



INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

**Política remunerativa e manipulação de resultados –
evidência nas empresas cotadas portuguesas**

Catarina Filipa Gonçalves Dias

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Professora Inna Choban de Sousa Paiva, Professor Assistente,
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Setembro 2021



**BUSINESS
SCHOOL**

**Política remunerativa e manipulação de resultados –
evidência nas empresas cotadas portuguesas**

Catarina Filipa Gonçalves Dias

Mestrado em Contabilidade

Orientador:

Professora Inna Choban de Sousa Paiva, Professor Assistente,
ISCTE Business School, Departamento de Contabilidade

Setembro 2021

Agradecimentos

A conclusão da presente dissertação é, sem dúvida, um dos momentos mais importantes da minha vida académica e pessoal. Esta apenas é possível devido à presença, motivação e apoio de inúmeras pessoas ao qual não posso deixar de expressar o meu sincero agradecimento.

Em primeiro lugar, gostava de agradecer aos meus pais, Cristina e Luís, e à minha irmã, Carolina, pelas palavras de incentivo e apoio incondicional neste percurso. Sem eles, este feito não teria sido possível.

Aos meus amigos e colegas, um sincero obrigada por não me deixaram desistir deste sonho e acreditarem em mim. Uma palavra de agradecimento à Catarina com quem partilhei ideias, conhecimentos e ensinamentos de forma a melhorar este trabalho.

Em seguida, agradeço à minha orientadora, Professora Dra. Inna de Sousa Paiva que sempre me auxiliou com o seu conhecimento durante este ano de trabalho. Mesmo perante a situação atípica que vivemos, mostrou-se sempre disponível e com uma palavra de encorajamento de forma a ultrapassar as dificuldades, dúvidas e contratempos.

Por último, agradeço ainda à ISCTE Business School, e a toda a comunidade ISCTE, pelo apoio durante todo o meu percurso dentro da instituição. Este trabalho é a conclusão de um longo percurso aprendizagem pessoal e académica.

A todos, o meu sincero obrigado!

Catarina

Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo analisar como o valor e estrutura das remunerações pagas aos membros do conselho de administração têm impacto no nível de manipulação de resultados observado nas entidades cotadas no Euronext entre 2014 e 2018. De forma à obtenção de conclusões, foram utilizados modelos de regressão linear para proceder ao cálculo de *accruals* discricionários e as características das remunerações obtidas através da recolha de dados através dos relatórios de contas das entidades em estudo e da base de dados *Wordscope Database*. Os resultados obtidos através do modelo de regressão elaborado mostram que o nível de manipulação de resultados é inferior quando a remuneração fixa paga aos administradores é maior. Em contrário, o nível de manipulação de resultados é superior quando a remuneração inclui uma componente variável. As conclusões obtidas permitem perceber como a estrutura e valor da remuneração influência comportamentos por parte dos gestores do conselho de administração das empresas cotadas portuguesas e, por consequência, a qualidade do reporte financeiro.

Palavras Chave: Política Remunerativa; Conselho de Administração; Manipulação de Resultados

JEL Classification System:

J30: Salários, remunerações e Custos de Trabalho: Geral

M41: Contabilidade

Abstract

This study has as main objective to analyse how the amount and structure of the remuneration paid to the members of the board of directors has an impact on the earnings management levels of the organization listed on the *Euronex* between the years of 2014 and 2018. To achieve the intended results, linear regressions were used to proceed with the calculation of discretionary accruals and the remuneration characteristics obtained from the financial report of the companies in this analysis and from the Wordscope Databased. The results show that, using the model of linear regression developed in this study, the level of earnings management is lower when the based salary is bigger. Otherwise, the level or earnings management is higher when the remuneration of the manager includes bonuses. The conclusions of this dissertation allow to understand how the structure and amount influences the behaviour of the members of the board of directors for the Portuguese listed companies and, therefore, the quality of the financial report.

Keywords: Remuneration Structure; Board of Directors; Earnings Management

JEL Classification System:

J30: Wages, Compensation, and Balor Costs: General

M41: Accounting

Índice

1. INTRODUÇÃO.....	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	5
2.1 Política remunerativa.....	5
2.1.1 Estrutura da remuneração	5
2.1.2 Regulamentação e órgãos reguladores	7
2.1.3 Política remunerativa e Teoria da Agência.....	9
2.2 Earnings Management – Manipulação de resultados.....	12
2.3 Manipulação de resultados e política remunerativa: desenvolvimento das hipóteses	15
3. METODOLOGIA	23
3.1 Paradigma de investigação	23
3.2 Seleção, descrição e caracterização da amostra	24
3.3 Variável dependente – <i>Accruals</i>	25
3.3.1 Modelo de Jones (1991)	26
3.3.2 Modelo Modificado de Jones (Dechow et al., 1995).....	27
3.3.3 Modelo de Kasznick (1999)	27
3.3.4 Modelo de Kothari et al., (2005)	28
3.4 Variáveis Independentes e de Controlo.....	29
3.5 Modelo Empírico	32
4. RESULTADOS	33
4.1 Estatísticas Descritivas.....	33
4.1.1 Proxy de Manipulação de resultados	33
4.1.2 Caracterização variáveis independentes e de controlo	34
4.2 Matriz de Correlação de <i>Pearson</i>	36
4.3 Resultados das Regressões.....	38
4.4 Análise de Hipóteses.....	39
4.5 Teste de Robustez	41
5. CONCLUSÃO	43

6. BIBLIOGRAFIA.....	45
7. ANEXOS.....	53
7.1 Anexo A – Lista de empresas incluídas na amostra.....	53
7.2 Anexo B - Tolerância e coeficiente VIF do modelo em análise	54

Índice de tabelas

Tabela 1: Síntese revisão de literatura.....	18
Tabela 2: Classificação da amostra por indústria.....	24
Tabela 3: Variáveis independentes.....	29
Tabela 4: Variáveis de Controlo.....	31
Tabela 5: Estatísticas descritivas da variável dependente.....	33
Tabela 6: Características descritivas das variáveis independentes.....	34
Tabela 7: Matriz de Correlação de Pearson.....	36
Tabela 8: Impacto da remuneração na manipulação de resultados.....	38
Tabela 9: Teste de Robustez.....	41
Tabela 10: Lista de empresas incluídas na amostra.....	53
Tabela 11: Tolerância e coeficiente VIF do modelo em análise.....	54

Índice de Figuras

Figura 1 - Remuneração executiva.....	4
---------------------------------------	---

Lista de abreviaturas e siglas utilizadas

AD	- <i>Accruals</i> discricionários
AND	- <i>Accruals</i> não discricionários
ASX	- Australian Securities Exchange
CEO	- Chief Executice Officer
CMVM	- Comissão do Mercado de Valores Imobiliários
CR	- Comissão de Remunerações
GNE	- Gestores não executivos
IAASB	- International Auditing and Assurance Standards Board
IASB	- International Accounting Standards Board
OR	- Outras Remunerações
RF	- Remuneração Fixa
RV	- Remuneração Variável
ROA	- Return on Assets
SNC	- Plano Nacional de Contas
TA	- Total <i>Accruals</i>

1. Introdução

A remuneração executiva tornou-se um dos temas mais explorados na literatura nos últimos anos, em especial após a crise económica de 2007 (Hill, 2012; Jaafar, 2014; Britzelmaier, et al. 2013; Merino *et al.*, 2020). A comunidade académica e o mercado empresarial procuram saber como recrutar gestores experientes e capacitados nos seus órgãos sociais de forma a melhorar a sua performance operacional, financeira e até mesmo social e ambiental. Embora recrutadores e empresas procurem atrair profissionais qualificados através de diversos mecanismos, o mais utilizado continua a ser a remuneração oferecida. Pacotes salariais atrativos são utilizados pelos acionistas para contratar, manter e motivar os administradores, quer seja por um elevado valor fixo, a existência de bónus e indexação da remuneração a metas estabelecida ou outros benefícios (Coyon, 2006; Duarte, 2015; González-Sánchez *et al.*, 2021).

Estudos anteriores indicam que a utilização da remuneração de forma a incentivar a performance dos gestores leva a que estes possam incorrer em práticas oportunistas, aumentando assim a sua compensação, principalmente quando a política remunerativa inclui valores variáveis ou bónus (Haverkate, 2020), levando à diminuição da qualidade do reporte financeiro. Riotto (2008) afirma que a prestação de contas dos gestores para com os seus acionistas e restantes *stakeholders* é uma questão de interesse público. Bedchuk *et al.* (2002) considera que devido à posição e poder dos membros do conselho de administração numa organização, estes podem influenciar a sua compensação através de rendimentos que estão indexados aos resultados e objetivos alcançados.

Assim, este estudo tem por base apurar a relação entre a remuneração paga aos membros do conselho de administração e o nível de manipulação de resultados, dando a conhecer como o valor e a estrutura da remuneração pode influenciar este tipo de manipulação (Pecha, 2018; Almadi e Lazic, 2016, Obermann e Velte, 2018).

A literatura, apesar de pouco desenvolvida, apresenta diversas opiniões quanto ao impacto que a formulação e valor das remunerações têm nas práticas de manipulação de resultados, sendo assim relevante a análise do caso português. Nos últimos anos, foram reportados vários escândalos de âmbito financeiro, mostrando a fragilidade do reporte financeiro, nomeadamente em empresas cotadas no Euronext (Lisboa, 2016). Rodrigues *et al.* (2011), Alves *et al.* (2016) e Ferreira (2019) consideram que uma das principais razões pelo qual os gestores incorrem em práticas de manipulação de resultados.

Neste sentido, importa aprofundar a análise sobre a manipulação de resultados no contexto português. Este trabalho procura saber como a remuneração paga aos gestores, e a sua constituição, podem influenciar a forma como os gestores e administradores tomam decisões

que direta ou indiretamente têm impacto na qualidade do reporte financeiro das empresas. Assim, o este estudo procura analisar a tendência portuguesa comparativamente a outros estudos realizados a nível internacional (Dikolli *et al.*, 2020; Fuentes *et al.*, 2019; Lee e Hwang, 2019; Hassen, 2014; Kam, 2010) e auxiliar a tomada de decisão do acionista e demais órgãos sociais responsáveis pela determinação de remunerações.

O presente estudo irá analisar a remuneração do conselho de administração de 33 empresas não-financeiras cotadas no Euronext entre os anos de 2014 e 2018, resultado numa amostra de 165 observações. Através da utilização de modelos de regressão linear (Healy, 1985; Kothari *et al.*, 2005) será calculada a *proxy* do nível de manipulação de resultados sendo depois analisada a correlação entre esta remuneração total paga ao conselho de administração e a sua estrutura através do modelo desenvolvido.

Em concordância com as conclusões já apresentadas em estudos anteriores (Safari *et al.*, 2016; Hassen, 2014; Harvey *et al.*, 2020), foi possível demonstrar que quanto maior a remuneração fixa paga aos administradores, menor o nível de manipulação de resultados. Já relativamente às remunerações variáveis, quando a remuneração do gestor apresenta uma componente variável o nível de manipulação de resultados aumenta Alhadah e Al-Own (2017), Gong *et al.* (2019), Qu *et al.* (2020), Sadiq *et al.* (2019) e Pecha (2018).

Em forma de contributo, esta dissertação pretende apresentar conclusões benéficas a nível empresarial, institucional e académico. Para as empresas portuguesas, esta estudo tenciona apresentar bases para a formulação e tomada de decisão dos acionistas ou órgão responsável sobre a composição das remunerações, podendo assim tomar a decisão que mais se adequa aos seus objetivos e características. A nível institucional, este trabalho pretende auxiliar os órgãos competentes na formulação de normativos e recomendações, de forma a melhorar a qualidade do reporte financeiro e evitar situações de abusivas. A nível académico, este estudo visa contribuir para a análise do impacto das remunerações no desenvolvimento das entidades nacionais e a relação causa-efeito este fator e a qualidade do reporte financeiro.

