidas, desenvolve-se uma regressão linear, através do Modelo de Regressão Linear Múltipla (MRLM), com o objectivo de explicar a relação, que se assume linear, entre as variáveis independentes (explicativas) e uma variável dependente (explicada). Numa primeira análise utiliza-se os *cash flows* operacionais como variável dependente, e como variáveis independentes o NDAC, DAC, DFAM, INST, SIZE, AUDIT, BOD e AUDCOM.

Como o Modelo de Regressão Linear Múltipla pressupõe um conjunto de pressupostos, irá analisar-se: a linearidade da relação entre cada uma das variáveis, através de um *scatterplot*; a normalidade dos erros, verificada através de um Normal P-P *Plot* e com o teste *Kolmogorov-Smirnov* à normalidade; verificar se o valor esperado dos resíduos é

nulo; a homocedasticidade, ou seja, verificar se a variância dos  $\varepsilon_i$  é constante; a independência das variáveis aleatórias residuais; e a inexistência de multicolinearidade.

### 3.4.1 *Descrição das variáveis*

#### 3.4.1.1 Rentabilidade Futura

Para calcular a rentabilidade futura analisa-se três variáveis:  $CFO_{t+1}$ ,  $NDNI_{t+1}$  e  $\Delta EARN$ .

$CFO_{t+1}$  é o *cash flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis. Através desta variável, irá testar-se qual o impacto que as restantes variáveis, CFO, NDAC, DAC, DFAM, INST, AUDIT, BOD e AUDCOM têm na rentabilidade do ano seguinte.

$NDNI_{t+1}$  é o resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis. Esta variável resulta da diferença entre os resultados e os *discretionary accruals* (DAC) ( $NDNI = EARN - DAC$ ). Também tem como objectivo ver qual o efeito das restantes variáveis já mencionadas nos *discretionary accruals* do ano seguinte.

$\Delta EARN$  é a variação dos resultados e, é calculada pela diferença de resultados de um ano para o outro ( $\Delta EARN = EARN_{t+1} - EARN_t$ ).

Para cada uma destas três variáveis realizar-se-á uma regressão linear, também através do Modelo de Regressão Linear Múltipla, tendo como variável dependente cada uma destas três variáveis e como independentes: CFO, NDAC, DAC, DFAM, INST, AUDIT, BOD e AUDCOM.

#### 3.4.1.2 Discretionary e Non-Discretionary Accruals (DAC e NDAC)

Os *accruals* resultam da diferença entre os resultados e os fluxos de caixa operacionais. Por outro lado os *accruals* resultam do somatório entre os *discretionary accruals* e os *non-discretionary accruals*. Os *non-discretionary accruals* representam a parte exigida de acordo com a realidade da empresa, enquanto os *discretionary accruals* são os *accruals* artificiais que têm como objectivo gerir o resultado.

Os Total *accruals* são calculados pela diferença entre os resultados e os *cash flows* operacionais ( $Total\ accruals = EARN - CFO$ ).

Já com os valores apurados do total *accruals* para cada uma das empresas, e de acordo com o seguinte modelo de Jones (1991):

$$ACCR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{Net Sales}_{it} + \alpha_2 \text{AFT Gross}_{it} + e_{it} \quad (2)$$

sendo:

ACCR            Total *accruals*

$\Delta$ Net Sales    Variação entre vendas Líquidas (Vendas Líquidas<sub>t+1</sub> – Vendas Líquidas<sub>t</sub>)

AFT Gross      Activos Fixos Tangíveis Brutos

Todas estas variáveis estão deflacionadas pelo total do activo, com o objectivo de reduzir o efeito de escala que possa existir entre as diferentes empresas e variáveis.

Através da regressão linear, apurou-se os *non-discretionary accruals* (NDAC) de cada empresa analisada.

Os *discretionary accruals* resultam da diferença entre os total *accruals* e os *non-discretionary accruals* (DAC = Total *Accruals* – NDAC), novamente de acordo com o modelo de Jones (1991).

#### 3.4.1.3 Estrutura Organizativa (DFAM)

Relativamente à estrutura organizativa diferencia-se entre empresas familiares e não familiares. Utilizando como referência o estudo de Siregar e Utama (2008) referente às empresas Indonésias, definiu-se que se considerava como empresa familiar portuguesa, as empresas que não incluem participações do Estado, instituições financeiras e o público em geral. Para esta variável considerou-se 1 para as empresas não familiares, e 0 para as empresas familiares.

#### 3.4.1.4 Proporção Institucional (INST)

Para se apurar a proporção institucional em cada uma das empresas estudadas, analisou-se a percentagem de acções próprias sobre a totalidade de acções emitidas pela empresa, representativas do capital social da empresa.

#### 3.4.1.5 Dimensão da organização (SIZE)

Para estudar esta variável, calculou-se o valor da capitalização de mercado no final de cada ano das diversas empresas.

#### 3.4.1.6 Auditoria Externa (AUDIT)

Nesta variável considerou-se 1 se a empresa é auditada por uma *Big Four* ou 0 caso contrário. No período analisado e de encontro com as empresas de auditoria portuguesas, as *Big Four* consideradas são: DELOITTE & ASSOCIADOS, SROC S.A., PricewaterhouseCoopers & Associados – Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, Lda, Ernst & Young Audit & Associados – SROC, S.A., e KPMG & Associados - Sociedade de Revisores Oficiais de Contas, S.A.

#### 3.4.1.7 Independência da Comissão Executiva (BOD)

Com esta variável analisou-se a proporção de membros independentes na comissão executiva. Sendo esta variável considerada uma das práticas de Governo das Sociedades. Segundo as práticas de Governo das Sociedades, um administrador não é considerado independente se: exercer funções executivas na sociedade; trabalhar para a sociedade ou para a sociedade dominante; actuar por conta ou em nome de accionista com participação igual ou superior a 10% na sociedade ou em sociedade dominante; ter, directa ou indirectamente, relação comercial significativa com a sociedade; ser accionista, com participação igual ou superior a 10%, em sociedades concorrentes.

#### 3.4.1.8 Comissão de auditoria interna (AUDCOM)

Para cada uma das empresas estudadas, foi verificado se as empresas incluem na sua estrutura uma comissão de auditoria interna, ou se o controlo interno é realizado por outros órgãos da sociedade. Nesta variável considera-se 1, se as empresas têm uma comissão de auditoria e 0 caso não exista.

### 3.5 Resultados

Como referido na metodologia para se poder aplicar o Modelo de Regressão Linear Múltiplo, têm que se verificar um conjunto de pressupostos. Estes foram realizados para todas as variáveis dependentes (anexo 2).

### 3.5.1 Pressupostos do Modelo de Regressão Linear

a) Linearidade da relação entre cada uma das variáveis X e Y.

Com a estimação do modelo de regressão linear admitimos uma relação linear entre a variável dependente (CFO, CFOt+1, NDNI+1 e ΔEARN) e as variáveis explicativas estudadas (NDAC, DAC, BOD, INST, SIZE, DFAM, AUDIT e AUDCOM), uma vez que o  $R^2$ , ou seja o coeficiente de determinação, que nos dá a percentagem da variação total da variável dependente, que é explicada pelo modelo (variáveis explicativas) varia para todas as regressões realizadas entre 50% a 70%, logo é sinal que existe uma relação linear entre as variáveis estudadas.

b) Normalidade: os *ei* seguem distribuição aproximadamente normal

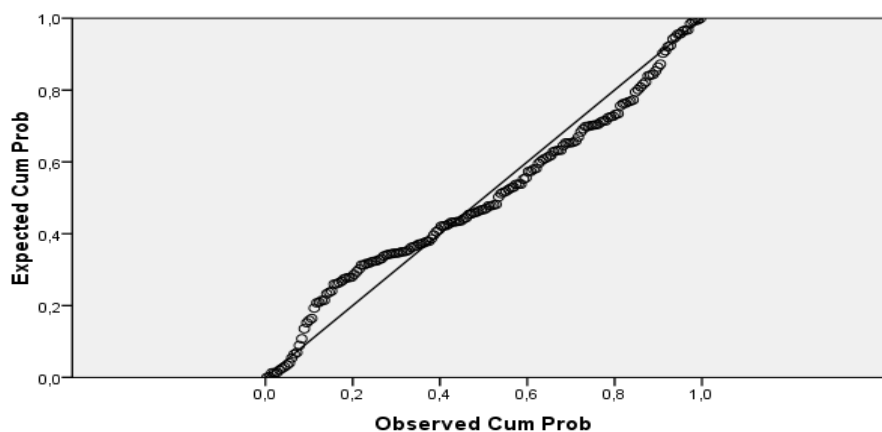
**Tabela 4 – Teste de Normalidade**

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>		
	N	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	Sig
<b>Resíduos não estandardizados</b>	175	1,3193	0,0615

**Gráfico 1 – Normal P-P Plot**

**Normal P-P Plot da Regressão residual estandardizada**

**Variável Dependente: CFOt+1**



Verifica-se a normalidade dos erros tendo em conta o comportamento dos resíduos e o valor do teste *Kolmogorov - Smirnov* cuja probabilidade associada sig (0,0615) é superior a 5% (nível de significância considerado por defeito), logo o valor está na região de aceitação e pode-se assumir a normalidade da distribuição.

c) O valor esperado dos resíduos é nulo:  $E[e_i] = 0$

**Tabela 5 – Valor esperado dos resíduos**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
<b>Valor Predito</b>	-,25469	,15807	,04225	,05402	175
<b>Residual</b>	-,20947	,18431	<b>,00000</b>	,05676	175
<b>Valor Predito Padrão</b>	-5,496	2,144	,000	1,000	175
<b>Padrão Residual</b>	-3,594	3,162	,000	,974	175

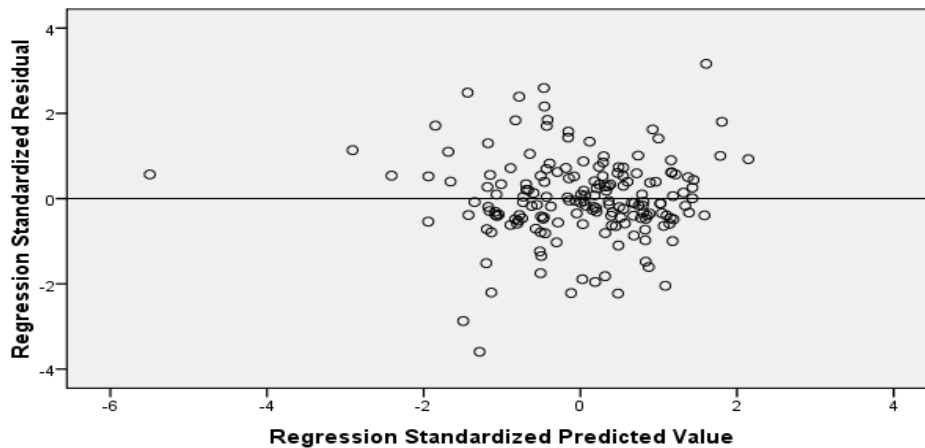
a. Variável Dependente: CFOt+1

Verifica-se que o valor esperado dos resíduos é nulo, uma vez que a média dos resíduos é nula.

d) Homocedasticidade: a variância dos  $e_i$  é constante, i.e,  $\text{var}(e_i) = \sigma^2$

**Gráfico 2 – Scatterplot**

**Variável Dependente: CFOt+1**



Verifica-se a homocedasticidade dos erros, uma vez que a dispersão é relativamente constante em torno dos eixos das abcissas.



e) Independência das variáveis aleatórias residuais:  $cov(e_i, e_j) = 0$ , para  $i \neq j$

**Tabela 6 – Teste de Durbin-Watson**

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,689 <sup>a</sup>	,475	,447	,0582874	2,154

a. Variáveis Explicativas: (Constante), AUDCOM, DAC, BOD, DFAM, INST, SIZE, CFO, AUDIT, NDAC

b. Variável Dependente: CFOt+1

Ao verificar-se que o valor do teste *Durbin-Watson* se situa perto de 2, não existem problemas de autocorrelação de 1<sup>a</sup> ordem.

f) Inexistência de multicolinearidade: as variáveis independentes não estão fortemente correlacionadas

**Tabela 7 – Matriz de Coeficientes**

Modelo	Coeficientes Não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig.	Colinearidade Estatística	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constante)	,004	,012		,301	,764		
CFO	,340	,070	,384	4,832	,000	,505	1,981
NDAC	-,994	,351	-,221	-2,833	,005	,524	1,909
DAC	,033	,065	,033	,501	,617	,725	1,379
DFAM	,003	,009	,018	,314	,754	,944	1,059
INST	-,148	,253	-,035	-,584	,560	,899	1,113
Size	,034	,013	,163	2,748	,007	,900	1,111
Audit	,026	,010	,157	2,487	,014	,795	1,257
BOD	-,001	,013	-,005	-,083	,934	,913	1,096
Audcom	,023	,011	,134	2,144	,034	,809	1,237

a. Variável Dependente: CFOt+1

Ao observar a tabela 7 verifica-se a inexistência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, uma vez que os valores da *Tolerance* são superiores a 0,1 e do VIF inferiores a 10, ou seja, as variáveis explicativas não estão fortemente correlacionadas.