O trabalho é dividido em várias secções: primeiramente, foi apresentada a Introdução; de seguida apresentada a Revisão de Literatura, sendo abordada a literatura existente sobre a temática de manipulação de resultados, a remuneração dos gestores e a sua correlação; numa terceira parte, será abordada a Metodologia utilizada, sendo apresentado o método de obtenção e tratamento de dados, os modelos de cálculo de *accruals* discricionários, caracterização de variáveis e apresentação do modelo desenvolvido; neste sentido, serão apresentados os Resultados Obtidos pela aplicação dos modelos aos dados recolhidos, apresentado as

conclusões obtidas e a sua aplicação às hipóteses estabelecidas; por último, serão apresentadas as principais conclusões deste estudo avaliando contudo, as limitações do mesmo.

2. Revisão de Literatura

Neste capítulo será feita uma pequena abordagem literária existente sobre os tópicos em análise – manipulação de resultados e política remunerativa. Serão apresentadas as principais conclusões a nível nacional e internacional que servem como base ao presente estudo.

2.1 Política remunerativa

Tendo por base a legislação em vigor, pode ser considerada remuneração “(...) a prestação a que, nos termos do contrato, das normas que o regem ou dos usos, o trabalhador tem direito em contrapartida do seu trabalho.” (Artigo 258^a, nº1 Código do Trabalho, Lei nº 7/2009, de 12 de Fevereiro).

Cada organização é livre de estabelecer a sua política remunerativa. No entanto, estas estão dependentes de vários fatores, podendo estes seres internos ou externos: enquadramento legal, recursos financeiros disponíveis, equidade interna e a ainda competitividade externa (Duarte, 2015).

A estrutura e forma de remuneração dos gestores de órgãos sociais tem sido alvo de vários estudos ao longo das últimas décadas, no entanto os resultados e conclusões obtidas sobre o assunto foram variados, sendo este tópico considerado controverso (Crocì *et al.*, 2012).

2.1.1 Estrutura da remuneração

Do ponto de vista legislativo, não existe qualquer obrigação quanto à estrutura que as instituições devem apresentar, havendo apenas recomendações como será apresentado mais a diante. Cabe assim a cada organização definir a mesma, sendo que a literatura apresenta várias hipóteses para a sua estrutura.

Duarte (2015) propõe uma estrutura que subdivide as remunerações pagas em três categorias: fixa, variável e benefícios. A primeira engloba quantias que sejam pagas de uma forma regular tanto na periodicidade como no montante (salário base, subsídio de férias e de natal, entre outros). Na segunda, podemos incluir os montantes que por norma estão associados a outros períodos e resultam do desempenho (curto prazo) ou resultados (longo prazo). Estes podem também ser atribuídos de forma individual ou coletiva. Por último, ao contrário das duas primeiras categorias analisadas, os benefícios não representam nenhuma transferência monetária entre a entidade empregadora e o trabalhador (planos de pensões, seguro de saúde e apoios à família são alguns exemplos).

Jensen e Murphy (1990) mencionam uma quarta categoria, algo que os autores denominaram como benefícios não monetários. Estes autores consideram que fatores como o

poder, prestígio ou reconhecimento público são compensações bastante importantes no meio corporativo. No entanto, deve haver um equilíbrio entre este tipo de remuneração e o valor da empresa, caso contrário, não serão eficazes na motivação dos gestores.

Krauter (2009) apresenta uma síntese destas duas abordagens, que pode ser sumariado pela figura 1.

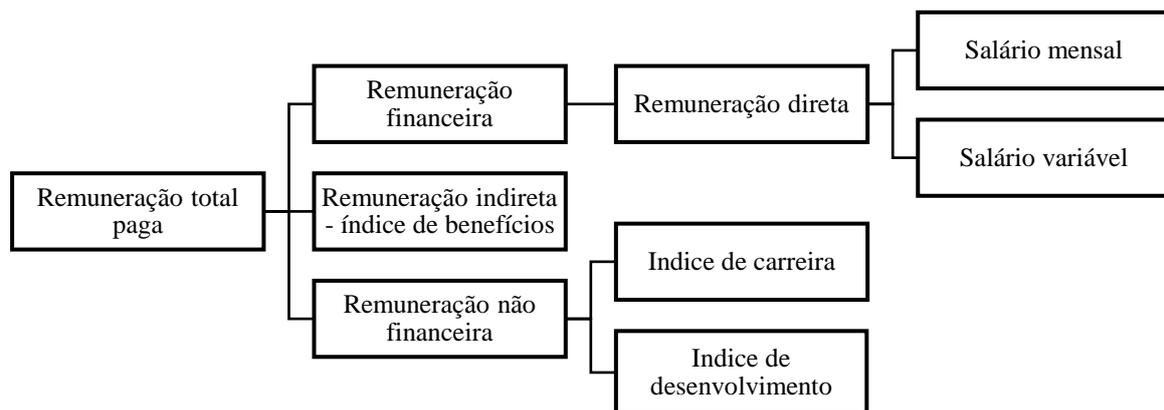


Figura 1: Remuneração executiva

Fonte: Krauter (2009) e Tinoco *et al.* (2015)

Krauter (2009) caracteriza a remuneração financeira como o montante pago em detrimento do trabalho realizado (remuneração direta), podendo esta ser caracterizada como mensal (montante fixo) e variável (derivado de bónus e prémios). A remuneração não financeira não pode ser traduzida em termos monetários. O índice de carreira traduz o nível hierárquico que o trabalhador ocupa na entidade e as capacidades de evolução profissional enquanto que o índice de desenvolvimento representa capacidades adquiridas pelo indivíduo. A remuneração indireta caracteriza-se pela atribuição de benefícios aos colaboradores podendo estes ser traduzir em termos monetários, no entanto, não existe qualquer tipo de transação entre as partes.

No que diz respeito à remuneração variável nas empresas portuguesas, Duarte *et al.* (2006) concluíram que este tipo de remuneração é observado em níveis hierárquicos mais elevados e em gestores com elevado grau académico e ainda em entidades com menor dimensão ou que sejam subsidiárias de empresas estrangeiras. Contudo, os autores apresentam fatores que podem ser encarados como alternativas a este tipo de remunerações como a progressão de carreira.

Borges (2017) afirma que a política salarial é importante para a motivação do gestor visto que este reflete diretamente o desempenho passado dos funcionários e poderá influenciar

a motivação e o empenho futuro. Num estudo realizado às empresas sediadas na região autónoma dos Açores, este considera que uma remuneração apenas com componente fixa afeta negativamente a produtividade e desempenho e que incentivos e benefícios poderão fundamentais para o sucesso da organização.

2.1.2 Regulamentação e órgãos reguladores

Com a necessidade de regulamentação das atividades empresariais e comerciais, foram surgindo em Portugal várias entidades que têm por objetivo a emissão de legislação, normas e recomendações. Este tipo de regulamentação tem como finalidade melhorar a qualidade da informação financeira para os *stakeholders*, estabilizar mercados, promover o crescimento e competitividade empresarial e ainda atuar sobre comportamentos contrários aos estabelecidos pela lei, sancionando-os (CMVM, 2020).

No que diz respeito a órgãos reguladores, estes podem ser externos ou internos. Os primeiros imitem normativos (obrigatórios ou facultativos), sendo estes comuns a maior parte dos setores de atividades ou até mesmo direcionados a setores em específico. Os segundos são definidos apenas pela entidade que os aplica, estão muitas vezes ligados à sua missão, visão, valores e objetivos.

Um dos órgãos externos que atua neste sentido é a CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. Constituída em Maio de 1991, é responsável por “(...) *supervisionar e regular os mercados de instrumentos financeiros, assim como os agentes que neles atuam promovendo a proteção dos investidores*” (CMVM, 2020).

Em 2001, esta imite um dos primeiros conjuntos de recomendações de *corporate governance*. o regulamento 7/2001 da CMVM propõe às entidades admitidas a cotação a apresentação anual de um relatório de gestão, revelando assim as práticas de gestão da sociedade, divulgando também um modelo à sua formatação. Este mesmo regulamento aconselha a divulgação de informação da sociedade a todos os seus *stakeholders*, devendo estas mesmas entidades disponibilizar na sua plataforma online dados como estatutos, órgãos sociais, informação ao investidor, relatórios financeiros, propostas apresentadas para discussão a convocatórias.

Após um segundo regulamento em 2010, atualmente encontrasse em vigor o regulamento 4/2013 da CMVM. Este adiciona ao documento original a recomendação sobre a divulgação do motivo pelo qual a entidade em análise não segue as recomendações da CMVM.

Silva (2011), ao analisar as empresas cotadas no Euronext Lisboa, admite uma relação vários fatores de *corporate governance* e o cumprimento de recomendações da CMVM. Fatores como a independência do conselho de administração, participação do Estado no capital social das empresas, a realização de auditoria por parte de multinacionais (geralmente denominadas por *Big4*¹), a presença de elementos não executivos no conselho de administração e ainda o peso das remunerações dos membros não executivos no total das remunerações do conselho de administração contribuem para o cumprimento das recomendações emitidas pela CMVM.

Cunha e Rodrigues (2018) concluem que as alterações introduzidas nos anos de 2007 e 2010 às normas de *corporate governace* levou a uma maior divulgação de informação por parte das entidades cotadas no Euronext Lisboa, evidenciando o papel da CMVM neste processo. Fatores como a existência de investidos estrangeiros, dimensão e independência do conselho de administração, nível de internacionalização ou a realização de auditoria por parte de uma Big4 influenciam a divulgação de informação sobre a estrutura de *corporate governace* de forma positiva. No entanto, existe uma relação negativa entre a concentração de capital e o nível de endividamento e a divulgação de informação por parte da entidade.

Cada entidade é livre de estabelecer a sua estrutura organizacional e as respetivas normas, tendo sempre em consideração a legislação em vigor². Tendo como objetivos estabelecer remunerações, prémios e benefícios, muitas empresas apresentam na sua constituição um órgão social denominado de comissão de remunerações ou comissão de vencimentos. Este deve ser um órgão independente, capaz de assegurar a imparcialidade das diretrizes que divulga. No caso português, a existência deste órgão na estrutura organizacional é facultativa, mas recomendada pela CMVM.

Kanapathipillai *et al.* (2017) considera que este órgão social tem ganho relevância devido aos sucessivos escândalos e crises financeiros à escala global observados nos últimos anos. Este estudo realizado a 200 empresas cotadas no Australian Securities Exchange (ASX) entre 2007 e 2011, revela ainda que as empresas que apresentam uma comissão de remunerações na sua estrutura organizacional tendem a basear as suas remunerações variáveis em fatores internos (diretamente observáveis pela observação dos resultados financeiros) e a divulgar maior e melhor informação sobre este tópico no seu reporte financeiro.

¹ *Big4* – PricewaterhouseCoopers, Ernst & Young Global Limited Liability Partnership, KPMG International Cooperative and Deloitte Touche Tohmatsu Limited

² Em Portugal, direitos e deveres das entidades patronais e respetivos trabalhadores, são regulados pelo Código do Trabalho e legislação complementar.

No que diz respeito às empresas britânicas, Aggyemang-Mintah (2016) estabelece uma relação positiva entre a existência de uma comissão de remunerações a rentabilidade das empresas financeiras. Indicadores financeiros como o Valor de Mercado e o ROA³ apresentam assim valores mais atrativos para os investidores.

Al-Absy *et al.* (2018) considera que órgãos sociais como Comissão de Remunerações ou Comissão de Nomeações são importantes mecanismos de *Corporate Governance*. Tendo em consideração que a Comissão de Remunerações é responsável pela determinação da remuneração de administradores e gestores como elevado poder de decisão, este deve ser independente tendo sido possível identificar que existe relação negativa entre o nível de manipulação de resultados entre o número de elementos deste órgão social. Em oposição, foi também identificada uma relação positiva entre o nível de manipulação de resultados e a acumulação dos cargos de Presidente do Conselho Executivo e Presidente da Comissão de Remunerações.

2.1.3 Política remunerativa e Teoria da Agência

Com a evolução das estruturas organizacionais e a dispersão de capital das empresas, foi possível observar uma separação entre a propriedade e o controlo das entidades. Para clarificar e expor a disparidade de objetivos entre gestores e acionistas, Jensen e Mackling (1976) sugerem a Teoria da Agência.

Por um lado, os acionistas têm como principal objetivo a maximização da rentabilidade do seu investimento (por norma, distribuição de dividendos) enquanto que, os gestores, ao apresentar um maior conhecimento do negócio, fazem uma gestão da estratégia e operacional tendo em vista o desenvolvimento e crescimento do negócio. Panda e Leepsa (2017) consideram que as divergências entre administradores e os detentores de capital são um dos maiores problemas organizacionais, tendo vindo a agravar-se principalmente em empresas sujeitas a cotação.

Grinblatt e Titman (1998) revelam que os conflitos podem surgir devido a 3 razões: (1) CEOs querem desenvolver atividades e políticas que consideram mais vantajosas e interessantes que os acionistas; (2) tem motivação para guiar a empresa para projetos que enfatizem o seu percurso profissional, tendo por objetivo alcançar metas pessoais; (3) em consideração aos trabalhadores que realizam tarefas operacionais, o gestor toma decisões tendo como critério a lealdade e não os objetivos da organização.

³ Return on Assets = Resultado líquido / Total do Ativo

Perante as disparidades dos objetivos entre gestores e acionistas, estes dois órgãos entram em conflito. De forma a desconstruir as disparidades entre ambos, são desenvolvidos mecanismos de controlo (Jensen e Meckling, 1976; Schulze *et al.*, 2002). Segundo Eisenhardt (1989), os seres humanos têm interesses próprios, apresenta-nos vários mecanismos de controlo interno que os acionistas devem aplicar: (1) separação de poderes dentro da organização e equilíbrio entre gestores dependentes e independentes; (2) monitorização das relações e estratégias entre os vários níveis da entidade; (3) análise dos movimentos de capitais e relação dos gestores com as entidades receptoras.

De forma a solucionar o problema anunciado pela Teoria da Agência, um dos principais mecanismos utilizados é a existência de incentivos contratuais, isto é, incentivos com base no desempenho dos gestores. Jensen e Murphy (2004) revêm as conclusões apresentadas no passado, identificando a remuneração dos gestores como uma ferramenta de gestão de conflito entre os acionistas e os membros do conselho de administração. No entanto, quando não utilizada apropriadamente pode trazer custos acrescidos para as empresas, podendo mesmo levar ao seu encerramento.

Shapiro (2005) considera que o principal “mecanismo de alinhamento” apresentado por Eisenhardt (1989) é a política de remuneração (dividendos, bónus, ações, entre outros). O cumprimento de objetivos e metas (vendas, *rankings* ou cotação bolsista) tem um impacto direto e rápido na remuneração do gestor, sendo este recompensado pelos mesmos. Healy (1985), Lewellen *et al.* (1987), Holthausen *et al.* (1995) e Silva (2010) verificaram uma correlação entre os incentivos dos membros do conselho de administração das entidades e os resultados apresentados pelas mesmas, demonstrando que o estabelecimento deste tipo de mecanismo permite o alinhamento de objetivos entre gestores e acionistas. Numa análise às empresas cotadas no London Stock Exchange, Lommers (2019) evidencia uma correlação positiva entre a remuneração paga aos membros do Conselho de administração e o seu ROA e o tamanho das entidades.

Pepper e Gore (2015) afirmam, no entanto, que a Teoria da Agência apresenta várias deficiências relativamente à performance da organização, comportamento do agente e remuneração de administradores executivos, apresentando uma nova teoria – *Behavioral agency theory*. Esta nova abordagem à Teoria da Agência, no que diz respeito aos incentivos aos gestores, afirma que estes devem ser adaptados a cada entidade, focados na definição de objetivos e níveis de performance e na recompensação das metas alcançadas. Panda e Leepa (2017) afirmam que uma compensação não adequada pode levar a que o gestor utilize a sua capacidade de decisão para benefício próprio. Os autores consideram que uma revisão

sistemática da remuneração e a adequação da mesma a cada um dos gestores, pode levar à motivação dos mesmos para melhorar a performance organizacional e a maximizar o rendimento do investidor.

Cordeiro *et al.* (2000) afirmam ser fundamental que os gestores sejam recompensados pelo trabalho realizado e de forma a maximizar a motivação para tomar decisões que vão de encontro aos interesses dos acionistas. Bloom e Michel (2002) e Connelly *et al.* (2016) confirmam esta teoria visto que identificam uma relação positiva entre o aumento do rácio remuneração-resultado operacional e o resultado financeiros apresentado. Estes autores justificam esta relação com as leis de mercado visto que gestores mais experientes, mais qualificados e competentes exigem maiores salários.

Maas e Rosendaal (2016) concluem que maior parte das entidades ainda tende a utilizar indicadores financeiros para medir a performance da organização para basear a remuneração dos seus gestores. Numa análise a 490 empresas cotadas de 11 países, apenas um terço das empresas utilizavam indicadores de sustentabilidade para o cálculo da compensação, sendo estas na sua maioria indústrias com elevada taxa de poluição. Assim, os autores defendem a introdução de indicadores não financeiros para medir a performance organizacional e, por consequência, a indicação das mesmas à remuneração do gestor.

Em suma, a literatura prévia demonstra que a performance financeira e operacional de uma entidade está ligada ao valor e forma como os seus gestores ou membros do Conselho de Administração são recompensados, indo de encontro às expectativas dos acionistas. No entanto, importam ser analisadas as ações em que os próprios gestores incorrem de forma a atingir as metas estabelecidas e se estas constituem ou não uma diminuição da qualidade da informação financeira apresentada.

2.2 Earnings Management – Manipulação de resultados

Earnings Management (Gestão de resultados, em português) consiste na alteração dos resultados de uma entidade de forma a atingir as expectativas dos gestores e dos restantes *stakeholders*, podendo assim alcançar ganhos para os gestores ou a empresa (Schipper, 1989).

Healy e Wahlen (1999) vão um pouco mais longe afirmando que a manipulação de resultados ocorre quando os gestores usam o seu julgamento perante o reporte financeiro e as transações que este incorpora para defraudar os *stakeholders* ou influenciar resultados contratuais que são dependentes do reporte financeiro. Estes podem ter como objetivo aumentar, diminuir ou estabilizar os resultados a apresentar por uma sociedade (Cunha, 2013).

Jones (1991) engloba este tópico na Contabilidade Criativa afirmando que esta resultada da flexibilidade das normas contabilísticas a aplicar, dando assim abertura aos gestores para apresentar os resultados da forma que lhes for mais conveniente. Numa abordagem ao cenário português, Vila (2012) que a manipulação de resultados ocorre devido à flexibilidade inerente às regras contabilísticas.

No entanto, de acordo com Beneish (2001), se o principal objetivo desta manipulação for melhorar a qualidade da informação financeira fornecida aos *stakeholders*, esta não deve ser considerada manipulação de resultados. Em oposição, Barsky (2002) considera que um reporte financeiro de elevada qualidade e transparente só poderá existir sem a existência de manipulação de resultados.

É de salientar que a observação destas práticas não remete obrigatoriamente para a fraude. Borrhalho (2007) explica que “*a manipulação dos resultados contabilísticos pode surgir da variabilidade das normas contabilísticas permitindo aos gestores a opção de políticas contabilísticas que lhes permitem antecipar ou diferir os resultados, no sentido desejado, sem que para tal tenham infringido as regras contabilísticas*” devendo só ser considerada fraude quando existe alguma lei, regulamento ou diretiva que a proíba. Esta distinção é ainda corroborada por Pickett (2010) e Carreira (2017), afirmando que estas práticas são realizadas dentro dos limites dispostos na lei.

Corporate governance é apontado como um dos fatores que reduz o nível de manipulação de resultados. Neste sentido, Cohen *et al.* (2004) reconhece que uma das principais funções do *corporate governance* é garantir a qualidade do reporte financeiro. Jones (2011) afirma que apenas com um sistema de *corporate governance* eficaz é possível reduzir a Contabilidade Criativa (Jones, 1991), em particular, a fraude. A gestão de resultados e, por consequência, a qualidade do reporte financeiro, é apontada como muitos autores como uma das principais

causas da falência de determinadas entidades e ainda das crises económico-financeiras que as sucedem (Carreira, 2017; Diegues e Alves, 2016).

De acordo com Jensen e Meckling (1976) e Fama (1980), o conselho de administração de uma empresa é o seu principal mecanismo de controlo interno visto que este tem como objetivo promover e proteger os interesses do *skateholders*. Garcia-Meca e Sánchez-Ballesta (2009) analisam como a existência de sistemas de monitorização organizacional, designados pelo governo das sociedades, podem melhorar a qualidade das demonstrações financeiras apresentadas e, em consequência, a qualidade do reporte financeiro. A este sistema de monitorização organizacional pertencem vários órgãos sendo que o conselho de administração e a comissão de auditoria apresentam maior relevo.

Neste sentido, Peasnell et al. (2005), numa análise entre o nível de práticas de manipulação de resultados e a constituição do conselho de administração em empresas britânicas, estes acreditam que existe uma relação negativa entre estas práticas e a percentagem de membros não executivos presentes neste órgão social. Assim, quanto maior a proporção de membros não executivos, menor será o nível de manipulação de resultados.

De acordo com o seu cargo, dimensão e hierarquia, o gestor tem como principal função a tomada de decisão. No entanto, interesses do ponto de vista pessoal ou até do meio económico envolvente, podem colocar em causa princípios como a objetividade, integridade, competência e comportamento profissional.

Assim, numa análise à literatura existem, são apontados como motivações para a prática de manipulação de resultados em Portugal: incentivos fiscais (Gomes, 2015; Vieira e Madaleno, 2019) e diminuição do pagamento de imposto (Marques, 2008; Sousa, 2017; Vieira, 2017), nível de endividamento e acesso ao crédito (Oliveira, 2008; Monteiro, 2017; Silva e *et al.*, 2018) e indexação das remunerações aos resultados obtidos (Rodrigues *et al.*, 2011).

Em resultado, são também abordadas as consequências deste tipo de práticas que se podem manifestar a nível económico (Gunny, 2005; Ewert e Wagenhofer, 2005; Filip e Raffounier, 2014;), social (Rodríguez-Ariza *et al.* 2016), legislativo (Ibrahim *et al.*, 2011; Francis *et al.*, 2016), político (Cohen *et al.*, 2019) e até a organizacional (Dechow *et al.* 1996; Young *et al.*, 2012). Maia (2014) considera que estes comportamentos é “*lesiva para os destinatários da informação, não obstante todas as normas e controlos*”.

O caso português podemos apresentar conclusões bastante semelhantes aos analisados anteriormente. No que diz respeito ao conselho de administração das empresas portuguesas, numa análise ao tamanho e composição a 34 entidades cotadas entre 2002 e 2007, Alves (2011) concluiu não haver correlação entre o tamanho deste órgão com o nível de manipulação de

resultados praticado. Já quanto à composição mesmo, é possível observar uma relação negativa entre a percentagem de membros não-executivos e o nível de manipulação de resultados.

Este estudo confirma assim uma das recomendações apresentadas pela CMVM relativamente a “Transações com partes relacionadas”. Neste tópico, como recomendação 3 de “Administração não executiva e fiscalização”, esta entende que o número de administradores não executivos deve ser sempre superior ao número de administradores executivos.

Recorrendo à mesma amostra, Alves (2012) conclui que gestores que detêm uma participação significativa no capital da entidade, tem menos incentivos para realizar práticas de manipulação de resultados no reporte financeiro. No entanto, quanto à composição do conselho de administração, as conclusões são contraditórias ao apresentado no panorama internacional, existindo uma correlação positiva entre o nível de manipulação de resultados e a dimensão deste órgão social.

Fernandes e Ferreira (2007), numa análise ao nível de manipulação de resultados das empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, afirma que as que pertencem ao PSI20 apresentam menos práticas de manipulação de resultados do que as restantes. O autor acredita que este fenómeno se deve a *“um nível acrescido de escrutínio, que por parte dos investidores, quer por parte dos analistas financeiros e dos órgãos de comunicação social”*.