Com a verificação dos pressupostos do Modelo de Regressão Linear Múltipla, realizaram-se três análises, uma descritiva, uma correlação e uma de regressão linear. O objectivo consistiu sempre em analisar se o tipo de estrutura accionista, a dimensão da empresa, a estrutura institucional e as práticas de Governo das Sociedades têm influência no tipo de gestão de resultados, e consequentemente analisar qual é o tipo de gestão de resultados, eficiente ou oportunista, nas empresas cotadas portuguesas seleccionadas para esta análise.

No período analisado, desde 2002 a 2007, os resultados nem sempre são constantes, por isso realiza-se uma análise geral do período e depois anualmente.

### 3.5.2 *Estatística Descritiva*

Tendo em conta os dados das 35 empresas, durante os anos de 2003 a 2007, pode-se observar na tabela 8 a média, desvio padrão, mediana, valores mínimos e máximos de todas as variáveis estudadas, dependentes e independentes.

Como neste período de tempo, as empresas não tiveram sempre as mesmas características, a análise estatística foi realizada anualmente, permitindo verificar a evolução das empresas (Anexo 3).

Tendo em atenção a tabela 8 salienta-se que em média os *cash flows* operacionais, os *cash flows* operacionais do ano seguinte e o resultado *non-discretionary* das várias empresas são inferiores à mediana, ao contrário de todas as restantes variáveis que apresentam em média valores superiores à mediana. Analisa-se também que em média o CFO<sub>t+1</sub>, bem como o NDNI<sub>t+1</sub> e a ΔEARN apresentam valores positivos. De todas as variáveis, a variável DAC é a única que apresenta um valor médio negativo. Pode-se também verificar que o CFO apresenta um valor médio inferior ao NDNI<sub>t+1</sub>, mas superior à ΔEARN.

Tabela 8 – Análise descritiva, durante os anos 2003-2007

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFO</b>	175	0,0413	0,0885	0,0456	-0,6144	0,2448
<b>CFOt+1</b>	175	0,0422	0,0784	0,0476	-0,2368	0,3133
<b>NDNIt+1</b>	175	0,0562	0,0720	0,0594	-0,1981	0,3291
<b>ΔEARN</b>	175	0,0112	0,0799	0,0041	-0,3032	0,5317
<b>NDAC</b>	175	0,0138	0,0174	0,0090	0,0002	0,0803
<b>DAC</b>	175	-0,0589	0,0794	-0,0540	-0,4605	0,2306
<b>BOD</b>	175	0,3208	0,3543	0,2000	0,0000	1,0000
<b>INST</b>	175	0,0102	0,0186	0,0014	0,0000	0,0957
<b>SIZE</b>	175	0,4156	0,3891	0,2600	0,0400	2,1200
<b>Obser. Válidas</b>	175					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	56,7%	43,3%
<b>AUDIT</b>	64,3%	35,7%
<b>AUDCOM</b>	52,9%	47,1%

CFO = *Cash Flow* Operacional, CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *Non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

Através desta análise também se pode verificar que pelo menos uma das trinta e cinco empresas estudadas inclui na comissão executiva só membros independentes e, em oposição também se analisa que pelo menos uma das empresas, não inclui nenhum membro independente na comissão executiva. É de salientar que a inclusão de membros independentes no conselho de administração representa uma das práticas de Governo das Sociedades que devem ser seguidas pelas empresas.

Verifica-se também, que pelo menos uma das empresas analisadas não possui nenhuma acção própria, pois o seu mínimo é zero.

Relativamente às variáveis explicativas binárias, observa-se que durante este período de tempo, a maioria das empresas (56,7%) apresenta uma estrutura organizativa não familiar, ou seja na sua estrutura accionista pode incluir instituições financeiras, participações do Estado ou o público em geral, ou simultaneamente todos estes

accionistas. Em relação à auditoria externa, 64,3% das empresas apresentam contas auditadas pelas *Big Four* portuguesas, sendo que apenas 35,7% são auditadas por outra empresa de auditoria. Relativamente há existência de comissões de auditoria interna há uma maior heterogeneidade entre estas 35 empresas, pois 52,9% têm uma comissão, mas também uma grande percentagem de empresas (47,1%) não tem um departamento específico para auditar as contas, sendo a auditoria interna realizada por um departamento com outras funções acumuladas.

Tendo em atenção a análise realizada anualmente, o ano de 2006 foi o que apresentou em média *cash flows* operacionais mais reduzidos, em contraste com 2004, ano em que apresentaram a média mais elevada. A variação de resultados de 2004 para 2005 foi em média negativa, contrastando com a variação ocorrente nos outros anos. Ao longo dos anos algumas práticas de Governo das Sociedades também apresentaram uma evolução positiva, como por exemplo a existência de uma comissão de auditoria interna, uma vez que em 2003 a maioria das empresas não possuía este departamento, o que se veio a alterar até 2007.

### 3.5.3 Correlação

Após a análise descritiva, realizou-se a correlação existente entre a variável dependente e as variáveis explicativas, tanto para a globalidade do período (2002 a 2007), como anualmente (anexo 4).

Na tabela 9 pode-se analisar a correlação durante todo o período, sendo o objectivo verificar a correlação existente entre a variável dependente, CFO, e as variáveis explicativas.

Tendo em atenção a tabela seguinte, observa-se que o CFO correlaciona-se fortemente com o NDAC, DAC, AUDIT e AUDCOM, e depois para um nível de significância de 5%, também se correlaciona com as variáveis SIZE e BOD. É de salientar que a variável DFAM, é a que menos se correlaciona com as restantes variáveis, ou seja o tipo de estrutura organizativa não tem nenhuma correlação com as restantes variáveis.

Tabela 9 – Correlações durante o período 2002 a 2007

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
CFO	1,0000	(0,5057)	(0,3194)	(0,0058)	0,0475	0,1499	0,3447	(0,1514)	0,3916
NDAC		1,0000	(0,2203)	0,0285	(0,0558)	0,0560	(0,1166)	0,0540	(0,3584)
DAC			1,0000	0,0664	0,0374	(0,1550)	(0,1478)	0,0390	(0,0565)
DFAM				1,0000	0,0821	0,0562	0,1103	0,0947	(0,0558)
INST					1,0000	(0,1236)	0,1891	0,1290	0,1837
SIZE						1,0000	0,0767	(0,0965)	0,0904
AUDIT							1,0000	(0,1293)	0,3313
BOD								1,0000	(0,1096)
AUDCOM									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Importante ainda ressaltar, que o CFO correlaciona-se significativa e negativamente com o NDAC e o DAC, o que demonstra o papel de alisamento de resultados que o NDAC e DAC têm. Por outro lado, o CFO correlaciona-se significativa e positivamente com a AUDIT e AUDCOM, ou seja, empresas auditadas pelas *Big Four* e com comissões internas de auditoria, têm níveis de CFO mais elevados. Entre estas duas variáveis também há uma correlação significativa e positiva, o que prova que empresas auditadas pelas *Big Four*, tendem a ter uma comissão interna de auditoria.

A variável AUDCOM também apresenta uma correlação significativa e positiva com a proporção de investidores institucionais (INST), testando que empresas com maior percentagem de investidores institucionais tendem a ter comissões de auditoria interna. O CFO também se correlaciona positivamente com a dimensão da empresa (SIZE), ou seja, as empresas de menor dimensão têm menores níveis de CFO. Por outro lado, o

CFO apresenta uma correlação negativa com BOD, o que demonstra que empresas com maior número de membros independentes têm menores níveis de CFO.

A correlação negativa e estatisticamente significativa entre AUDIT e DAC, demonstra que empresas auditadas pelas *Big Four* tendem a ter menores valores de *discretionary accruals*.

### 3.5.4 Regressão Linear

A regressão linear realizada pode ser observada na tabela 10 durante o período de 2002 a 2007, tendo como variável dependente o *Cash Flow* operacional, e para o período de 2003 a 2007 para as variáveis dependentes CFO<sub>t+1</sub>, NDNI<sub>t+1</sub> e ΔEARN. Como na correlação, também se realizaram os testes anuais, para se poderem comparar as diferenças e a evolução ao longo do tempo (anexo 5).

Tabela 10 – Regressão Linear

Variáveis	Sinal Esperado	Painel A (2002 a 2007)	
		CFO	
		Coefficiente	p Value
C		0,0138	0,3683
CFO			
NDAC	+/-	-0,5455	0,0000***
DAC	+/-	-0,3962	0,0000***
DFAM	+	0,0158	0,7558
INST	+	-0,0144	0,7803
SIZE	+	0,0997	0,0516*
AUDIT	+	0,1741	0,0014***
BOD	+	0,0339	0,5143
AUDCOM	+	0,0977	0,0944*
D02		-0,0767	0,2491
D03		-0,0562	0,3922
D04		0,0507	0,4371
D05		0,0254	0,6915
D06		-0,0209	0,7425
N		210	
R <sup>2</sup> ajustado		0,4985	
F-statistic		16,9803	
p Value (F-statistic)		0,0000	

Variáveis	Painel B (2003 a 2007)					
	CFOt+1		NDNIt+1		ΔEARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
<b>C</b>	0,0018	0,8964	0,0002	0,9894	-0,0028	0,8216
<b>CFO</b>	0,4051	0,0000***	0,4456	0,0000***	-0,7607	0,0000***
<b>NDAC</b>	-0,1981	0,0115**	0,0268	0,7500	-0,3511	0,0000***
<b>DAC</b>	0,0568	0,3944	0,0618	0,3926	-0,8342	0,0000***
<b>DFAM</b>	0,0131	0,8186	0,0182	0,7696	0,0931	0,0477**
<b>INST</b>	-0,0251	0,6691	-0,0302	0,6362	-0,0204	0,6726
<b>SIZE</b>	0,1566	0,0083***	0,1727	0,0073***	0,1159	0,0161**
<b>AUDIT</b>	0,1590	0,0116**	0,1784	0,0091***	0,0254	0,6173
<b>BOD</b>	-0,0367	0,5426	-0,0272	0,6770	0,0029	0,9531
<b>AUDCOM</b>	0,1374	0,0301**	0,1499	0,0291**	0,0732	0,1701
<b>D02</b>						
<b>D03</b>	0,0196	0,7879	0,0185	0,8154	-0,1466	0,0166**
<b>D04</b>	0,1478	0,0443**	0,1688	0,0343**	0,0069	0,9073
<b>D05</b>	-0,0095	0,8970	-0,0119	0,8812	-0,1161	0,0516*
<b>D06</b>	-0,0711	0,3195	-0,0835	0,2809	-0,0342	0,5556
<b>N</b>	175		175		175	
<b>R2 ajustado</b>	0,4662		0,3719		0,6437	
<b>F-statistic</b>	12,6873		8,9250		25,1788	
<b>p Value (F-statistic)</b>	0,0000		0,0000		0,0000	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário. CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Tendo em atenção os resultados obtidos durante o período de 2002 a 2007, através do Modelo de Regressão Linear Múltipla, verifica-se através do teste ANOVA, que o modelo é globalmente válido, ou seja perante as hipóteses:

$$\text{Hipótese Nula (Ho): } \beta_0 = \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0$$

$$\text{Hipótese Alternativa (Ha): Pelo menos um } \beta \neq 0 \tag{3}$$

E como o *p Value* (F-statistic) é 0,000, significa que o valor do teste F (16,9803) está na região crítica e assim deve-se rejeitar a hipótese nula, ou seja há pelo menos um  $\beta \neq 0$ ,

logo o modelo é globalmente válido. Tendo em atenção o valor do  $R^2$  ajustado, também se verifica que cerca de 50% da variância do *Cash flow* operacional é explicado pelo modelo em estudo.

No painel B o modelo também é globalmente válido, uma vez, que para todas as variáveis dependentes, o *p* value (F-statistic) é 0,0000, ou seja o valor do teste F (entre 8.925 e 25.179) encontra-se na região crítica, rejeitando-se a hipótese nula. Sendo globalmente válido, o modelo é adequado para explicar o comportamento da variável dependente.

Analisando as variáveis explicativas, verifica-se que apenas o NDAC, DAC, SIZE, AUDIT e AUDCOM são estatisticamente relevantes para explicar a variação do *cash flow* operacional durante os anos de 2002 a 2007. Para todas as variáveis dependentes estudadas, observou-se que a variável explicativa SIZE é a única significativamente relevante para explicar todas as variáveis dependentes.

Tendo como variável dependente apenas o *cash flow* operacional verifica-se que os *discretionary accruals* são uma variável estatisticamente relevante, mas negativa, ou seja, durante este período a gestão de resultados nas empresas analisadas foi oportunista. Esta conclusão é ainda reforçada pela relação estatisticamente relevante e negativa com a variação de resultados.

Relativamente à estrutura organizativa da empresa (empresas familiares ou não familiares), analisa-se que apenas é significativa e positivamente relevante, para um nível de significância de 5%, para a variação de resultados. No entanto, nada se pode concluir sobre o impacto que esta variável pode ter na rentabilidade futura da empresa.

Como referido anteriormente a variável SIZE, ou seja, a dimensão da organização, é significativa e positivamente relevante para todas as variáveis dependentes analisadas. Pode-se por isso analisar que as empresas de maior dimensão apresentam uma maior rentabilidade e, conseqüentemente uma gestão de resultados mais eficiente, uma vez que segundo o painel B, quanto maior a dimensão das empresas maior o resultado *non-discretionary* (NDNIt+1) e maior a variação de resultados ( $\Delta EARN$ ). Conclui-se que a hipótese 1d) é verdadeira, ou seja as empresas de maior capitalização analisadas, estão positivamente relacionadas com a rentabilidade futura.



No painel A verifica-se que a variável AUDIT é estatística e positivamente relevante para explicar os *cash flows* operacionais, o que permite concluir que as empresas auditadas pelas *Big Four* estão positivamente relacionadas com a rentabilidade obtida. Observando o painel B, constata-se que também estão relacionadas com a rentabilidade futura (CFOt+1) e também estão positivamente relacionados com o resultado *non-discretionary*. No entanto, não são estatisticamente significativas para explicar a variação dos resultados. Quer seja para os *cash flows* operacionais, como para os *cash flows* operacionais do ano seguinte, como para o resultado *non-discretionary* existe uma relação positiva, logo a hipótese 1e), as empresas auditadas pelas *Big Four* têm uma relação positiva com a rentabilidade futura, é suportada.

A existência de comissões internas de auditoria (AUDCOM) também está positivamente relacionada com os CFO, o CFOt+1 e o NDNI t+1, ou seja, a existência destas comissões está positivamente relacionadas com a rentabilidade futura, suportando a hipótese 1g).

Tendo o *cash flow* operacional como variável explicativa do *cash flow* operacional do ano seguinte (CFOt+1) e do resultado *non-discretionary* do ano seguinte (NDNI t+1), verifica-se que é estatisticamente significativo, e relaciona-se positivamente com ambas as variáveis, ou seja o seu aumento contribui para o aumento das variáveis dependentes. Por outro lado, apesar de também ser estatisticamente significativo para a variação de resultados ( $\Delta EARN$ ), apresenta uma relação negativa. Esta evidência sugere que empresas com maiores níveis de CFO tendem a alisar os seus resultados.

Analisando anualmente os resultados obtidos, verifica-se que as conclusões gerais não são homogêneas ao longo do tempo, e, nem sempre se verificam em todos os anos (anexo 5). Para o ano de 2006 e 2007, apenas a hipótese 1g) é suportada, uma vez que a AUDCOM é a única variável explicativa significativamente relevante, tanto para os *cash flows* operacionais, como para os CFOt+1 e para o NDNI t+1, ou seja há uma relação entre a existência de comissões de auditoria internas e a rentabilidade futura.

Em 2003, 2004 e 2005 verifica-se uma relação significativa e negativa entre os *cash flows* operacionais e a variação de resultados e o resultado *non-discretionary*, ou seja, nestes 3 anos verifica-se uma gestão de resultados oportunista por parte das empresas analisadas. Também se pode referir que em 2003, a proporção de membros

independentes na comissão executiva, influência positivamente a variação de resultados, mas por sua vez, esta variável (BOD) não é estatisticamente significativa para as restantes variáveis dependentes estudadas.

Como conclusões gerais, pode-se afirmar que a primeira hipótese é suportada tendo como variável dependente os *cash flows* operacionais (CFO) e a variação de resultados ( $\Delta$  EARN), uma vez que os *discretionary accruals* estão negativamente relacionados com as variáveis dependentes, permitindo por isso concluir que as empresas analisadas na globalidade apresentam uma gestão de resultados oportunista.

Este estudo realizado com as 35 empresas cotadas portuguesas, permite então concluir que as empresas de maior capitalização estão positivamente relacionadas com a rentabilidade futura, indo ao encontro do estudo realizado por Alberth e Richardson (1990). A relação positiva entre as *Big Four* e a rentabilidade também é comprovada, ou seja, as empresas que recorrem às maiores auditoras portuguesas tendem a ter uma melhor rentabilidade, e testa-se também que a existência de comissões internas de auditoria nas empresas, também está associada a uma maior rentabilidade.

Por outro lado, não se conseguiu provar qualquer associação entre a estrutura organizativa e a rentabilidade das empresas, ou seja, uma empresa ser não familiar não é estatisticamente relevante para nenhuma das variáveis dependentes analisadas no período considerado.

A existência de investidores institucionais nas várias empresas, também não apresenta qualquer relação com a rentabilidade obtida por estas, não se podendo chegar a uma conclusão sobre a hipótese 1c).

Outra das variáveis explicativas que não é estatisticamente relevante, e com isso não consegue explicar as várias variáveis dependentes utilizadas nas 4 regressões lineares realizadas, é a presença de membros independentes na comissão executiva. Desta maneira, não se pode concluir se uma maior proporção de membros independentes no conselho de administração está positivamente relacionada com a rentabilidade futura.

#### 4 Conclusões

O objectivo deste estudo foi identificar o tipo de gestão de resultados seguido pelas empresas cotadas portuguesas consideradas na amostra, e verificar se as práticas de Governo das Sociedades (existência de comissão de auditoria interna e independência dos membros do conselho de administração), bem como a dimensão da empresa, a estrutura organizacional e institucional e a auditoria externa, influenciam a rentabilidade futura das empresas.

Com o objectivo de atingir os resultados esperados, através do Modelo de Regressão Linear Múltiplo realizaram-se 4 regressões lineares, tendo como variáveis dependentes o CFO, o CFO t+1, o NDNI<sub>t+1</sub> e a  $\Delta$  EARN.

Este estudo permite evidenciar que as empresas listadas na Euronext Lisboa analisadas (35 empresas) a nível geral apresentam uma gestão de resultados oportunista, uma vez que os *discretionary accruals* relacionam-se negativamente com os *cash flows* operacionais, o resultado *non-discretionary* e a variação de resultados. Pode-se por isso afirmar que as empresas maximizam os seus resultados.

Relativamente às outras variáveis explicativas estudadas, DFAM, INST, SIZE, AUDIT, BOD e AUDCOM, observou-se que algumas são estatisticamente significativas para explicar a rentabilidade futura das empresas. Para o período compreendido entre 2003 a 2007, verificou-se que a dimensão da organização, a presença das *Big Four* na auditoria das empresas e a existência de comissões de auditoria interna são relevantes para explicar a rentabilidade e a gestão de resultados das empresas analisadas.

Através deste estudo concluiu-se que as empresas de maior dimensão estão associadas a maiores rentabilidades, se a auditoria for exercida pelas *Big Four* as empresas tendem também a ter maiores rentabilidades, assim como se cumprirem a recomendação da CMVM sobre a existência de comissões internas de auditoria.

Neste mesmo estudo não se verificou qualquer evidência entre a estrutura organizativa, empresa familiar ou não familiar, a presença de investidores institucionais nas empresas, e a presença de administrações independentes na comissão executiva, e a rentabilidade futura da empresa e o tipo de gestão de resultados.

#### 4.1 Limitações

Neste estudo existiram algumas limitações que impediram uma maior amostra. A amostra ser constituída por 35 empresas, pode ter limitado o estudo. Apenas foram consideradas estas empresas, por falta de dados de algumas e por as instituições bancárias e seguradoras terem uma actividade claramente distinta o que pode motivar diferenças na gestão de resultados e nos seus determinantes. No entanto, tendo em conta todas as empresas portuguesas, já se pode considerar as 35 empresas estudadas como uma amostra suficiente.

O período de análise restringiu-se aos anos entre 2002 e 2007, uma vez que muitas empresas passaram a estar cotadas na Euronext Lisboa mais recentemente, e um período mais alargado iria reduzir o número de empresas analisadas. Os Relatórios de Contas das empresas em anos mais remotos também forneciam muito menos informação que os actuais, não disponibilizando toda a informação necessária para este estudo, como é o exemplo das práticas de Governo das Sociedades, uma vez que anteriormente não eram obrigatórias. Apesar desta limitação, este período foi bastante interessante de ser analisado, devendo-se sobretudo às condições económicas e políticas que o caracterizaram.

Os dados disponibilizados pelas empresas não permitem também uma análise mais profunda a nível interno de cada uma das empresas.

#### 4.2 Recomendações

Um estudo que poderia ser interessante consistiria na análise de dois períodos distintos, um mais remoto e outro mais recente, para estudar de que maneira a introdução das práticas do Governo das Sociedades influenciam a gestão de resultados e alteram, ou não, a confiança e fiabilidade dos utilizadores na informação reportada pelas empresas.

No futuro, um estudo similar tendo como base um período mais alargado de tempo, pode dar diferentes conclusões, uma vez, que apenas recentemente as práticas de Governo das Sociedades passaram a ser utilizadas por todas as empresas cotadas em Portugal e a informação a estar totalmente disponível a qualquer utilizador.

Um estudo similar com as empresas portuguesas não cotadas, poderia despoletar o interesse de académicos das ciências sociais. Este estudo permitiria analisar as diferenças existentes entre as empresas cotadas e não cotadas, e verificar se a obrigatoriedade das recomendações da CMVM têm alguma influência nas empresas.

Adicionalmente, também se poderia realizar uma investigação comparativa com outro país, de modo a analisar diferenças existentes e o porquê dessas mesmas diferenças. Por último, uma análise similar à realizada, mas tendo como amostra instituições bancárias e seguradoras, e tendo em atenção as suas próprias normas de elaboração das demonstrações financeiras seria bastante interessante.