Durante a crise financeira de 2008, foi possível observar que as empresas portuguesas aumentaram o nível de manipulação de resultados. Lisboa (2016) aponta como principais fatores a concentração de capital devido ao elevado número de empresas familiares no mercado português, tendo estas práticas o objetivo de reduzir o nível de dívida e atrair investidores.

Em síntese, concluímos que a manipulação de resultados resulta na diminuição da qualidade do reporte financeiro, podendo esta trazer consequências para a entidade em que estas ocorrem. Cabe ao Conselho de Administração, como principal mecanismo de *corporate governance*, responsável por garantir a fiabilidade da informação financeira, garantindo assim o interesse de todos os *stakeholders*.

2.3 Manipulação de resultados e política remunerativa: desenvolvimento das hipóteses

Na literatura, quando tratado o tema da política remunerativa, a visão dos autores tem vindo a alterar-se tanto a nível temporal como geográfico. O que antes era encarado como um problema, nos dias de hoje é considerado uma solução.

De forma a colmatar a limitação identificados pela Teoria de Agência (Jensen e Meckling, 1979), os acionistas recorrem à indexação das remunerações aos resultados do período (resultado líquido) ou anteriores através do diferimento de remunerações. Este mecanismo tende a recompensar o gestor pelos objetivos alcançados. De acordo com Ball *et al.* (2000), em países cujo as práticas fiscais e contabilísticas estão bastante relacionadas (*Code-law*⁴), como é o caso de Portugal, os gestores têm maior flexibilidade e liberdade na tomada de decisão, causando alterações nos resultados alterando procedimentos operacionais, financeiros e decisões de investimento.

Healy (1985) foi um dos primeiros a observar uma relação positiva entre os incentivos pagos aos gestores e o valor de *accruals* discricionários, evidenciando práticas de manipulação de resultados que influenciam negativamente a qualidade do reporte financeiro. A autora também identifica que existe uma alteração voluntária das práticas contabilistas quando se verifica alteração na remuneração variável do gestor (bónus) mas apenas quando este é vinculativo.

Balsam (1998) afirma que existe uma correlação positiva as remunerações pagas aos gestores e o nível de *accruals* discricionários observados. O autor afirma que o próprio gestor consegue aumentar a sua remuneração pela utilização de *accruals* discricionários positivos, sendo que a utilização de *accruals* discricionários negativos têm menor impacto na remuneração. Ainda assim, o autor observa um impacto negativo no rendimento da entidade quando a decisão do gestor tem apenas impacto parcial (ou mesmo inexistente) na remuneração do gestor.

Coffee (2004) afirma que as práticas remunerativas tiveram um papel significativo no colapso da empresa Enron Corporation⁵ em 2001 enquanto que Gordon (2010) enfatiza a cumplicidade da auditoria. Andrés *et al.* (2018) corrobora a análise realizada por Coffee (2004)

⁴ Caracterizado pela forte presença do estado como mecanismo regulador através emissão de normativos, legislação e obrigação de divulgação de informação, existência de associativismo laboral e cooperativas e ainda a relação próxima entre os acionistas e os gestores (Ball *et al.*, 2000)

⁵ Enron Corporation era considerada uma das maiores empresas norte-americanas até 2001, ano em que declarou falência. São apontadas como principais causas a inflação de resultados e o conluio com auditoria e o próprio sistema bancário.

enumerando ainda outros casos como *Worldom*, *Fannie Mae* e *General Eletric* em que criticando a remuneração excessiva e a má estruturação da mesma.

No entanto, na crise de 2008, as remunerações dos gestores já não são apontadas como um dos principais fatores da queda dos mercados financeiros. US Financial Crisis Inquiry Commission (2011) apresenta como responsáveis pela crise o excesso de endividamento, o investimento de elevado risco e falta de transparência nas transações económicas.

Ainda assim, Bhagat e Romano (2012) consideram que de todos os fatores que conduziram à crise financeira de 2008, apenas um deles foi alvo de elevado nível de reforma: as remunerações dos gestores executivos. Hill *et al.* (2012) corroboram esta teoria, concordando que as remunerações dos administradores executivos são um dos fatores para o desenvolvimento de crises à escala global. Contudo, considera-as uma causa diminuta quando comparada com os outros motivos impulsionadores da crise de 2008. Perante uma análise ao período pós-crise, esta afirma que regulamentação relacionada com as remunerações dos órgãos sociais aumenta assim como a atenção por parte dos governos e organizações para as consequências destas.

No que diz respeito ao setor bancário, um parecer da Comissão Europeia, considera que *“embora não tenha sido esta a causa principal da crise financeira (...) a inadequação das práticas remuneratórias no setor dos serviços financeiros também terá induzido essa excessiva disponibilidade para assumir risco e, assim, contribuído para perdas significativas nas principais instituições financeiras”*. Mesmo após estas críticas, a mesma considera que *“a criação de incentivos adequados no próprio sistema de remunerações deveria reduzir o ónus sobre a gestão dos riscos e aumentar a probabilidade de estes sistemas serem eficazes”* e *“A política de remunerações de uma determinada instituição financeira deve também ser associada à dimensão da instituição em causa, assim como à natureza e complexidade das suas atividades.”* (Recomendação da Comissão relativa às políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros de 30 de Abril da Comissão das Comunidades Europeias, 2009).

A legislação, normativos e regulamentos criados ao longo dos anos na sequência das múltiplas crises e escândalos financeiros, provocaram o *“(...) alinhamento de interesses entre os intervenientes da esfera societária, principalmente nos sistemas de titularidade de capital dispersa, cuja relação se funda na Teoria de Agência, e assim diminuir os custos inerentes a esta relação”* (Poças, 2012).

Assim, e de acordo com literatura prévia, é possível observar evidência entre as remunerações entre os membros do conselho de administração de uma empresa e a manipulação de resultados e, por consequência, a qualidade do reporte financeiro. Esta forma é apresentada

a tabela 1 com o resumo dos principais estudos, metodologia, hipóteses em análise e conclusões retiradas.

Tabela 1: Síntese revisão de literatura

<u>Autores</u>	<u>Metodologia</u>	<u>Dados/Amostra</u>	<u>Objetivo</u>	<u>Hipótese</u>	<u>Principais/Conclusões</u>
Dikolli <i>et al.</i> (2020)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	17726 empresas norte-americanas 2020	Investigação da cooptação do CFO e a remuneração do CEO	H1: Cooptação do CFO é positivamente associada com a compensação do CEO	Relação positiva a cooptação do CFO e a incorporação de remuneração com base em resultados assim como na manipulação de resultados.
Fredriksson <i>et al.</i> (2020)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	940 empresas suecas 2007 – 2016	Determinação correlação entre remuneração dos gestores e qualidade da auditoria	H1: A remuneração total do conselho de administração está positivamente associada com a qualidade da auditoria	Relação positiva entre valor da remuneração e a qualidade da auditoria e, por consequência, do reporte financeiro
Fuentes <i>et al.</i> (2019)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	121 empresas espanholas 1998 – 2018	Determinação da relação entre rendimento CEO e a qualidade do reporte financeiro (<i>accruals</i> discricionários)	H4: A incorporação de uma componente variável explica a diminuição da qualidade do reporte financeiro?	Relação positiva entre o valor da remuneração e o nível de manipulação de resultados observado
Lee e Hwang (2019)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	82 empresas sul-coreanas	Determinação entre a percentagem da remuneração variável e o nível de manipulação de resultados	H1: Quanto maior for a proporção da remuneração variável na remuneração total dos administradores, maior será a manipulação de resultados.	Relação positiva entre a existência de uma maior percentagem de remuneração variável e o nível de manipulação de resultados.
Pecha (2018)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	2978 empresas britânicas 2006 - 2012	Relação entre prémios de gestão e nível de manipulação de resultados	H1: Remuneração com bónus anual não tem qualquer impacto na manipulação de resultados	Relação positiva entre valor dos prémios de gestão e o nível de manipulação de resultados.
Almadi e Lazic (2016)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	3000 empresas australianas e britânicas	Relação entre remuneração fixa e o nível de manipulação de resultados	H1: A remuneração base do CEO influencia a manipulação de resultados.	Relação positiva entre a remuneração base paga e o nível de manipulação de resultados

<u>Autores</u>	<u>Metodologia</u>	<u>Dados/Amostra</u>	<u>Objetivo</u>	<u>Hipóteses</u>	<u>Principais/Conclusões</u>
Safari <i>et al.</i> (2016)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i> .	107 empresas australianas 2009 - 2010	Determinação da relação entre a estrutura das remunerações e a existência de <i>accruals</i> discricionários	H1: O cumprimento das recomendações da ASX – diferenciação de remunerações entre membros executivos e não executivos – reduz a manipulação de resultados	Relação negativa entre a diferenciação de remunerações entre membros executivos e não executivos e o nível de manipulação de resultados.
Hassen (2014)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	80 empresas francesas 2007 - 2010	Investigar correlação entre o valor total da remuneração e a manipulação de resultados.	H2: Quanto maior a remuneração total paga aos membros de aos membros do conselho de administração, menor será a manipulação de resultados.	Relação negativa entre o valor da remuneração e o nível de manipulação de resultados observado
Kang <i>et al.</i> (2013)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	766 empresas australianas 2001 – 2003	Relação entre a existência de comissão de remunerações e manipulação de resultados	H2: Existe uma relação positiva entre a existência de uma comissão de remunerações e a observação de manipulação de resultados	Relação negativa entre a existência desta entidade e a observação de <i>accruals</i> discricionárias
Kam (2010)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	772 empresas europeias 1999 – 2009	Relação entre a existência de remuneração variável e o nível de manipulação de resultados	H2: Existe uma relação positiva entre a variável remuneração variável e a existência de manipulação de resultados.	Relação positiva entre a existência de remuneração variável e o nível de manipulação de resultados
Cheng e Warfield (2005)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i>	9472 empresas norte-americanas	Relação entre a indexação de bônus à cotação bolsista e participação no capital social e o nível de <i>accruals</i> discricionários observados	H1: Existe relação positiva entre a observação de bônus na remuneração do gestor e manipulação de resultados; H2: Existe relação positiva entre a detenção de capital e a manipulação de resultados.	Relação positiva entre a observação de <i>accruals</i> discricionários e a indexação de ordenados à cotação Relação positiva entre a detenção de capital por parte dos gestores e a manipulação de resultados.
Gul <i>et al.</i> (2003)	Análise de regressão linear múltipla. Modelo de manipulação de resultados baseado em <i>accruals</i> .	648 empresas australianas	Relação entre a indexação de remunerações aos resultados financeiros e o nível de <i>accruals</i> discricionários observados	H1: Existe relação positiva entre a observação de <i>accruals</i> discricionários e a indexação de remunerações aos resultados financeiros.	Relação negativa entre a observação de <i>accruals</i> discricionários e o valor da remuneração indexado aos resultados financeiros

Safari *et al.* (2016) num estudo perante 214 empresas cotadas na bolsa australiana apresenta conclusões sobre a relação entre a estruturação das remunerações dos membros dos conselhos de administrações e a qualidade do reporte financeiro apresentado. O estudo conclui que existe uma correlação positiva entre o cumprimento dos princípios apresentados pela ASX – Australian Securities Exchange – e a qualidade do reporte financeiro. Por consequência, os autores afirmam existir uma correlação negativa entre a remuneração paga aos membros do conselho de administração e o valor de *accruals* discricionários. Barontini *et al.* (2016) corrobora estas conclusões, evidenciando a correlação positiva entre o cumprimento das melhores práticas relativas a compensações e a remuneração paga aos CEOs das empresas do *FTSE Developed Europe Index*.

Perante uma análise às empresas francesas, foi possível observar uma relação negativa entre a compensação total dos gestores e o nível de *accruals* observado. Hassen (2014) afirma que estas conclusões se devem ao alinhamento dos objetivos dos gestores e dos acionistas. Devido a uma remuneração adequada, os gestores tendem a reduzir comportamentos de risco e tomar ações que podem ser consideradas como oportunistas. Assim, o gestor tem como último objetivo manter uma boa relação com o seu acionista e a retenção da sua posição na organização.