## 5 Referências Bibliográficas

- Aguiar, M. (10 Novembro de 2005), Gestão & Gestores, *Diário Económico* , 35.
- Albrecht, W., e Richardson, F. (1990), Income smoothing by economy sector, *Journal of Business Finance and Accounting*, 17 (5) , 713-730.
- Alves, C. (2005), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*. Coimbra: Almedina.
- Alves, J. (Abril/Junho de 2007), Governo das Sociedades e Custos de Financiamento, *Revisores & Auditores* .
- Anderson, R., Mansi, A., e Reeb, D. (2003), Founding family ownership and the agency cost of debt, *Journal of Financial Economics* 68 , 263-285.
- Balsam, S., Bartov, E., e Marquardt, C. (2002), Accruals management, investor sophistication, and equity valuation: Evidence from 10-Q filings, *Journal of Accounting Research*, 40 (4) , 987-1012.
- Beasley, M. (1996), An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud, *Accounting Review*, 71 , pp. 433-465.
- Becker, C., Dechow, M., Jiambalvo, J., e Subramanyam, K. (1998), The Effect of Audit Quality on Earnings Management, *Contemporary Accounting Research Vol.15* , pp. 1-24.
- Brickley, J., Coles, J., e Terry, R. (1994), Outside directors and the adoption poison pills, *Journal of Financial Economics*, 35 , pp. 371-390.
- Burgstahler, D., e Dichev, I. (1997), Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics*, 24 , 99-126.
- Bushee, B. (1998), The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior, *The Accounting Review*, 3 , 305-333.
- Chtourou, S., Bédard, J., e Courteau, L. (Abril 2001), *Corporate Governance and Earnings Management*.
- Committee, C. (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee.
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J., e Ellstrand, A. (1999), Number of directors and financial performance: A meta-analysis, *Academy of Management Journal* 42 , 674-686.
- Dechow, P., Sloan, R., e Sweeney, A. (1996), Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, *Contemporary Accounting Research* , pp. 1-36.

Fama, E., e Jensen, M. (1983), Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26 , pp. 301-325.

Fernandes, N., e Ferreira, M. (Outubro 2007), The evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis.

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

Guercio, D., e Hawkins, J. (1999), The motivation and impact of pension fund activism, *Journal of Financial Economics*, 52 , pp. 293-340.

Gul, F., Leung, S., e Srinidhi, B. (Julho 2000), The effect of investment opportunity set and debt level on earnings-returns relationship and the pricing of discretionary accruals.

Hartzell, J., e Starks, L. (2003), Institutional Investors and Executive Compensation, *Journal of Finance*, 58 , pp. 2351-2374.

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

Jiambalvo, J., Rajgopal, S., e Venkatachalam, M. (2002), Institutional ownership and the extend to which stock prices reflect future earnings?, *Contemporary Accounting Research*, 19 (1) , 117-145.

Kim, J., e Yi, C. (Janeiro 2005), Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea.

Klein, A. (Outubro de 2006), Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management, *LAW & ECONOMICS RESEARCH PAPER SERIES* , pp. 6-42.

Klein, A. (2002), Audit committee, board of directors characteristics and earnings management, *Journal of Accounting and Economics*, 33 , pp. 375-400.

Lee, B., e Choi, B. (2002), Company size, auditor type, and earnings management, *Journal of Forensic Accounting*, III , 27-50.

McConaughy, D., Matthews, C., e Fialko, A. (2001), Founding family controlled firms: Performance, risk, and value, *Journal of Small Business Management*, 39 (1) , 31-49.

Mendes, C., e Rodrigues, L. (2006), Estudo de práticas de earnings management nas empresas portuguesas cotadas em bolsa: Identificação de alisamento de resultados e seus factores explicativos, *Revista de Estudos Politécnicos*, Vol III, (5-6) , 145-173.

Moreira, J. (Outubro 2006), Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms.

Moreira, J., Gonçalves, H., e Oliveira, G. (2004), *Corporate Governance em Portugal*.

Moses, D. (1987), Income smoothing and incentives: Empirical using accounting changes, *The Accounting Review*, LXII (2) , 259-377.

Patton, A., e Baker, J. (1987), Why do Not Directors Rock the Boat?, *Harvard Business Review* 65 , 10-12.

Shleifer, A., e Vishny, R. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 , 737-783.

Siregar, S., e Utama, S. (2008), Type of earnings management and the effect of ownership structure, firme size, and corporate-governance practices: Evidence from Indonesia, *The International Journal of Accounting* , 1-27.

Subramanyam, K. (1996), The pricing of discretionary accruals, *Journal of Accounting and Economics*, 22 , 249-281.

Suehiro, A. (2001), Family business gone wrong? Ownership patterns and corporate performance in Thailand, *Unpublished Working Paper* .

Tehrani, H., Cornett, M., Marcus, A., e Saunders, A. (2006), *Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance*.

TSE Committee on Corporate Governance in Canada (TSE). (1994), *Where were the directors?*, Toronto.

Verschoor, C. (Setembro 1993), Benchmarking the audit committee, *Journal of Accounting* 176 , 59-64.

Wolnizer, P. (Março 1995), Are Audit Committees Red Herrings?, *Abacus* 31 , 45-66.

Yammitesri, J., e Lodh, S. (2001), The effects of ownership structure on firm performance: Evidence from Thailand, *Unpublished Working Paper* .

Fontes *on-line* consultados entre o período 5 de Janeiro a 11 de Janeiro 2009:

<http://www.cmvm.pt/>

<http://www.brisa.pt/PresentationLayer/homepageinvestidores.aspx?menuid=27&exmenuid=0>

<http://www.cimpor.pt/>

<http://www.atral.pt/>

<http://www.cires.pt/>

<http://www.cofina.pt/>

<http://www.compta.pt/>

<http://www.amorim.com/home.php>

<http://www.edp.pt/EDPI/Internet/PT/Group/AboutEDP/default.htm>



<http://www.estoril-solsgps.com/>

<http://www.fisipe.pt/>

<http://www.graopara.pt/PT/modules/home.php>

<http://www.impresa.pt/>

<http://www.inapa.pt/>

<http://www.jeronimomartins.pt/pt/homepage/index.html>

<http://www.lisgrafica.com/>

<http://www.lithoformas.pt/>

<http://www.mota-engil.pt/>

<http://www.novabase.pt/>

<http://www.orey.pt/>

<http://www.papelariafernandes.pt/>

<http://www.pararede.com/>

<http://www.portucelsoporcel.com/pt/>

<http://www.telecom.pt/InternetResource/PTSite/PT>

<http://www.reditus.pt/reditus/pt/>

<http://www.sag.pt/HTMLVersion/Common/HTML/defaultPT.htm>

<http://www.semapa.pt/default.asp?detectflash=false>

[http://www.soaresdacosta.pt/gca\\_idx.php?id\\_topo=4&id\\_gca=98&n=3](http://www.soaresdacosta.pt/gca_idx.php?id_topo=4&id_gca=98&n=3)

<http://www.sonaecom.pt/>

<http://www.sonae-industria-tafisa.com/index.php?ctx=2,0,4>

<http://www.sonae-industria-tafisa.com/index.php?ctx=2,0,4>

<http://www.sumolcompal.pt/>

<http://www.tduarte.pt/>

<http://www.toyotacaetano.pt/>

<http://www.vistaalegre.pt/>

<http://www.zon.pt/Erro.aspx?aspxerrorpath=/microsites/invstidores/index.aspx>

# ANEXOS

## 7 Índice de Anexos

Anexo 1 – Quadro de Caracterização das empresas analisadas .....	47
Anexo 2 – Pressupostos do Modelo de Regressão Linear Múltiplo.....	50
Anexo 3– Estatística Descritiva.....	59
Anexo 4 – Correlações .....	65
Anexo 5 – Regressão Linear.....	71

**Anexo 1 – Quadro de Caracterização das empresas analisadas**

**Tabela 11 – Caracterização das empresas analisadas**

<b>Empresa</b>	<b>Actividade Principal / Posicionamento</b>	<b>Ano de Formação</b>	<b>Capital Social actual</b>
<b>BRISA – Auto-Estradas de Portugal, S.A.</b>	Construção, conservação e exploração de auto-estradas e respectivas áreas de serviço, em regime de concessão; realização de infra-estruturas de equipamento social.	Setembro de 1972	600.000.000€
<b>CIMPOR – Cimentos de Portugal, S.G.P.S., S.A.</b>	Produção, comercialização e desenvolvimento de materiais de construção.	1976	672.000.000€
<b>Cipan – Companhia Industrial Produtora de Antibióticos, S.A.</b>	Fabricação de Produtos farmacêuticos de base.	Janeiro de 1960	18.500.000€
<b>Companhia Industrial de Resinas Sintéticas, CIRES, S.A.</b>	Fabricação e comercialização de resinas sintéticas.	1960	15.000.000€
<b>COFINA, S.G.P.S., S.A</b>	Área dos <i>média</i> e conteúdos.	1995	25.641.459€
<b>COMPTA – Equipamentos e Serviços de Informática, S.A.</b>	Prestação de serviços de concepção e implementação de soluções de informática, telemática e telecomunicações, bem como de importação, produção e comercialização de equipamentos com eles relacionados.	1972	11.500.000€
<b>Corticeira Amorim, S.G.P.S., S.A.</b>	Produção de rolhas.	1870	133.000.000€
<b>EDP – Energias de Portugal, S.A.</b>	Produção, dinamização e gestão de empreendimentos e actividades na área do sector energético, tanto a nível nacional, como internacional.	1976	3.656.537.715 €
<b>Estoril Sol, S.G.P.S., S.A.</b>	Exploração da concessão em exclusivo da zona permanente de jogos de fortuna e azar do Estoril, abrangendo também os ramos de comércio ou indústria dele afins.	Junho de 1958	59.968.420€
<b>FISIPE – Fibras Sintéticas de</b>	Produção e venda de fibras acrílicas e respectiva comercialização.	1973	15.500.000€

<b>Portugal, S.A.</b>			
<b>GLINTT – GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES SGPS, S.A.</b>	Sector das Tecnologias de Informação.	1991	86.962.868€
<b>Imobiliária Construtora Grão Pará, S.A.</b>	Sector da construção civil.	1960	12.500.000€
<b>IMPRESA – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.</b>	Grupo de média Português, desde a produção de jornais e revistas, até à televisão portuguesa SIC.	1972	84.000.000€
<b>INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.</b>	Distribuição de papel.	Março de 1965	150.000.000€
<b>Jerónimo Martins, S.G.P.S, S.A.</b>	Ramo alimentar, nos sectores da Distribuição e da Indústria.	1972	629.293.220 €
<b>Lisgráfica – Impressão e Artes Gráficas, S.A.</b>	Impressão e acabamento de revistas, suplementos, folhetos, catálogos e listas telefónicas.	1973	9.334.831€
<b>Litho Formas Portuguesa – Impressos Contínuos e Múltiplos, S.A.</b>	Concepção, produção e comercialização de todo o tipo de formulários comerciais.	Dezembro de 1966	2.500.000€
<b>MOTA ENGIL, S.G.P.S, S.A.</b>	Área da engenharia e construção.	2000	204.635.695€
<b>Novabase S.G.P.S., S.A.</b>	Consulting, Infrastructures & Managed Services, Digital TV e Capital.	1989	15.700.697€
<b>Sociedade Comercial Orey Antunes, S.A.</b>	Área de navegação e transportes internacionais.	1886	13.640.834€
<b>Papelaria Fernandes – Industria e Comércio, S.A.</b>	Comércio de papelaria, incluindo mobiliário e material de escritório e informático, livraria e indústrias gráficas e de transformação de papel.	1891	13.750.000€
<b>Portucel – Empresa Produtora de Pasta e Papel, S.A.</b>	Produção e comercialização de pastas celulósicas e de papel e seus derivados e afins.	1953	767.500.000€
<b>Portugal Telecom, SGPS S.A.</b>	Operador global de telecomunicações.	1994	26.895.375€
<b>Reditus – Sociedade Gestora de Participações Sociais, S.A.</b>	Prestação de Serviços de Outsourcing.	1966	32.500.000€

<b>SAG GEST – Soluções Automóvel Globais, S.G.P.S., S.A.</b>	Sector automóvel.	1998 entrada na bolsa	169.764.398€
<b>SEMAPA – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A.</b>	Cimentos e seus Derivados, Papel e Pasta de Papel.	Junho de 1991	118.332.445€
<b>Grupo Soares da Costa, S.G.P.S., S.A.</b>	Sector da construção e obras públicas em Portugal.	1918	160.000.000€
<b>SONAECOM – S.G.P.S., S.A.</b>	Área da Telecomunicações, Media e Software e Sistemas de Informação (SSI).	1994	366.246.868€
<b>Sonae Indústria, SGPS, S.A.</b>	Sector dos derivados de madeira.	1990	700.000.000€
<b>Sonae - SGPS, S.A.</b>	Gere activamente uma carteira de negócios centrada no consumidor, dividida em três segmentos: retalho, centros comerciais e telecomunicações.	1959	2.000.000.000 €
<b>SUMOL + COMPAL, S.A.</b>	Actividades agro-industriais, alimentares e de bebidas, indústrias subsidiárias daquelas, incluindo as do frio, ou com elas conexas e actividades comerciais.	1945	100.092.500€
<b>TEIXEIRA DUARTE – Engenharia e Construções, S.A.</b>	Área da construção.	1921	210.000.000€
<b>Toyota Caetano Portugal, S.A.</b>	Importação, fabricação e comercialização de viaturas automóveis, bem como as suas respectivas peças e acessórios; Importação e comercializa cão de máquinas industriais e correspondentes peças e acessórios.	1946	35.000.000€
<b>VAA – Vista Alegre Atlantis SGPS, S.A.</b>	Fabricação de porcelana.	1824 / Maio 2001	29.007.998€
<b>ZON MULTIMÉDIA – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, S.G.P.S., S.A.</b>	Serviços de telecomunicações e entretenimento.	Julho de 1999	3.090.968,28€

Fonte: Elaboração própria

## Anexo 2 – Pressupostos do Modelo de Regressão Linear Múltiplo

### Variável dependente CFO:

b) Normalidade: os  $e_i$  seguem distribuição aproximadamente normal

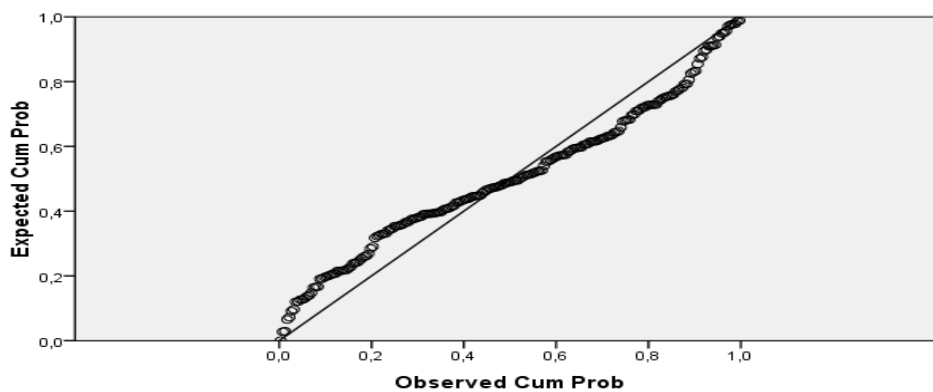
Tabela 12 – Teste de Normalidade (CFO)

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>		
	N	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	Sig
Resíduos não estandardizados	210	1,5931	0,0125

Gráfico 3 – Normal P-P Plot (CFO)

### Normal P-P Plot da Regressão residual estandardizada

#### Variável Dependente: CFO



Tendo em atenção o valor do teste *Kolmogorov - Smirnov*, cuja probabilidade associada 0,0125 é inferior a 5% (nível de significância considerado por defeito), e o Normal P-P Plot verifica-se que se viola a hipótese de normalidade dos erros, no entanto, a inferência estatística (Teste F e T) continuam assintoticamente válida face à dimensão da amostra (grande amostra)

c) O valor esperado dos resíduos é nulo:  $E[e_i] = 0$

**Tabela 13 – Valor esperado dos resíduos (CFO)**

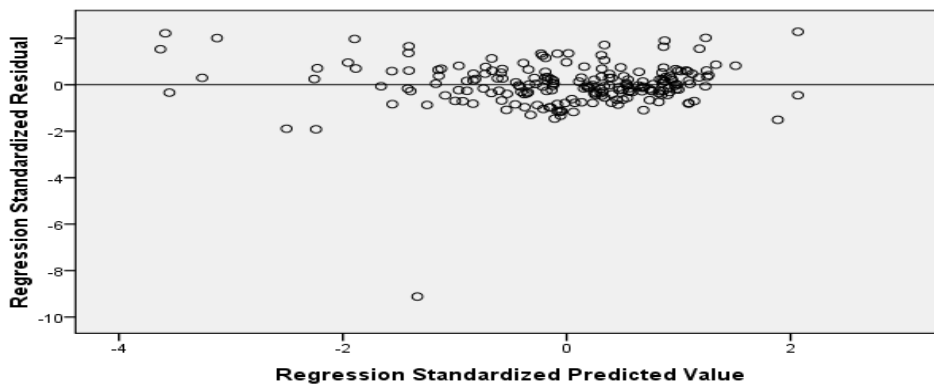
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
<b>Valor Predito</b>	-,1897	,1708	,0401	,06331	210
<b>Residual</b>	-,56999	,14247	<b>,00000</b>	,06130	210
<b>Valor Predito Padrão</b>	-3,630	2,066	,000	1,000	210
<b>Padrão Residual</b>	-9,118	2,279	,000	,981	210

a. Variável Dependente: CFO

Verifica-se que o valor esperado dos resíduos é nulo, uma vez que a média dos resíduos é nula.

d) Homocedasticidade: a variância dos  $e_i$  é constante, i.e,  $\text{var}(e_i) = \sigma^2$

**Gráfico 4 – Scatterplot (CFO)**  
**Variável Dependente: CFO**



Verifica-se a homocedasticidade dos erros, uma vez que a dispersão é relativamente constante em torno do eixo das abcissas.



e) Independência das variáveis aleatórias residuais:  $cov(e_i, e_j) = 0$ , para  $i \neq j$

**Tabela 14 – Teste de *Durbin-Watson* (CFO)**

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	<i>Durbin-Watson</i>
1	,718 <sup>a</sup>	,516	,497	,06251	<b>2,060</b>

a. Variáveis Independentes: (Constante), AUDCOM, BOD, DAC, SIZE, DFAM, INST, AUDIT, NDAC

b. Variável Dependente: CFO

Uma vez que o valor do teste de *Durbin-Watson* encontra-se próximo de 2, não existem problemas de autocorrelação de 1<sup>a</sup> ordem.

f) Inexistência de multicolinearidade: as variáveis independentes não estão fortemente correlacionadas

**Tabela 15 – Matriz de Coeficientes (CFO)**

Modelo	Coeficientes Não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig.	Colinearidade Estatística	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constante)	,011	,012		,925	,356		
NDAC	-2,725	,277	-,538	-9,843	,000	,806	1,241
DAC	-,431	,057	-,391	-7,500	,000	,887	1,128
DFAM	,003	,009	,015	,290	,772	,937	1,067
INST	-,071	,254	-,014	-,280	,780	,907	1,102
SIZE	,023	,012	,094	1,856	,065	,934	1,070
AUDIT	,033	,010	,179	3,336	,001	,833	1,200
BOD	,006	,016	,019	,374	,709	,947	1,056
AUDCOM	,020	,010	,111	1,966	,051	,748	1,336

a. Variável Dependente: CFO

Verifica-se a inexistência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, ou seja, as variáveis explicativas não estão fortemente correlacionadas.

**Variável dependente NDNI<sub>t+1</sub>:**

b) Normalidade: os  $e_i$  seguem distribuição aproximadamente normal

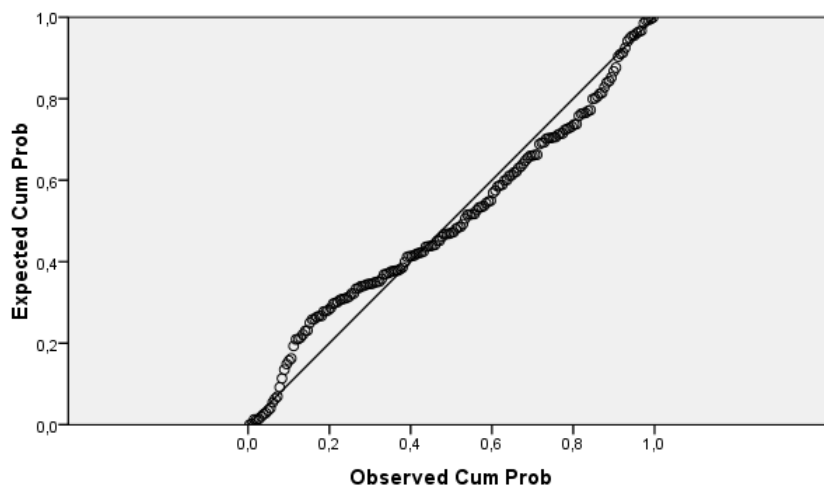
**Tabela 16 – Teste de Normalidade (NDNI<sub>t+1</sub>)**

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>		
	N	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	Sig
<b>Resíduos não estandardizados</b>	175	1,3005	0,0679

**Gráfico 5 – Normal P-P Plot (NDNI<sub>t+1</sub>)**

**Normal P-P Plot da Regressão residual estandardizada**

**Variável Dependente: NDNI t+1**



Verifica-se a normalidade dos erros tendo em conta o comportamento dos resíduos e o valor do teste K-S cuja probabilidade associada sig (0,0679) é superior a 5% (nível de significância considerado por defeito), logo o valor está na região de aceitação e pode-se assumir a normalidade da distribuição.

c) O valor esperado dos resíduos é nulo:  $E[e_i] = 0$

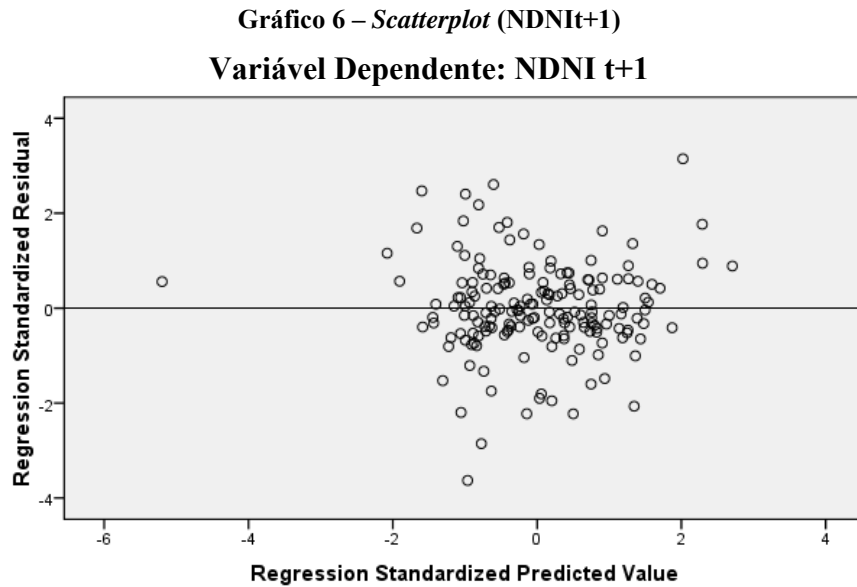
**Tabela 17 – Valor esperado dos resíduos (NDNI<sub>t+1</sub>)**

	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
<b>Valor Predito</b>	-,17391	,17605	,05624	,04427	175
<b>Residual</b>	-,21169	,18340	,00000	,05679	175
<b>Valor Predito Padrão</b>	-5,199	2,706	,000	1,000	175
<b>Padrão Residual</b>	-3,630	3,145	,000	,974	175

a. Variável Dependente: NDNI t+1

Verifica-se que o valor esperado dos resíduos é nulo, uma vez que a média dos resíduos é nula.

d) Homocedasticidade: a variância dos  $e_i$  é constante, i.e,  $\text{var}(e_i) = \sigma^2$



Como a dispersão é relativamente constante em torno do eixo das abcissas, constata-se a homocedasticidade dos erros.

e) Independência das variáveis aleatórias residuais:  $\text{cov}(e_i, e_j) = 0$ , para  $i \neq j$

**Tabela 18 – Teste de Durbin-Watson (NDNI t+1)**

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	Durbin-Watson
1	,615 <sup>a</sup>	,378	,344	,05831	2,099

a. Variáveis Explicativas: (Constante), AUDCOM, DAC, BOD, DFAM, SIZE, INST, AUDIT, NDAC, CFO

b. Variável Dependente: NDNI t+1

Como o teste de *Durbin-Watson* situa-se perto de 2, não existem problemas de autocorrelação de 1ª ordem.

f) Inexistência de multicolinearidade: as variáveis independentes não estão fortemente correlacionadas.