Harvey *et al.* (2020), numa análise às empresas britânicas, afirma que a remuneração dos membros do conselho executivo do conselho de administração não é condição suficiente para assegurar a correta prestação de contas dos gestores para como os *stakeholders* das entidades da amostra. Assim, Collisson *et al.* (2014) aponta que, por vezes, pode haver negligencia perante os interesses dos *stakeholders* em benefício dos gestores da organização, um deles, o aumento da sua remuneração.

No que diz respeito aos membros não-executivos tal correlação já não se verifica, devendo-se ao facto de muitas vezes a remuneração destes gestores não está indexada aos objetivos alcançados pela organização (Goh e Gupta, 2016). Os autores também defendem uma relação negativa entre a qualidade do reporte financeiro e o período entre a apresentação de resultados e o pagamento da remuneração. Esta conclusão vai de encontro às recomendações apresentadas pela CMVM em 2018, que defende que as remunerações referentes a prémios e bónus devem ser diferidas num prazo não inferior a três anos (Recomendação nº3 - Remunerações dos membros do conselho de administração).

Yan-Jun e Yan-Xin (2017) e Ferreira (2019) defendem que, com o objetivo de obter recompensas que tenham por base os resultados alcançados, os gestores podem adotar mecanismos de manipulação de resultados. Assim, importa perceber se estes incorrem em

práticas de manipulação de resultados de forma a aumentar os proveitos da mesma, tendo por objetivo aumentar a sua remuneração. Fuentes *et al.* (2019) analisa a relação entre várias características e indicadores das empresas espanholas e a remuneração paga aos CEOs concluindo que existe uma relação positiva entre a *performance* financeira da entidade e a remuneração paga, isto é, quanto maior a remuneração paga ao gestor, maior a *performance* da entidade

Nesta respetiva, importa formular a seguinte hipótese:

H1: Existe relação significativamente negativa entre a compensação fixa dos membros do conselho de administração e o nível de manipulação de resultados.

Jensen e Murphy (1990) consideram que não se trata do valor pago aos gestores do conselho de administração, mas sim como esta é estruturada.

Vários estudos afirmam que os CEO incorrem em práticas de manipulação de resultados de forma “oportunista” de forma a: (1) maximizar a compensação com base nos resultados obtidos (Balsam, 1998; Das *et al.*, 2013; Healy *et al.*, 1987) e (2) aumentar a cotação bolsista e por sua vez a compensação baseada nesta (Beneish e Vargus, 2002; Sloan, 1996; Cheng e Warfield, 2005).

Cheng e Warfield (2005) concluem que existe um maior nível de *accruals* discricionários em empresas em que a remuneração variável do gestor é baseada na cotação em bolsa das ações da entidade.

Numa análise à banca europeia, Alhadah e Al-Own (2017) e Gong *et al.* (2019) encontram evidência que os gestores do conselho de administração incorrem em práticas de manipulação de resultados para poder diminuir as perdas do período. Através da redução das perdas, o resultado líquido aumenta, fazendo assim subir a remuneração indexada ao mesmo.

Na perspetiva do auditor, a estrutura da remuneração do gestor é importante para determinar o risco de auditoria⁶ (Qu *et. al.*, 2020). Quando a remuneração é baseada nos resultados apresentados pela entidade, é possível observar uma relação positiva entre a remuneração do gestor e os custos de auditoria. Esta deve-se ao facto de o auditor considerar que existe um elevado risco de manipulação de resultados. No entanto quando a remuneração é baseada em indicadores como o valor de mercado (indicador cujo qual o gestor não tem qualquer capacidade de influência), podemos observar uma relação negativa.

⁶ “Risco de auditoria é o risco de o auditor expressar uma opinião de auditoria inapropriada quando as demonstrações financeiras estão materialmente distorcidas” (IAASB, 2015)

Sadiq *et al.* (2019) afirma que existe correlação positiva entre as práticas de manipulação de resultados e o pagamento de bônus a membros do conselho de administração com influência política. Pecha (2018) evidencia a existência de práticas de manipulação de resultados de forma a maximizar a performance da organização em empresas que atribuem bônus anuais.

Kam (2010) considera que a existência de remuneração variável é um factor contributivo para a manipulação de resultados. Já Lee e Hwang (2019) afirmam ainda que não é apenas a existência de remuneração variável que contribui para a incoerência de manipulação de resultados, mas sim a sua percentagem no total da remuneração. Ou seja, quanto maior for a percentagem da remuneração variável no total da remuneração paga ao gestor, maior é a manipulação de resultados observada.

Assim, chegamos à segunda e deste estudo:

H2: Existe relação significativamente positiva entre a remuneração variável paga aos membros do conselho de administração e o nível de manipulação de resultados.

3. Metodologia

Este capítulo tem como objetivo esclarecer a metodologia utilizada no presente estudo. Iremos definir o paradigma de investigação, o processo de obtenção e seleção de amostra: número de observações totais e características de exclusão. Serão também definidas as variáveis a ser incluídas e os modelos empíricos utilizados para a obtenção de resultados de forma obtenção de conclusões deste estudo.

3.1 Paradigma de investigação

O objetivo do presente estudo será analisar a correlação entre a remuneração paga aos membros do conselho de administração e os níveis de manipulação de resultados apresentados pelas mesmas.

Na área contabilística, é comum a investigação com uma abordagem positivista (Major, 2017) na qual se inclui a investigação quantitativa – identificação e apresentação de dados, indicadores e tendências (Baptista e Sousa, 2011).

Lopes (2015) afirma que a teoria positivista tem início na definição do problema e Major (2017) considera que na teoria positivista, *“a realidade é uma estrutura concreta, objetiva e externa ao pesquisador suscetível de ser reduzida a variáveis explicativas (independentes) e dependentes por meio de leis que expressam a sua relação. A construção de modelos estatísticos complexos associados à utilização de grandes volumes de dados que permitam testar as relações entre as diversas variáveis (...).”*

Chua (1986) e Haverkate (2020) consideram que este tipo de investigação se caracteriza pela independência do sujeito quanto aos factos em estudo, devendo necessário observá-los de forma a explicar a causa dos mesmo e prever a sua repetição. Assim, Ferreira (2019) caracteriza este paradigma como explicativo e que segue uma lógica “causa-efeito”.

Neste estudo, são utilizados modelos de regressão linear, podendo assim observar como as variáveis independente do modelo influencia a variável dependente (Hair *et al.*, 2006) e validar as hipóteses apresentadas para a amostra selecionada (Major, 2017; Lopes, 2015).

3.2 Seleção, descrição e caracterização da amostra

A amostra a estudo inclui todas as empresas cotadas no Euronext entre os anos de 2014 e 2018 em Portugal. Com recurso à base de dados Wordscope Database, foram analisadas as empresas que estiveram sujeitas a cotação sem interrupção durante o período apresentado. Foram excluídas da análise todas as empresas que começaram ou deixaram de estar sujeitas a cotação, tenham sido sujeitas a fusão ou cisão e ainda as entidades que não apresentavam toda a informação necessária para a aplicação do modelo proposto durante todo o período em análise. Para a obtenção de informação relativa às remunerações dos membros do conselho de administração, de forma a permitir analisar a sua correlação com a proxy de manipulação de resultados, foi necessário proceder à recolha de dados manualmente dos relatórios de gestão emitidos pelas entidades anteriormente referidas. Foram analisadas rubricas como o total de remuneração paga aos membros do conselho de administração assim como as suas componentes (remuneração fixa, remuneração variável e outros tipos de remuneração).

Foi assim possível chegar a uma amostra de empresas não-financeiras ou grupos económicos que apresentassem informação para todas as variáveis e período em estudo. No final, obtemos um total de 165 observações para as 33 entidades selecionadas. A tabela 2 caracteriza a amostra de acordo com a SIC – Standard Industrial Classification.

Tabela 2: Classificação da amostra por indústria

Classificação SIC CODE	Número de entidades	Percentagem
Construção	3	10%
Indústria	13	39%
Transportes e Comunicações	7	21%
Retalho	4	12%
Serviços	6	20%
Total	33	100%
Total de observações (x5)	165	100%

Podemos assim observar que a maioria da amostra pertence à indústria com quase 40%. É de salientar que na amostra não se encontram empresas do setor primário - extração de matérias-primas – e que 53% da amostra pertence ao setor terciário – venda de serviços e bens de consumo.

3.3 Variável dependente – *Accruals*

A flexibilidade das normas contabilísticas, visto que não é possível que o normativo abranja todas as situações passíveis de acontecerem ou áreas de negócio, permite que os gestores tenham liberdade na opção na mensuração das transações económicas que são adjacentes às demonstrações financeiras (Babatunde e Olaniran, 2009).

Esta flexibilidade nas normas leva à utilização de *accruals*, ou seja, variações de capital circulante que resultam da diferença entre o momento em que se verifica a entrada ou saída de recursos da sociedade e o reconhecimento do seu rendimento ou gasto, respetivamente (Dias, 2015).

Estes podem ser classificados como não discricionários, sendo um resultado da atividade normal da entidade ou como discricionários, sendo neste caso o resultado da ação direta dos gestores. Os segundos são baseados em estimativas realizadas pelo contabilista ou gestor de acordo com o seu julgamento ou opinião, estão assim sempre sujeitas aos interesses destes (Moreira, 2006).

Assim, o total de *accruals* pode ser apresentado pela seguinte representação algébrica:

$$TA_t = AND_t + AD_t; \quad [1]$$

Em que:

TA_t = *Accruals* Totais no ano t;

AND_t = *Accruals* não discricionários no ano t;

AD_t = *Accruals* discricionários no ano t.

De forma a proceder à obtenção do valor de *accruals* totais (TA), Healy (1985) e Jones (1991) apresentam a seguinte fórmula de cálculo:

$$TA_t = \frac{\Delta AC_t - \Delta PC_t - \Delta Disp_t + \Delta Div_t - D\&A_t}{A_{t-1}}; \quad [2]$$

Em que:

AC_t = Ativos Correntes no ano t;

PC_t = Passivos Correntes no ano t;

$Disp_t$ = Disponibilidades de caixa no ano t;

Div_t = Dívida no ano t;

$D\&A_t$ = Depreciações e Amortizações no ano t.

As demonstrações financeiras não divulgam a utilização de *accruals*. De forma a detetar a existência de *accruals* discricionários, e por sua vez, a prática de manipulação de resultados nas demonstrações financeiras das empresas, foram surgiram na literatura vários modelos de forma a detetá-los: Jones (1991), Dechow *et al.* (1995), Kasznik (1999) e Kothari *et al* (2005).

3.3.1 Modelo de Jones (1991)

O modelo de Jones (1991) foi um dos primeiros modelos desenvolvidos para o cálculo de *accruals* não discricionários e, por consequência, para a deteção de manipulação de resultados. Este é uma das principais referências no tema de manipulação de resultados, tendo servido de base ao desenvolvimento de outros modelos. Jones (1991) defende que a existência e valor dos *accruals* apresentam oscilações ao longo do tempo, sendo que o cálculo de *accruals* é baseado no volume de negócio (de forma a avaliar o ambiente económico em que a empresa se insere) e ainda ativo fixo tangível (de maneira a analisar o impacto das rubricas de depreciações e amortizações).

O valor de *accruals* discricionários será calculado pela diferença entre o valor observado e o valor estimado pelo modelo. No caso de esta diferença ser significativa, maior será a probabilidade de estarmos perante manipulação de resultados.

Assim, o modelo de Jones pode ser representado pela seguinte expressão algébrica:

$$AND_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Vendas_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}}, \quad [3]$$

Em que:

$AD_{i,t}$ = *Accruals* discricionários absolutos da empresa i no ano t;

$A_{i,t-1}$ = Total do Ativos da empresa i no final do ano t-1;

$Vendas_{i,t}$ = Vendas da empresa i no ano t;

$AFT_{i,t}$ = Ativos fixos tangíveis da empresa i no ano t;

3.3.2 Modelo Modificado de Jones (Dechow et al., 1995)

O Modelo Modificado de Jones (Dechow et al., 1995) é baseado no Modelo de Jones (1991) sendo que a alteração ao modelo original tem como objetivo é analisar com maior atenção as vendas da entidade em questão. Isto deve ao facto de os autores considerarem que a variável é discricionária, devendo ser analisado o montante dessas mesmas vendas que ainda não foi recebido pela empresa, verificando-se assim que o ciclo operacional ainda não foi concluído.