**Tabela 19 – Matriz de Coeficientes (NDNIt+1)**

Modelo	Coeficientes Não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	T	Sig.	Colinearidade Estatística	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constante)	,002	,012		,148	,883		
CFO	,343	,070	,421	4,873	,000	,505	1,981
NDAC	,005	,351	,001	,015	,988	,524	1,909
DAC	,032	,065	,035	,488	,626	,725	1,379
DFAM	,003	,009	,024	,381	,703	,944	1,059
INST	-,161	,253	-,041	-,635	,527	,899	1,113
Size	,035	,013	,180	2,787	,006	,900	1,111
Audit	,026	,010	,176	2,562	,011	,795	1,257
BOD	,002	,013	,009	,137	,891	,913	1,096
Audcom	,023	,011	,147	2,147	,033	,809	1,237

a. Variável Dependente: NDNIt+1

Através da tabela anterior pode-se verificar a inexistência de problemas de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, ou seja, as variáveis explicativas não estão fortemente correlacionadas.

**Variável dependente  $\Delta$  EARN:**

b) Normalidade: os  $e_i$  seguem distribuição aproximadamente normal

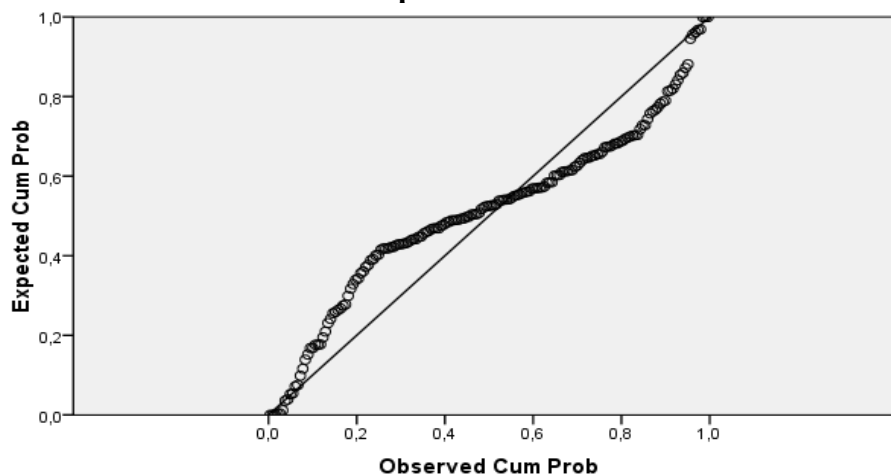
**Tabela 20 – Teste de Normalidade ( $\Delta$ EARN)**

	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>		
	N	<i>Kolmogorov-Smirnov</i>	Sig
<b>Resíduos não estandardizados</b>	175	2,9086	0,0000

**Gráfico 7 – Normal P-P Plot ( $\Delta$ EARN)**

**Normal P-P Plot da Regressão residual estandardizada**

**Variável Dependente:  $\Delta$  EARN**



Verifica-se que se viola a hipótese de normalidade dos erros, no entanto a inferência estatística (Teste F e T) continua assintoticamente válida face à dimensão da amostra.

c) O valor esperado dos resíduos é nulo:  $E[e_i] = 0$

**Tabela 21 – Valor esperado dos resíduos ( $\Delta$ EARN)**

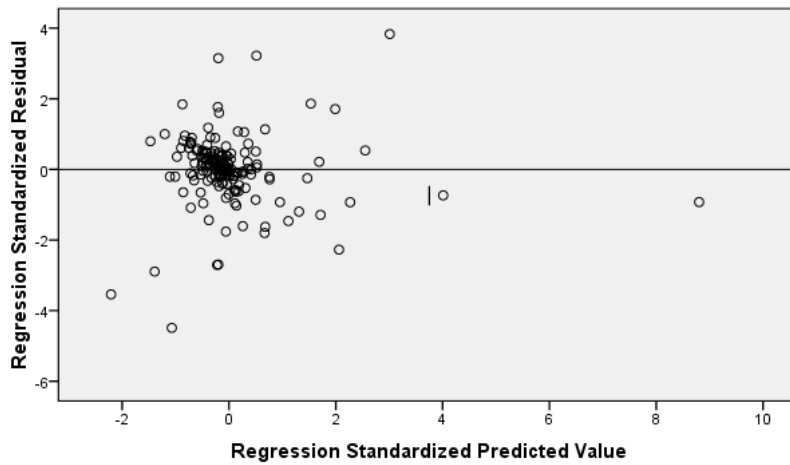
	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	N
<b>Valor Predito</b>	-,13073	,57677	,01119	,06426	175
<b>Residual</b>	-,21872	,18675	<b>,00000</b>	,04744	175
<b>Valor Predito Padrão</b>	-2,209	8,802	,000	1,000	175
<b>Padrão Residual</b>	-4,490	3,834	,000	,974	175

b. Variável Dependente:  $\Delta$  EARN

Verifica-se que o valor esperado dos resíduos é nulo, uma vez que a média dos resíduos é nula.

d) Homocedasticidade: a variância dos  $e_i$  é constante, i.e,  $\text{var}(e_i) = \sigma^2$

**Gráfico 8 – Scatterplot ( $\Delta\text{EARN}$ )**  
**Variável Dependente:  $\Delta\text{EARN}$**



A dispersão é relativamente constante em torno do eixo das abcissas.

e) Independência das variáveis aleatórias residuais:  $\text{cov}(e_i, e_j) = 0$ , para  $i \neq j$

**Tabela 22 – Teste de *Durbin-Watson* ( $\Delta\text{EARN}$ )**

Modelo	R	R <sup>2</sup>	R <sup>2</sup> ajustado	Erro padrão da estimativa	<i>Durbin-Watson</i>
1	,805 <sup>a</sup>	,647	,628	,048715	1,919

a. Variáveis Explicativas: (Constante), Audcom, DAC, BOD, DFAM, Size, INST, Audit, NDAC, CFO

b. Variável Dependente:  $\Delta\text{EARN}$

Como o valor do teste *Durbin-Watson* situa-se perto de 2, não existem problemas de autocorrelação de 1<sup>a</sup> ordem.

f) Inexistência de multicolinearidade: as variáveis independentes não estão fortemente correlacionadas

**Tabela 23 – Matriz de Coeficientes ( $\Delta$ EARN)**

Modelo	Coeficientes Não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig.	Colinearidade Estatística		
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerance	VIF	
	1	(Constante)	-,014					,010
	CFO	-,691	,059	-,766	-11,740	,000	,502	1,991
	NDAC	-1,556	,296	-,339	-5,261	,000	,514	1,944
	DAC	-,819	,055	-,814	-14,991	,000	,725	1,378
	DFAM	,015	,008	,096	2,020	,045	,944	1,060
	INST	-,077	,213	-,018	-,361	,718	,886	1,128
	Size	,024	,010	,111	2,288	,023	,908	1,101
	Audit	,004	,009	,023	,450	,653	,795	1,258
	BOD	-,004	,011	-,018	-,365	,716	,928	1,078
	Audcom	,015	,009	,095	1,773	,078	,750	1,333

a. Variável Dependente:  $\Delta$  EARN

Como se observa na tabela não se verificam problemas de multicolinearidade.

### Anexo 3– Estatística Descritiva

Analisando os diferentes anos verifica-se que a média dos *cash flows* operacionais (CFO t+1) foi mais elevada em 2004, sendo o ano de 2006 o ano que apresentou uma média mais baixa, seguido de 2007.

Em todos os anos, pelo menos uma empresa não incluía no seu conselho de administração nenhum membro independente, e pelo contrário pelo menos uma formava o seu conselho de administração somente por membros independentes (variável BOD).

Também em todos os anos analisados, pelo menos uma empresa não possuía qualquer acção própria (variável INST). Verifica-se também que 2007 foi o ano em que o máximo de acções próprias detidas pelas empresas, foi mais reduzido.

Relativamente às variáveis binárias, verifica-se que a proporção de empresas não familiares, a existência das *Big Four* na auditoria externa e, a presença de comissão de auditoria interna tem vindo a aumentar desde 2003 até 2007. A presença de uma comissão de auditoria interna, foi uma das práticas do Governo das Sociedades que mais evoluiu neste período de tempo, pois em 2003 a maioria das 35 empresas analisadas não possuía este departamento.



Tabela 24 – Análise Descritiva 2007

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFOt+1</b>	35	,033697	,0873083	,049725	-,1476	,3133
<b>NDNIt+1</b>	35	,047481	,0829939	,057744	-,1187	,3291
<b>Δ EARN</b>	35	,009308	,0512410	,004948	-,0784	,2221
<b>NDAC</b>	35	,013784	,0176102	,009000	,0002	,0803
<b>DAC</b>	35	-,029427	,0793009	-,033844	-,2762	,2334
<b>BOD</b>	35	,164857	,2892930	,000000	,0000	1,0000
<b>INST</b>	35	,008857	,0151019	,000000	,0000	,0600
<b>SIZE</b>	35	,356286	,3252156	,240000	,0600	1,3800
<b>Obser. Válidas</b>	35					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	60,0%	40,0%
<b>AUDIT</b>	68,6%	31,4%
<b>AUDCOM</b>	62,9%	37,1%

CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

Tabela 25 – Análise Descritiva 2006

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFOt+1</b>	35	,030243	,0803498	,039881	-,2060	,2120
<b>NDNIt+1</b>	35	,042979	,0709089	,042894	-,1444	,2278
<b>Δ EARN</b>	35	,004666	,0516077	,002282	-,0877	,2003
<b>NDAC</b>	35	,013784	,0176102	,009000	,0002	,0803
<b>DAC</b>	35	-,032475	,0655903	-,032525	-,1958	,1544
<b>BOD</b>	35	,218097	,3439833	,000000	,0000	1,0000
<b>INST</b>	35	,011666	,0212018	,001900	,0000	,0957
<b>SIZE</b>	35	,386571	,3444940	,250000	,0500	1,4300
<b>Obser. Válidas</b>	35					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	60,0%	40,0%
<b>AUDIT</b>	65,7%	34,3%
<b>AUDCOM</b>	62,9%	37,1%

CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

Tabela 26 – Análise Descritiva 2005

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFOt+1</b>	35	,047253	,0608606	,044059	-,0579	,2448
<b>NDNI<sub>t+1</sub></b>	35	,061208	,0563037	,060054	-,0555	,2606
<b>Δ EARN</b>	35	-,003787	,0786404	,005040	-,3032	,2330
<b>NDAC</b>	35	,013784	,0176102	,009000	,0002	,0803
<b>DAC</b>	35	-,051226	,0597092	-,033450	-,2413	,0379
<b>BOD</b>	35	,221557	,3148137	,000000	,0000	1,0000
<b>INST</b>	35	,010634	,0206275	,001000	,0000	,0890
<b>SIZE</b>	35	,412571	,4256368	,250000	,0400	2,1200
<b>Obser. Válidas</b>	35					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	51,4%	48,6%
<b>AUDIT</b>	65,7%	34,3%
<b>AUDCOM</b>	51,4%	48,6%

CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNI<sub>t+1</sub> = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

Tabela 27 – Análise Descritiva 2004

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFOt+1</b>	35	,064953	,0694443	,069584	-,0873	,1971
<b>NDNIt+1</b>	35	,080669	,0651800	,083195	-,0737	,2129
<b>Δ EARN</b>	35	,035960	,0829973	,016004	-,1351	,3914
<b>NDAC</b>	35	,013784	,0176102	,009000	,0002	,0803
<b>DAC</b>	35	-,073970	,1003014	-,074707	-,4605	,2306
<b>BOD</b>	35	,334926	,3406851	,333300	,0000	1,0000
<b>INST</b>	35	,009529	,0196368	,000100	,0000	,0905
<b>SIZE</b>	35	,412000	,3408277	,310000	,0600	1,2200
<b>Obser. Válidas</b>	35					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	54,3%	45,7%
<b>AUDIT</b>	65,7%	34,3%
<b>AUDCOM</b>	54,3%	45,7%

CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

Tabela 28 – Análise Descritiva 2003

	Nº Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
<b>CFOt+1</b>	35	,035094	,0893622	,046004	-,2368	,1783
<b>NDNIt+1</b>	35	,048879	,0790115	,059120	-,1981	,1941
<b>Δ EARN</b>	35	,009778	,1156406	-,001994	-,2764	,5317
<b>NDAC</b>	35	,013784	,0176102	,009000	,0002	,0803
<b>DAC</b>	35	-,067640	,0765995	-,058549	-,2827	,1994
<b>BOD</b>	35	,405946	,3470798	,400000	,0000	1,0000
<b>INST</b>	35	,008751	,0146227	,001800	,0000	,0671
<b>SIZE</b>	35	,429143	,3774712	,300000	,0500	1,3200
<b>Obser. Válidas</b>	35					

	Dummy = 1	Dummy = 0
<b>DFAM</b>	57,1%	42,9%
<b>AUDIT</b>	60,0%	40,0%
<b>AUDCOM</b>	48,6%	51,4%

CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro, NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

## Anexo 4 – Correlações

Tabela 29 – Correlações 2007

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
<b>CFO</b>	1,0000	(0,3398)	(0,7920)	0,1432	0,0746	0,2851	0,4549	(0,1598)	0,6255
		<b>0,0229**</b>	<b>0,0000***</b>	<b>0,2059</b>	<b>0,3350</b>	<b>0,0485**</b>	<b>0,0030***</b>	<b>0,1796</b>	<b>0,0000***</b>
<b>NDAC</b>		1,0000	(0,0115)	(0,0001)	(0,1299)	0,0146	(0,1628)	(0,1406)	(0,4113)
			<b>0,4739</b>	<b>0,4999</b>	<b>0,2285</b>	<b>0,4669</b>	<b>0,1750</b>	<b>0,2103</b>	<b>0,0071***</b>
<b>DAC</b>			1,0000	(0,0967)	0,0455	(0,2184)	(0,2938)	0,2100	(0,3552)
				<b>0,2903</b>	<b>0,3977</b>	<b>0,1038</b>	<b>0,0433**</b>	<b>0,1130</b>	<b>0,0181**</b>
<b>DFAM</b>				1,0000	0,0157	(0,0240)	0,2010	0,1591	(0,0241)
					<b>0,4644</b>	<b>0,4455</b>	<b>0,1235</b>	<b>0,1806</b>	<b>0,4453</b>
<b>INST</b>					1,0000	(0,0440)	0,2375	(0,1623)	0,2985
						<b>0,4009</b>	<b>0,0848*</b>	<b>0,1758</b>	<b>0,0408**</b>
<b>SIZE</b>						1,0000	0,0613	(0,1198)	(0,0108)
							<b>0,3633</b>	<b>0,2466</b>	<b>0,4756</b>
<b>AUDIT</b>							1,0000	(0,3360)	0,3712
								<b>0,0242**</b>	<b>0,0141**</b>
<b>BOD</b>								1,0000	(0,1860)
									<b>0,1424</b>
<b>AUDCOM</b>									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%

Tabela 30 – Correlações 2006

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
<b>CFO</b>	1,0000	(0,6148)	(0,6391)	0,0043	(0,0439)	0,2122	0,3264	(0,1987)	0,6266
		<b>0,0000<sup>***</sup></b>	<b>0,0000<sup>***</sup></b>	<b>0,4903</b>	<b>0,4012</b>	<b>0,1106</b>	<b>0,0278<sup>**</sup></b>	<b>0,1262</b>	<b>0,0000<sup>***</sup></b>
<b>NDAC</b>		1,0000	0,1371	0,0452	0,0418	0,0772	(0,1124)	0,0687	(0,4113)
			<b>0,2162</b>	<b>0,3982</b>	<b>0,4057</b>	<b>0,3297</b>	<b>0,2602</b>	<b>0,3475</b>	<b>0,0071<sup>***</sup></b>
<b>DAC</b>			1,0000	(0,0837)	(0,0776)	(0,0795)	(0,2154)	0,0053	(0,2696)
				<b>0,3164</b>	<b>0,3288</b>	<b>0,3249</b>	<b>0,1070</b>	<b>0,4880</b>	<b>0,0586<sup>*</sup></b>
<b>DFAM</b>				1,0000	0,1136	0,0828	0,1474	0,0665	(0,0241)
					<b>0,2578</b>	<b>0,3182</b>	<b>0,1990</b>	<b>0,3521</b>	<b>0,4453</b>
<b>INST</b>					1,0000	(0,1577)	0,2396	0,2161	0,2794
						<b>0,1828</b>	<b>0,0828<sup>*</sup></b>	<b>0,1063</b>	<b>0,0520<sup>*</sup></b>
<b>SIZE</b>						1,0000	0,0725	(0,1156)	0,0166
							<b>0,3395</b>	<b>0,2542</b>	<b>0,4623</b>
<b>AUDIT</b>							1,0000	(0,1390)	0,3168
								<b>0,2129</b>	<b>0,0319<sup>**</sup></b>
<b>BOD</b>								1,0000	(0,1566)
									<b>0,1844</b>
<b>AUDCOM</b>									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%

Tabela 31 – Correlações 2005

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
CFO	1,0000	(0,3943)	(0,1003)	0,1402	(0,1209)	0,4739	0,2763	(0,1054)	0,3766
NDAC		1,0000	(0,5584)	0,1153	0,0491	0,0263	(0,1124)	0,1424	(0,3873)
DAC			1,0000	(0,0943)	0,2154	(0,1541)	0,0554	0,0401	0,1577
DFAM				1,0000	0,2047	0,1749	0,1411	0,1127	(0,0294)
INST					1,0000	(0,2148)	0,2751	0,2590	0,1307
SIZE						1,0000	0,0059	(0,0115)	0,0891
AUDIT							1,0000	(0,1632)	0,3820
BOD								1,0000	(0,2580)
AUDCOM									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%



Tabela 32 – Correlações 2004

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
<b>CFO</b>	1,0000	(0,3938)	(0,4019)	(0,0803)	0,0920	0,0522	0,3590	0,0067	0,4639
		<b>0,0096<sup>***</sup></b>	<b>0,0084<sup>***</sup></b>	<b>0,3233</b>	<b>0,2995</b>	<b>0,3828</b>	<b>0,0171<sup>**</sup></b>	<b>0,4847</b>	<b>0,0025<sup>***</sup></b>
<b>NDAC</b>		1,0000	(0,2544)	0,0285	0,0440	0,1343	(0,1124)	0,0134	(0,3403)
			<b>0,0701<sup>*</sup></b>	<b>0,4355</b>	<b>0,4010</b>	<b>0,2208</b>	<b>0,2602</b>	<b>0,4695</b>	<b>0,0227<sup>**</sup></b>
<b>DAC</b>			1,0000	0,3506	(0,0328)	0,2017	(0,2857)	0,1088	(0,1022)
				<b>0,0195<sup>**</sup></b>	<b>0,4258</b>	<b>0,1227</b>	<b>0,0481<sup>**</sup></b>	<b>0,2669</b>	<b>0,2795</b>
<b>DFAM</b>				1,0000	0,1338	0,0294	0,1830	0,0005	(0,1513)
					<b>0,2217</b>	<b>0,4335</b>	<b>0,1464</b>	<b>0,4988</b>	<b>0,1928</b>
<b>INST</b>					1,0000	(0,2292)	0,2169	0,2861	0,2894
						<b>0,0927<sup>*</sup></b>	<b>0,1054</b>	<b>0,0478<sup>**</sup></b>	<b>0,0459<sup>**</sup></b>
<b>SIZE</b>						1,0000	0,0760	(0,1894)	0,1472
							<b>0,3322</b>	<b>0,1379</b>	<b>0,1994</b>
<b>AUDIT</b>							1,0000	(0,1402)	0,3038
								<b>0,2109</b>	<b>0,0380<sup>**</sup></b>
<b>BOD</b>								1,0000	0,1296
									<b>0,2290</b>
<b>AUDCOM</b>									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%

Tabela 33 – Correlações 2003

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
<b>CFO</b>	1,0000	(0,6523)	(0,3827)	0,0035	0,1771	0,2591	0,3747	0,0277	0,2546
		<b>0,0000<sup>***</sup></b>	<b>0,0116<sup>**</sup></b>	<b>0,4920</b>	<b>0,1544</b>	<b>0,0664<sup>*</sup></b>	<b>0,0133<sup>**</sup></b>	<b>0,4373</b>	<b>0,0699<sup>*</sup></b>
<b>NDAC</b>		1,0000	(0,2730)	(0,0092)	(0,2176)	0,0603	(0,1016)	(0,0918)	(0,3219)
			<b>0,0563<sup>*</sup></b>	<b>0,4790</b>	<b>0,1046</b>	<b>0,3653</b>	<b>0,2808</b>	<b>0,3001</b>	<b>0,0297<sup>**</sup></b>
<b>DAC</b>			1,0000	0,0994	0,0268	(0,2927)	(0,1198)	0,2526	0,1255
				<b>0,2850</b>	<b>0,4392</b>	<b>0,0440<sup>**</sup></b>	<b>0,2465</b>	<b>0,0716<sup>*</sup></b>	<b>0,2363</b>
<b>DFAM</b>				1,0000	0,0131	0,0306	0,0000	0,0595	(0,0825)
					<b>0,4702</b>	<b>0,4308</b>	<b>0,5000</b>	<b>0,3671</b>	<b>0,3187</b>
<b>INST</b>					1,0000	(0,1143)	0,1308	0,1155	0,1536
						<b>0,2566</b>	<b>0,2270</b>	<b>0,2544</b>	<b>0,1892</b>
<b>SIZE</b>						1,0000	0,1517	(0,2188)	0,1820
							<b>0,1921</b>	<b>0,1033</b>	<b>0,1477</b>
<b>AUDIT</b>							1,0000	0,1324	0,3267
								<b>0,2241</b>	<b>0,0277<sup>**</sup></b>
<b>BOD</b>								1,0000	0,1791
									<b>0,1516</b>
<b>AUDCOM</b>									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%

Tabela 34 – Correlações 2002

	CFO	NDAC	DAC	DFAM	INST	SIZE	AUDIT	BOD	AUDCOM
<b>CFO</b>	1,0000	(0,6444)	0,1327	(0,1250)	0,1141	(0,1389)	0,3298	(0,3702)	0,2354
		<b>0,0000***</b>	<b>0,2237</b>	<b>0,2372</b>	<b>0,2569</b>	<b>0,2130</b>	<b>0,0265**</b>	<b>0,0143**</b>	<b>0,0867*</b>
<b>NDAC</b>		1,0000	(0,4144)	(0,0092)	(0,2290)	0,0338	(0,1016)	0,2953	(0,3144)
			<b>0,0067***</b>	<b>0,4790</b>	<b>0,0928*</b>	<b>0,4235</b>	<b>0,2808</b>	<b>0,0425**</b>	<b>0,0329**</b>
<b>DAC</b>			1,0000	0,0519	0,0746	(0,3728)	(0,0652)	0,0053	(0,0810)
				<b>0,3836</b>	<b>0,3351</b>	<b>0,0137**</b>	<b>0,3550</b>	<b>0,4879</b>	<b>0,3218</b>
<b>DFAM</b>				1,0000	(0,0474)	0,0324	0,0000	0,2120	(0,0512)
					<b>0,3935</b>	<b>0,4267</b>	<b>0,5000</b>	<b>0,1108</b>	<b>0,3851</b>
<b>INST</b>					1,0000	0,0778	0,0066	0,0311	(0,0769)
						<b>0,3284</b>	<b>0,4849</b>	<b>0,4295</b>	<b>0,3304</b>
<b>SIZE</b>						1,0000	0,1234	(0,0865)	0,1794
							<b>0,2400</b>	<b>0,3107</b>	<b>0,1512</b>
<b>AUDIT</b>							1,0000	(0,1117)	0,2655
								<b>0,2615</b>	<b>0,0616*</b>
<b>BOD</b>								1,0000	(0,1693)
									<b>0,1655</b>
<b>AUDCOM</b>									1,0000

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%

\*\* Nível de significância 5%

\* Nível de significância 10%

### Anexo 5 – Regressão Linear

Tabela 35 – Regressão Linear 2007 (Painel A e B)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	pValue
C	-0,0434	0,0622*
NDAC	-0,2055	0,0286**
DAC	-0,6209	0,0000***
DFAM	0,0611	0,4618
INST	-0,0291	0,7299
SIZE	0,1531	0,0653*
AUDIT	0,1307	0,1692
BOD	0,0438	0,6240
AUDCOM	0,2919	0,0072***
N	35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,7996	
F-statistic	17,9610	
p Value (F-statistic)	0,0000	

Variáveis	CFOt+1		NDNIt+1		Δ EARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
C	-0,0619	0,0395**	-0,0619	0,0395**	0,0012	0,9536
CFO	0,6510	0,0272**	0,6848	0,0272**	-0,9146	0,0150**
NDAC	0,1759	0,3054	0,3973	0,0338**	-0,2532	0,2439
DAC	0,1768	0,3246	0,1860	0,3246	-1,0193	0,0001***
DFAM	0,1220	0,2942	0,1283	0,2942	0,1073	0,4623
INST	-0,1108	0,4119	-0,1166	0,4119	-0,0466	0,7834
SIZE	0,1090	0,3867	0,1147	0,3867	-0,0029	0,9853
AUDIT	0,1871	0,1474	0,1968	0,1474	0,0659	0,6799
BOD	-0,0757	0,5324	-0,0796	0,5324	-0,1185	0,4395
AUDCOM	1,8027	0,0835*	0,3143	0,0835*	0,0623	0,7683
N	35		35		35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,5834		0,5390		0,3366	
F-statistic	6,2906		5,4165		2,9166	
p Value (F-statistic)	0,0001		0,0004		0,0166	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário, CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Tabela 36 – Regressão Linear 2006 (Painel A e B)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	pValue
C	-0,0115	0,5370
NDAC	-0,4069	0,0001***
DAC	-0,4735	0,0000***
DFAM	-0,0169	0,8349
INST	-0,1374	0,1382
SIZE	0,1674	0,0490**
AUDIT	0,0900	0,3082
BOD	-0,0539	0,5253
AUDCOM	0,3299	0,0023***
N	35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,7922	
F-statistic	17,1977	
p Value (F-statistic)	0,0000	

Variáveis	CFOt+1		NDNIt+1		ΔEARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
C	-0,0068	0,7746	-0,0090	0,7062	0,0141	0,3336
CFO	0,3595	0,0423**	0,4342	0,0316**	-0,6508	0,0004***
NDAC	-0,3708	0,0466**	-0,1608	0,4311	-0,0608	0,7193
DAC	-0,0800	0,6142	-0,0896	0,6191	-0,5889	0,0005***
DFAM	-0,0475	0,6966	-0,0622	0,6533	-0,0527	0,6474
INST	0,0115	0,9333	0,0229	0,8832	-0,1218	0,3527
SIZE	-0,0348	0,8024	-0,0392	0,8039	0,1055	0,4251
AUDIT	0,0621	0,6413	0,0783	0,6053	-0,1194	0,3466
BOD	0,0401	0,7505	0,0509	0,7221	-0,3237	0,0110**
AUDCOM	0,3613	0,0151**	0,3857	0,0214**	0,2667	0,0523*
N	35		35		35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,5726		0,4495		0,6183	
F-statistic	6,0604		4,0852		7,1200	
p Value (F-statistic)	0,0002		0,0025		0,0000	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário, CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Tabela 37 – Regressão Linear 2005 (Painel A e B)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	pValue
C	0,0007	0,9721
NDAC	-0,5527	0,0042***
DAC	-0,3679	0,0379**
DFAM	0,0761	0,5907
INST	-0,0277	0,8631
SIZE	0,4001	0,0084***
AUDIT	0,1871	0,2215
BOD	0,0563	0,7011
AUDCOM	0,1338	0,4091
N	35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,4175	
F-statistic	4,0466	
p Value (F-statistic)	0,0031	

Variáveis	CFOt+1		NDNIt+1		ΔEARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
C	-0,0042	0,8482	-0,0042	0,8458	-0,0378	0,0892*
CFO	0,6652	0,0010***	0,7136	0,0011***	-0,2474	0,0841*
NDAC	-0,0657	0,7142	0,2387	0,2253	-0,4083	0,0062***
DAC	0,3347	0,0999*	0,3564	0,1053	-0,9526	0,0000***
DFAM	0,0619	0,6707	0,0725	0,6457	0,0209	0,8521
INST	-0,1877	0,2008	-0,2049	0,1971	-0,0060	0,9569
SIZE	0,2688	0,0868*	0,2904	0,0874*	-0,0575	0,6250
AUDIT	0,1442	0,3358	0,1555	0,3376	0,2088	0,0768*
BOD	0,0388	0,7711	0,0393	0,7854	0,1161	0,2638
AUDCOM	-0,0136	0,9314	-0,0091	0,9578	-0,0635	0,6027
N	35		35		35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,5186		0,4360		0,7148	
F-statistic	5,0695		3,9206		10,4681	
p Value (F-statistic)	0,0006		0,0032		0,0000	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário, CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Tabela 38 – Regressão Linear 2004 (Painel A e B)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	pValue
C	0,0055	0,8400
NDAC	-0,5347	0,0031***
DAC	-0,6315	0,0013***
DFAM	0,1652	0,2948
INST	0,0477	0,7631
SIZE	0,2487	0,1279
AUDIT	0,0198	0,9034
BOD	0,0963	0,5082
AUDCOM	0,1735	0,3120
N	35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,4203	
F-statistic	4,0810	
p Value (F-statistic)	0,0029	

Variáveis	CFOt+1		NDNIt+1		ΔEARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
C	0,0460	0,1506	0,0397	0,2115	-0,0216	0,4018
CFO	0,6161	0,1233	0,6161	0,1466	-0,9724	0,0011***
NDAC	0,1809	0,6120	0,4222	0,2706	-0,3318	0,1793
DAC	0,2608	0,3584	0,2407	0,4249	-0,7940	0,0003***
DFAM	-0,1665	0,3031	-0,1497	0,3828	0,2271	0,0457**
INST	0,0795	0,6284	0,0697	0,6898	-0,0122	0,9129
SIZE	-0,0599	0,7444	-0,0527	0,7875	0,4092	0,0029***
AUDIT	0,1131	0,5500	0,1380	0,4935	-0,1136	0,3806
BOD	-0,0187	0,9144	0,0357	0,8474	0,0697	0,5589
AUDCOM	0,2250	0,2273	0,2594	0,1921	-0,0286	0,8197
N	35		35		35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,1838		0,0753		0,6204	
F-statistic	1,8507		1,3075		7,1738	
p Value (F-statistic)	0,1082		0,2821		0,0000	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário, CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%

Tabela 39 – Regressão Linear 2003 (Painel A e B)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	P Value
C	-0,0013	0,9479
NDAC	-0,7950	0,0000***
DAC	-0,5592	0,0000***
DFAM	0,0379	0,6396
INST	0,0021	0,9800
SIZE	0,1415	0,1196
AUDIT	0,2043	0,0249**
BOD	0,1045	0,2308
AUDCOM	-0,0395	0,6710
N	35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,7896	
F-statistic	16,9541	
p Value (F-statistic)	0,0000	

Variáveis	CFOt+1		NDNIt+1		ΔEARN	
	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue	Coefficiente	pValue
C	-0,0053	0,8601	-0,0052	0,8625	-0,0414	0,0861*
CFO	0,3623	0,0441**	0,4097	0,0441**	-0,8371	0,0000***
NDAC	-0,5155	0,0098***	-0,3610	0,0974*	-0,5221	0,0001***
DAC	-0,2119	0,1441	-0,2394	0,1443	-0,6844	0,0000***
DFAM	0,0307	0,7927	0,0345	0,7939	0,0514	0,4623
INST	-0,0066	0,9557	-0,0092	0,9462	-0,0066	0,9249
SIZE	0,2279	0,0894*	0,2581	0,0894*	0,1057	0,1793
AUDIT	0,1632	0,2027	0,1848	0,2024	0,0769	0,3197
BOD	0,0852	0,4994	0,0967	0,4986	0,1723	0,0279**
AUDCOM	0,0274	0,8307	0,0306	0,8328	0,0295	0,7035
N	35		35		35	
R <sup>2</sup> ajustado	0,5828		0,4664		0,8541	
F-statistic	6,2777		4,3018		23,1122	
p Value (F-statistic)	0,0001		0,0018		0,0000	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional (Painel A); CFOt+1 = *Cash Flow* operacional do ano seguinte às restantes variáveis, NDNIt+1 = Resultado *non-discretionary* do ano seguinte às restantes variáveis, ΔEARN = Variação de resultados de um ano para o outro (Painel B).

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário, CFO = *Cash Flow* operacional (Painel B).

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%



Tabela 40 – Regressão Linear 2002 (Painel A)

Variáveis	CFO	
	Coefficiente	P Value
<b>C</b>	0,1043	0,0248**
<b>NDAC</b>	-0,6734	0,0004***
<b>DAC</b>	-0,2122	0,1849
<b>DFAM</b>	-0,0843	0,5275
<b>INST</b>	-0,0119	0,9301
<b>SIZE</b>	-0,2284	0,1178
<b>AUDIT</b>	0,2739	0,0492**
<b>BOD</b>	-0,1507	0,2906
<b>AUDCOM</b>	-0,0560	0,7029
<b>N</b>	35	
<b>R<sup>2</sup> ajustado</b>	0,4503	
<b>F-statistic</b>	4,4814	
<b>p Value (F-statistic)</b>	0,0016	

Variável Dependente: CFO = *Cash Flow* Operacional.

Variáveis Independentes: NDAC = *Non-discretionary accruals*, DAC = *Discretionary Accruals*, DFAM = 1 se a empresa for não familiar, e 0 caso contrário, INST = Proporção de participação institucional, SIZE = Capitalização de mercado, AUDIT = 1 se a firma é auditada por uma auditora pertence às *Big Four*, e 0 caso contrário, BOD = Proporção de quadros independentes na comissão executiva, AUDCOM = 1 se a empresa tem uma comissão de auditoria interna, e 0 caso contrário.

\*\*\* Nível de significância 1%, \*\* Nível de significância 5%, \* Nível de significância 10%