Este novo modelo apresenta assim a seguinte expressão algébrica:

$$AND_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}}, \quad [4]$$

Em que:

$\Delta Clientes_{i,t}$ = Variação de dívidas a Receber da empresa i no ano t

A adição desta nova componente resulta da possível manipulação do reconhecimento de vendas por parte da entidade em questão, podendo estas ser registadas antes de estarem reunidas todas as condições (IAS 18)⁷ e ainda do pressuposto que vendas a crédito estão suscetíveis a maior manipulação que as vendas a pronto pagamento (Dechow et al., 1995).

3.3.3 Modelo de Kasznick (1999)

Assim como o modelo Modificado de Jones (1995), também o modelo de Kasznick (1999) é uma adaptação de modelos anteriores, adicionando componentes. Neste sentido, o autor adiciona a variável “Fluxo de Caixa Operacional”. Esta é importante para analisar a performance operacional da entidade, diminuindo o erro de calculo de *accruals*.

Neste sentido, o modelo tem a seguinte expressão algébrica:

$$AND_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 \frac{FCO_{i,t}}{A_{i,t-1}}, \quad [5]$$

⁷ De acordo com as normas internacionais, às quais as empresas cotadas estão sujeitas, devem estar reunidas determinadas condições para a entidade possa realizar o reconhecimento do rédito. No que diz respeito a vendas (IAS 18, nº14) os riscos devem ter sido transferidos, não haver envolvimento continuado após a venda, a quantia transacionada e os custos da transação devem ser fielmente mensurada e ainda que seja provável a existência de benefícios futuros. No caso dos serviços (IAS 18, nº20), apenas é necessário que seja mensurada com fiabilidade a quantia transacionada e os custos relacionados com a mesma, seja provável a existência de benefícios económicos futuros e ainda a fase de acabamento do mesmo.

Em que:

$FCO_{i,t}$ = Fluxo de caixa operacional da empresa i no ano t

3.3.4 Modelo de Kothari et al., (2005)

Assim como já aconteceu com os modelos anteriormente mencionados, também o Modelo de Kothari et al. (2005) adiciona novas variáveis ao Modelo de Jones (1991). Neste novo modelo, é adicionada a componente do *Return on assets* (ROA), permitindo assim a comparação entre as empresas dentro do próprio setor diminuindo o erro de cálculo que é derivado do próprio setor (entidades do mesmo setor devem apresentar níveis de *accruals* semelhantes).

$$AND_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Vendas_{i,t} - \Delta Clientes_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_3 \frac{AFT_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \alpha_4 ROA_{i,t} \quad [6]$$

3.4 Variáveis Independentes e de Controlo

Na elaboração do modelo de investigação positivista, é necessário que a realidade observada seja reduzida às diversas variáveis que são incluídas no modelo (Major, 2017).

Sendo o objetivo deste estudo analisar a relação entre o nível de manipulação de resultados e a remuneração, as variáveis independentes utilizadas neste estudo refletem a remuneração paga aos membros do conselho de administração nos anos em estudo e a estrutura da mesma.

A tabela 3 apresenta as variáveis independentes que o presente estudo pretende analisar, assim como a sua fórmula de cálculo e fonte bibliográfica.

Tabela 3: Variáveis independentes

Variável	Nome	Definição	Expressão /Fórmula de Cálculo	Bibliografia
$RF_{i,t}$	Remuneração Fixa	Logaritmo Remuneração Fixa paga ⁸	$RF_{i,t} = \text{Log} \left(\frac{\text{Rem Fixa Paga}}{\text{Ativo Total}} \right)$	Fredriksson <i>et al.</i> (2020); DeAngelo (1981); Lommers (2019)
$RV_{i,t}$	Remuneração Variável	Variável dummy	$RV_{i,t}$ = Variável Dummy que assume o valor de 1 quando a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> apresenta remuneração variável e 0 caso contrário	Ryan e Wiggins (2001);

De forma a avaliar as diversas variáveis que podem influenciar a manipulação de resultados, foram adicionadas ao modelo componentes que são denominadas variáveis de controlo – tabela 4.

Assim, ao modelo utilizado neste estudo, foram utilizadas variáveis como a auditoria Big4, existência de Comissão de Vencimentos, o cumprimento das recomendações emitidas pela CMVM, tamanho do conselho de administração.

De acordo com a legislação europeia - Regulamento Europeu nº 537/2014 do Parlamento Europeu -, todas as entidades de interesse público, entre elas as que apresentam títulos cotadas em bolsa, obrigadas à verificação legal de contas.

Caeiro (2018) considera que o tamanho da entidade auditada e os resultados negativos apresentados pela mesma influenciam positivamente a escolha de uma Big4 para a realização de auditoria no caso do mercado português.

⁸ O valor da remuneração paga aos membros do conselho de administração será apresentada sobre a forma de logaritmo devido à relação desta com o número de gestores que este órgão pode ter - uma maior remuneração paga pode derivar de um maior número de elementos neste órgão social e não por a remuneração destes elementos ser superior. Através da logaritmização desta variável, o modelo irá satisfazer as suposições de homocedasticidade e não-correlação (Das *et. al.*, 2013; Marroco, 2018).

Prazeres (2016), numa análise ao mercado português, afirmam que “a dimensão do auditor aumenta a probabilidade de emissão de um relatório de auditoria modificado”. Esta teoria corrobora a já apresentada por Francis *et al.* (2005) em que devido à dimensão é possível uma especialização por indústria, e por consequência, um maior conhecimento. Também a existência de maiores recursos, permite uma melhor prestação de serviços (Krishnan, 2003). Ebrahim (2007) e Becker *et al.* (1998) concluem que os níveis de manipulação de resultados são menores em empresas auditadas por *Big4* quando comparado com empresas auditadas por não-*Big4*. Niza (2017) apresenta que, após a implementação do SNC em 2010, a qualidade do reporte financeiro nas empresas auditadas por *Big4* é superior, indicando a sua proximidade ao às Normas emitidas pelo IASB.

A existência de uma comissão responsável pela indexação de remunerações aos cargos de gestão e definição dos vários patamares hierárquicos não é obrigatório, mas recomendado de acordo com a entidade reguladora em Portugal (CMVM, 2018). Assim, torna-se relevante incluir como variável de controlo a existência de uma Comissão de Remunerações na estrutura das entidades em análise. Kang *et al.* (2013) apresentam uma relação entre a existência de uma entidade reguladora das remunerações dentro das empresas e o nível de *accruals* discricionários observados. Assim, o estudo destes autores evidencia que quando este órgão social existe na estrutura governativa, a qualidade do reporte financeiro aumenta.

Aquando do estudo de uma entidade, é importante ter em consideração a sua dimensão. Desta forma, torna-se relevante incorporar no presente estudo uma varável que represente esta característica. Assim, foi adicionado ao modelo o indicador *LnAT*- Logaritmo natural do Ativo Total. Diversos estudos consideram que o tamanho da entidade está correlacionado com a qualidade de informação apresentada (Siekelova *et al.*, 2020; Veronica, A.; 2015). Nas entidades com maior dimensão foi possível observar um nível de *accruals* discricionários superior, resultando numa maior qualidade no reporte financeiro.

De forma a avaliar a capacidade que uma determinada entidade tem para gerar resultados é analisando o retorno que esta apresenta relativamente ao seu ativo total. Para tal, é utilizado o indicador ROA – *Return on Assets*. Lakhil (2015), em conformidade com estudos anteriores (Kasznik, 1999; Haw *et al.*, 2004), considera que quanto maior a performance financeira de uma empresa, maior será a tendência para influenciar os seus resultados de forma a interferir na elaboração de planos ou investimentos futuros.

No que diz respeito à composição do conselho de administração, a existência de elementos sem funções de gestão – gestores não-executivos – tem demonstrado algo impacto na qualidade da informação financeira apresentada pelas empresas. Ferreira (2019) concluiu

que, nas empresas portuguesas, existe uma relação negativa entre o número de gestores não-executivos e o nível de *accruals* discricionários apresentados. Isto significa que, quando estes gestores existem no conselho de administração, a qualidade do reporte financeiro tende a aumentar. Esta conclusão vai de acordo com as conclusões já apresentadas com Fama e Jensen (1983) e as recomendações apresentadas pela CMVM que o número de administradores não-executivos deve ser superior ao de administradores executivos devendo “*desenvolver uma fiscalização permanente da administração da sociedade*” (CMVM, 2020).

Tabela 4: Variáveis de Controlo

Variável	Nome	Definição	Expressão /Fórmula de Cálculo	Bibliografia
$Aud_{i,t}$	Auditoria por uma empresa Big4	Variável <i>dummy</i> em que 1 se for auditada por uma empresa Big4	$Aud_{i,t}$ = Variável Dummy que assume o valor de 1 quando a empresa <i>i</i> no ano <i>t</i> é auditada por uma Big4, e 0 caso contrário	Abdullah e Ismail (2016); Damak (2018); Sadiq (2019); Ferreira (2019)
$CR_{i,t}$	Comissão de Remunerações	Variável <i>dummy</i>	$CR_{i,t}$ = Variável dummy que assume o valor de 1 quando a empresa <i>i</i> no <i>t</i> tem comissão de remunerações, e 0 caso contrário	Daily et al. (1998); Haverkate (2020)
$LnAT_{i,t}$	Ativo Total	Logaritmo Ativo Total	$LnAT_{i,t} = \ln(\text{Ativo Total})$	Dias (2015); Almadi e Lazic (2016); Safari et al. (2016); Palma (2019)
$ROA_{i,t}$	ROA	<i>Return non Assets</i>	$ROA_{i,t} = \frac{\text{Resultado Líquido}_{i,t}}{\text{Ativo Total}_{i,t}}$	Jaiswell e Bhattacharyya (2016); Borodovska (2016); Niza (2017)
$GNE_{i,t}$	Gestores não executivos	Nº gestores não executivos	Número de gestores não executivos	Ferreira (2019); Haverkate (2020)
$Ind_{i,t}$	Indústria	Variável <i>dummy</i>	$Ind_{i,t}$ = Variável Dummy que assume o valor de 1 se a observação for da indústria, e 0 caso contrário	Adhakari et al. (2015); Kabir et al. (2018); Haverkate (2020); Ferreira (2019)
Ano_i	Ano	Variável <i>dummy</i>	$Ind_{i,t}$ = Variável Dummy que assume o valor de 1 se a observação for do ano, e 0 caso contrário	Arun et al. (2015), Benkel et al. (2006); Ferreira (2019)

3.5 Modelo Empírico

Tendo em conta as variáveis anteriormente definidas, variável dependente (manipulação de resultados), variáveis independentes (características das remunerações pagas ao conselho de administração) e variáveis de controlo, importa formalizar o modelo empírico de acordo com a teoria positivista.

O modelo trata-se uma regressão linear múltipla semelhante aos analisados no Capítulo 2 e Capítulo 3 desta dissertação (Alves, 2011; Safari *et al.*, 2016; Ferreira, 2019; Haverkate, 2020). Para a concretização do modelo de regressão foi utilizado o *software* estatístico *SPSS Statistics*.

Assim, o modelo empírico desenvolvido neste estudo pode ser traduzido pela seguinte expressão:

$$|EM|_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 RF_{i,t} + \alpha_2 RV_{i,t} + \alpha_3 CR_{i,t} + \alpha_4 Aud_{i,t} + \alpha_5 LnAT_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} \quad [7] \\ + \alpha_7 GNE_{i,t} + \alpha_8 Ano_i + \alpha_9 Ind_{i,t} + \varepsilon_{i,t};$$

Em termos de interpretação e análise do modelo, a relação positiva significa que quanto maior for uma das remunerações apresentadas, maior será a manipulação de resultados da entidade em análise num determinado ano e vice-versa. É de salientar que o valor de manipulação de resultados (EM) é apresentado em termos absolutos.

4. Resultados

Utilizando o modelo apresentado no Capítulo 3, importa agora analisar as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no mesmo e, posteriormente, os resultados obtidos pela aplicação do modelo de regressão linear múltipla.

4.1 Estatísticas Descritivas

De forma a possibilitar uma melhor interpretação dos dados utilizados no modelo, serão apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas. Deste modo, será realizada uma análise à variável dependente (proxy de Manipulação de resultados) e, na sequência do modelo de regressão linear múltipla, das várias variáveis dependentes – remunerações dos membros dos conselhos de administração – e das variáveis de controlo.

4.1.1 Proxy de Manipulação de resultados

Na tabela 5 apresenta as estatísticas descritivas da variável dependente – proxy de manipulação de resultados – sendo analisado o valor total nos 4 modelos utilizados.

Tabela 5: Estatísticas descritivas da variável dependente

Modelo	N	Média	D. Padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Modelo de Jones	165	0,069	0,093	0,000	0,037	0,487
Modelo Modificado de Jones	165	0,070	0,093	0,000	0,038	0,485
Modelo Kasznick	165	0,068	0,092	0,000	0,036	0,474
Modelo Kothari	165	0,070	0,090	0,001	0,419	0,492

É possível observar que os valores absolutos de *accruals* discricionários é semelhante entre os vários modelos em análise. A média do valor do proxy de manipulação de resultados situa-se entre os 0,068 e os 0,070, sendo congruente com a literatura relativa à manipulação de resultados em Portugal (Grilo, 2014; Lisboa, 2016; Sousa, 2017; Ferreira, 2019) e a nível internacional (Hassen, 2014; Al-Absy *et al.*, 2018).

4.1.2 Caracterização variáveis independentes e de controlo

A tabela 6 demonstra as estatísticas descritivas sobre as variáveis independentes a aplicar no modelo, podendo assim apresentar uma melhor caracterização da amostra.

Tabela 6: Características descritivas das variáveis independentes

Variável	N	Média	D. Padrão	Percentil 25	Mediana	Percentil 75
$RF_{i,t}$	165	0,358	2,426	-1,423	0,579	1,939
$RV_{i,t}$	165	0,394	0,490	0,000	0,000	1,000
$Aud_{i,t}$	165	0,670	0,471	0,000	1,000	1,000
$CR_{i,t}$	165	0,710	0,456	0,000	1,000	1,000
$LnAT_{i,t}$	165	13,138	2,172	11,931	12,951	14,869
$ROA_{i,t}$	165	0,041	0,062	0,011	0,041	0,068
$GNE_{i,t}$	165	4,010	4,161	0,000	3,000	7,000

Relativamente às remunerações fixas (RF) apresentadas pelo Conselho de Administração, esta é, em média, de 1,2 milhões de euros, resultado numa remuneração média de 143 mil euros por gestor. No que diz respeito à existência de remunerações variáveis (RV) é possível observar que nem todas as entidades apresentam estas rubricas no seu reporte financeiro. Apenas 40% das entidades cotadas no Euronex afirmam ter pago aos seus administradores remunerações variáveis (RV). O valor médio de remuneração variável pago a cada conselho de administração (quando esta existe) é de 1,3 milhões de euros, resultado a uma remuneração variável por gestor de 115 mil euros.

Quanto à auditoria realizada (Aud), 67% das entidades da amostra são auditadas por Big4, mostrando que as entidades procuram demonstrar a qualidade do seu reporte financeiro, visto que existe correlação positiva entre a qualidade do reporte financeiro e a auditoria realizada por estas multinacionais (Gonçalves *et al.*, 2020).

A Comissão de Remunerações (CR) é passível de ser observada na estrutura organizacional de 71% das entidades, sendo assim esta a percentagem de entidades que seguem a recomendação emitida pela CMVM.

O ROA médio das entidades da amostra é de 4%, sendo que cerca de 50% destas apresentam um valor superior. Torna-se relevante indicar que nem todas as entidades analisadas apresentam lucros nos períodos em estudo, sendo que o valor mínimo observado é de -10%. É possível também verificar, através dos valores apresentados, que a amostra é bastante dispersa no que diz ao ROA (máximo = 17,3%; mínimo = -10%; desvio-padrão = 0,062). Estes valores

são congruentes com os resultados apresentados anteriormente (Jaiswell e Bhattacharyya, 2016; Borodovska, 2016); Niza, 2017).

4.2 Matriz de Correlação de Pearson

Tendo em vista a utilização de um modelo de regressão linear, é necessário verificar a multicolinearidade das variáveis a utilizar, isto é, a sua relação, de forma a garantir que não existem fortes correlações entre as mesmas. A tabela 7 apresenta a matriz de correlações de Pearson, sendo este coeficiente responsável pela análise da intensidade da relação entre as duas variáveis.

Tabela 7: Matriz de Correlação de Pearson

		$EM_{i,t}$ Kasznick	$RF_{i,t}$	$RV_{i,t}$	$Aud_{i,t}$	$CR_{i,t}$	$LnAT_{i,t}$	$ROA_{i,t}$	$GNE_{i,t}$
$EM_{i,t}$ Kasznick	Coef	1	0,128	0,000	0,026	-0,069	-0,241	-0,051	-0,117
	Sig. (bil)		0,050	0,500	0,371	0,189	0,001	0,257	0,067
$RF_{i,t}$	Coef		1	0,294*	0,256*	0,041	-0,894*	-0,294*	0,316*
	Sig. (bil)			0,000	0,000	0,301	0,000	0,000	0,000
$RV_{i,t}$	Coef			1	0,272*	0,380*	-0,041	-0,063	0,543*
	Sig. (bil)				0,000	0,000	0,301	0,209	0,000
$Aud_{i,t}$	Coef				1	0,435*	-0,103	-0,123	0,465*
	Sig. (bil)					0,000	0,095	0,058	0,000
$CR_{i,t}$	Coef					1	0,159	-0,013	0,361*
	Sig. (bil)						0,021	0,432	0,000
$LnAT_{i,t}$	Coef						1	0,268*	-0,118
	Sig. (bil)							0,000	0,066
$ROA_{i,t}$	Coef							1	-0,038
	Sig. (bil)								0,314
$GNE_{i,t}$	Coef								1
	Sig. (bil)								

Após a análise da tabela 7, é possível observar relações entre as diversas do modelo em estudo.

A variável remuneração fixa apresenta é positivamente correlacionada com a existência de remuneração variável ($r = 0,294$; $sig = 0,000$), a auditoria ser realizada por uma *Big4* ($r = 0,256$) e ainda o número de gestões não executivos presentes no conselho de administração. ($r = 0,316$; $sig = 0,000$). No entanto, esta mesma variável esta negativamente relacionada com o valor do Ativo ($r = -0,894$; $sig = 0,000$). No que diz respeito ao nível de manipulação de resultados, é possível observar uma correlação positiva entre a variável EM e a remuneração fixa paga ($r=0,128$; $sig = 0,050$).

Por sua vez, a remuneração variável apresenta uma correlação positiva com a realização de auditoria por parte de uma *Big4* ($r = 0,272$; $sig = 0,000$), a existência de uma comissão de remunerações na estrutura organizacional ($r = 0,380$; $sig = 0,000$) e o número de gestores não

executivos presentes no conselho de administração. O nível de manipulação de resultados (EM) não apresenta qualquer tipo de relação com a remuneração variável (RV) paga aos membros do Conselho de Administração.

Relativamente às variáveis de controlo é possível observar que a realização de auditoria por parte de uma *Big4* apresenta ainda uma correlação positiva com a existência de uma comissão de remunerações ($r = 0,435$; $sig = 0,000$) e o número de gestores não executivos ($r = 0,465$; $sig = 0,000$). É possível observar uma correlação negativa entre o nível de manipulação de resultados e o valor do ativo total da entidade ($r = -0,241$; $sig = 0,001$). Por último, podemos observar uma relação positiva entre o valor do ativo da entidade e o valor do ROA ($r = 0,268$; $sig = 0,000$).

Importa salientar que maior parte das correlações analisadas podem ser consideradas fracas (inferiores a 0,5), sendo considerada forte apenas a correlação entre a remuneração fixa e o valor do ativo da entidade (entre 0,7 e 0,9 em termos absolutos).

4.3 Resultados das Regressões

O Capítulo 4.1 permitiu analisar as diversas variáveis do modelo, possibilitando uma maior compreensão sobre as mesmas. Importa agora perceber como é que as mesmas variáveis se relacionam com o nível de manipulação de resultados calculado através de um modelo de regressão linear (*vide* tabela 8).

Tabela 8: Impacto da remuneração na manipulação de resultados

Modelo de Kasznick		
	t	Sig.
Constante	4,481	0,000***
Variáveis Independentes		
$RF_{i,t}$	-2,939	0,004**
$RV_{i,t}$	1,813	0,072*
Variáveis de Controlo		
$Aud_{i,t}$	0,652	0,516
$CR_{i,t}$	0,294	0,769
$LnAT_{i,t}$	-3,804	0,000***
$ROA_{i,t}$	-0,122	0,903
$GNE_{i,t}$	-0,607	0,545
Ind_2	-1,155	0,250
Ind_3	-1,946	0,054*
Ind_4	-1,331	0,260
Ind_5	-1,372	0,172
Ano_2015	0,011	0,991
Ano_2016	5,226	0,000***
Ano_2017	0,872	0,384
Ano_2018	0,224	0,035*
Indústria	Sim	
Ano	Sim	
R^2 Ajustado	0,255	
Durbin-Watson	1,752	
N	165	

*, ** e *** indicam estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,1, 0,05 e 0,001 respetivamente (n = 165)

Através dos resultados da regressão linear apresentados na tabela 8, é possível verificar que o valor da remuneração fixa paga (RF) aos membros do conselho de administração influencia negativamente e estatisticamente o nível de manipulação de resultados. A existência de remuneração variável (RV) na estrutura remunerativa influencia positivamente e estatisticamente o nível de manipulação de resultados.

4.4 Análise de Hipóteses

Relativamente à remuneração fixa paga aos membros do conselho de administração (H1), é possível observar que existe uma relação negativa entre o valor pago ($t = -2,939$) e o nível de manipulação de resultados sendo esta significativa ($sig = 0,004$), podendo verificar-se H1. Esta conclusão vai de encontro aos resultados obtidos por Safari *et al.* (2016), Hassen (2014) e Harvey *et al.* (2020).

Isto levamos a concluir que, no panorama português, os membros do conselho, quando bem remunerados com a remuneração base, tendem a querer manter a confiança dos acionistas, estando menos suscetíveis a incorrer em práticas de manipulação de resultados levando a uma melhor qualidade do reporte financeiro.

No que diz respeito à existência de uma componente variável na remuneração paga aos membros do conselho de administração (H2) pode observar-se uma relação positiva com o nível de manipulação de resultados ($t = 1,813$) podendo ser considerada significativa ($sig = 0,072$), sendo possível verificar-se H2. Assim, esta conclusão os resultados apresentados por Alhadah e Al-Own (2017), Gong *et al.* (2019), Qu *et al.* (2020), Sadiq *et al.* (2019) e Pecha (2018) que afirmam que, quando possível influenciar a sua remuneração em detrimento de objetivos alcançados, os administradores tendem a incorrer em práticas de manipulação de resultados de forma a aumentar a sua remuneração.

Assim, ao contrário do observado com as remunerações fixas, quando os membros do conselho de administração das empresas portuguesas, apresentam um salário com uma componente variável, a qualidade do reporte financeiro diminui.

As duas conclusões anteriormente apresentadas alinham assim com a Teoria da Agência, evidenciando que os gestores, quando bem remunerados e com objetivos devidamente estruturados, tendem a apresentar melhores resultados. No entanto, podemos também observar que pode existir um aproveitamento por parte dos gestores deste tipo de incentivos de forma a melhorar a sua remuneração.

Relativamente às variáveis de controlo apresentadas no modelo desenvolvido, é possível observar que existe uma relação positiva entre a realização de auditoria por parte de uma *Big4* (Aud) e o nível de manipulação de resultados observado ($t = 0,652$; $sig = 0,516$) tendo esta relação sido mencionada por diversos autores (Lakhal *et al.*, 2015; Niza, 2017) sendo a exigência e o rigor exigido por estas entidades a principal causa. A mesma relação foi possível ser observada entre a existência de uma Comissão de Remunerações e o nível de manipulação de resultados observado ($t = 0,294$; $sig = 0,769$) tendo sido observados resultados semelhantes por Aggyemang-Mintah (2016) e Haverkate (2020). A existência de um órgão externo ao

conselho de administração responsável pela composição de salários, incluindo a atribuição de prêmios, retira aos gestores poder para influenciar a sua remuneração futura e a excessiva indexação desta a metas e objetivos da empresa. Quanto ao tamanho da entidade ($LnAT$), foi possível observar uma relação negativa entre esta variável e o nível de manipulação de resultados ($t = -3,804$; $sig = 0,000$) indo de encontro às conclusões apresentadas por Siekelova *et al.* (2020) e Veronica (2015). Os autores acreditam que empresas de maior dimensão são sujeitas a maiores e melhores mecanismos de controlo interno, reduzindo assim a probabilidade de tentativas de manipulação de resultados. A mesma relação foi observada entre a rentabilidade dos ativos (ROA) e o nível de manipulação de resultados ($t = 0,122$; $sig = 0,903$), corroborando os resultados apresentadas Lakhali (2015) e Haw *et al.* (2004) que indicam que uma empresa com maior rendimento não necessita de inflacionar resultados. Por último, é possível observar uma relação negativa entre o número de gestores não-executivos do conselho de administração e o nível de manipulação de resultados ($t = -0,607$; $sig = 0,545$) confirmando os resultados apresentados por Ferreira (2019) e as recomendações da CMVM (CMVM, 2020) pois quanto maior o número de gestores não-executivos, menor a capacidade de influenciar resultados por parte dos restantes. É também importante mencionar que os gestores não-executivos, na sua generalidade, não obtêm qualquer remuneração variável, ou seja, dependente dos resultados da entidade e não são beneficiados por qualquer manipulação de resultados.

4.5 Teste de Robustez

De forma a validar os resultados obtidos no Capítulo 4.3 através do modelo de regressão linear, Modelo de Kasznick (2005) apresentam-se agora os resultados da regressão linear através de um dos modelos apresentados no Capítulo 3.3 – Modelo de Kothari.

Tabela 9: Teste de Robustez

Modelo de Kothari		
	t	Sig.
Constante	3,875	0,000***
Variáveis Independentes		
$RF_{i,t}$	-2,259	0,025**
$RV_{i,t}$	0,951	0,343
Variáveis de Controlo		
$Aud_{i,t}$	-0,007	0,994
$CR_{i,t}$	1,141	0,256
$LnAT_{i,t}$	-3,235	0,002**
$ROA_{i,t}$	-0,439	0,661
$GNE_{i,t}$	0,284	0,777
Ind_2	-1,267	0,207
Ind_3	-1,874	0,063*
Ind_4	-1,349	0,179
Ind_5	-1,367	0,174
Ano_2015	0,676	0,500
Ano_2016	5,367	0,000***
Ano_2017	1,609	0,110
Ano_2018	0,449	0,654
Indústria	Sim	
Ano	Sim	
R^2 Ajustado	0,224	
Durbin-Watson	1,855	
N	165	

*, ** e *** indicam estatisticamente significativo para um nível de significância de 0,1, 0,05 e 0,001 respetivamente (n = 165)

A tabela 9 permite concluir que as remunerações fixas (RF) influenciam negativamente a manipulação de resultados e que, pelo contrário, as remunerações variáveis influenciam positivamente a manipulação de resultados.

Podemos afirmar que os resultados observados obtidos através do Modelo Kothari (tabela 9) são bastante semelhantes aos obtidos através do Modelo Kasznick (tabela 8).

5. Conclusão

O presente trabalho analisa como o valor e a estrutura da remuneração paga aos membros do conselho de administração influencia os níveis de manipulação de resultados e, por consequência, a qualidade do reporte financeiro das entidades cotadas em Portugal. Esta dissertação tem como objetivo verificar como a formulação da remuneração dos administradores tem impacto na qualidade do reporte financeiro e pode dissuadir comportamentos oportunistíssimos por parte dos mesmos. Mais especificamente, foram analisados os valores de remuneração fixa e remuneração variável dos membros do conselho de administração das empresas selecionadas.

O estudo analisa 33 empresas cotadas no Euronext (bolsa de valores de Lisboa) entre 2014 e 2018, tendo sido realizada uma regressão linear múltipla de forma a obter um proxy do nível de manipulação de resultados de cada empresa, sendo esta depois comparada com o valor e estrutura da remuneração e o seu formato através do modelo desenvolvido e apresentado.

Os resultados demonstram uma correlação negativa entre o montante fixo pago aos membros do conselho de administração e o nível de manipulação de resultados observado, permitindo concluir que os gestores, quando bem remunerados e não dependentes do cumprimento de determinados objetivos, não tendem a incorrer em práticas de manipulação de resultados, sendo estas conclusões congruentes com as obtidas por Safari *et al.* (2016), Hassen (2014) e Harvey *et al.* (2020). Relativamente à remuneração variável, foi possível observar uma relação positiva com o nível de manipulação de resultados, demonstrando que quando a remuneração dos gestores está dependente dos resultados alcançados, estes tendem a incorrer em práticas de manipulação de resultados, sendo estas conclusões similares aos obtidos por Alhadah e Al-Own (2017), Gong *et al.* (2019), Qu *et al.* (2020), Sadiq *et al.* (2019) e Pecha (2018).

As conclusões apresentadas pretendem assim trazer contributos a nível legal e normativo – para a criação de leis e recomendações pelas entidades competentes - nível corporativo – auxiliar os acionistas a estabelecer remunerações de forma a garantir o bom funcionamento da entidade mas sem afetar a qualidade do reporte financeiro – e ainda a nível académico – apresentado uma análise do mercado português, podendo no assim estabelecer relações causa-efeito entre os elementos em estudo e, no futuro, estabelecer comparações com outros mercados. A reduzida literatura sobre este tema e a diversidade de opiniões e análises sobre o mercado português tornam relevante o estudo apresentado (Rodrigues *et al.*, 2011).

No entanto, esta dissertação apresenta algumas limitações. Devido à escolha do mercado português para este estudo, não foi possível obter uma amostra de dimensão suficiente para fazer inferência estatística. Em consequência, a divulgação do valor e estrutura das remunerações dos membros do conselho de administração das entidades no relatório de gestão é recente, levando à redução da amostra que a nível temporal como do número de empresas em estudo. É também importante referir que o relatório de gestão, não sendo um documento de apresentação obrigatória, não existe uma estrutura rígida para a indicação dos diversos indicadores. Assim, a informação não pode ser facilmente comparada e agregada, sendo a sua análise dificultada.

Por fim, e com base nas limitações atuais deste estudo, para investigações futuras sobre o tema. Após uma análise sobre o impacto das remunerações dos membros do conselho de administração das empresas cotadas no Euronex sugere-se: (1) realização de estudos com uma maior amplitude temporal, algo que não foi possível realizar neste estudo devido à recente disponibilização de informação sobre remunerações no relatório de gestão das empresas, permitindo assim uma maior amostra; (2) aplicação do modelo apresentado para o caso português para outros mercados semelhantes nível empresarial e legislativo, podendo assim realizar-se uma comparação direta.

6. Bibliografia

- Abdullah, S. & Ismail, K. (2016). Woman directors, family ownership and earnings management in Malaysia. *Asian Review of Accounting*, Volume 24(4): 525-550.
- Agyemang-Mintah, P. (2016). Remuneration Committee governance and firm performance in UK financial firms. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 13(1): 176-190.
- Al-Absy, M., Ismail, S. & Chandren, S. (2018). Board Chairmen's Involvement in the Nomination and Remuneration Committees and Earnings Management. *Australian Accounting, Business and Finance Journal*, Volume 12(4): 60-76.
- Alhadah, M. & Al-Own, B. (2017). Earnings Management and Banking Performance: Evidence from Europe. *International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences*, Volume 7(4): 134-145.
- Almadi, M. & Lazic, P. (2016). CEO incentive compensation and earnings management: The implications of institutions and governance systems. *Management Decisions*, Volume 54(10): 2447-2461.
- Alves, P., Couto, E. & Francisco, P. (2016). Executive pay and performance in Portuguese listed companies. *Research in International Business and Finance*, Volume 37:184-195.
- Alves, S. (2011). The effect of the board structure on earnings management: evidence from Portugal. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Volume 9(2): 141-160.
- Alves, S. (2012). Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Volume 6(1): 57-74.
- Andrés, P., Reig, R. & Vallelado, E. (2018). European banks' executive remuneration under the new European Union regulation. *Journal of Economic Policy Reform*, Volume 22(3): 208-225.
- Arun, T., Almahrong, Y. & Aribi, Z. (2015). Female directors and earnings management: evidence from UK companies. *International Review of Financial Analysis*, Volume 39: 137-146.
- Babatunde, A. & Olaniran, O. (2009). The effect of internal and external mechanisms on governance and performance of corporate firms in Nigeria. *Corporate Ownership and Control*, Volume 7(2): 330-340.
- Ball, R., Kothari, S & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 29(1): 1-51.
- Balsam, S. (1998). Discretionary Accounting Choices and CEO compensation. *Contemporary Accounting Research*, Volume 15(3):229-252.
- Baptista, C. & Sousa, M. (2011). Métodos e Técnicas de Investigação em Ciências Sociais. Em Baptista, C. & Sousa M. (Edits), *Como Fazer Investigação, Dissertações, Teses e Relatórios*, 2ª Edição: 53:59. Editora Pactor, Lisboa.
- Barontini, R., Bozzi, S. & Ferrarini, G. (2017). Executive remuneration standards and the "conformity gap" at controlled corporations. *Journal of Management & Governance*, Volume 21: 573-597.
- Barsky, N. (2002). The Market Game. *Wall Street Journal*, A18.
- Becker, C., Huselind, M., Becker, B.E. & Huselind, M. (1998). High Performance Work Systems and Firm Performance: A Synthesis of Research and Managerial Implications. *Research in Personnel and Human Resources Management*, Volume 16: 53-101.
- Bedchuk, L., Fried, J. & Walker, D. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *National Bureau of Economic Research, Working Paper 9068*.
- Beneish, M. (2001). Earnings Management: a perspective. *Managerial Finance*, Volume 27:3-17.

- Benkel, M., Mather, P. & Ramsay, A. (2006). The association between corporate governance and earnings management: the role of independent directors. *Corporate Ownership & Control*, Volume 3(4): 65-75.
- Beneish, M & Vargus M. (2002). Inside Trading, Earnings Quality and Accruals Mispricing. *The Accounting Review*, Volume 77(4): 755-791.
- Bhagat, S. & Romano, R. (2012). Reforming financial executives' compensation for the long term. Em Thomas, R. & Hill, J. (Edit), *Research Handbook on Executive Pay*. 1ª Edição: 136-58. Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, United Kingdom.
- Bloom, M. & Michel. J. (2017). The Relationships Among Organizational Context, Pay Dispersion, and Among Managerial Turnover. *Academy of Management Journal*, Volume 45(1): 33-42.
- Borges, R. (2017). Incentivos, salários e produtividade: uma análise na perspetiva dos trabalhadores. *Dissertação de Mestrado, Universidade dos Açores, Ponta Delgada, Portugal*.
- Borodovska, I. (2016). Determinantes da gestão de resultados nas pequenas e médias empresas em Portugal e a reforma de IRC. *Dissertação de Mestrado, ISCTE-IUL, Lisboa, Portugal*.
- Borrhalho, J. (2007). A associação entre a manipulação dos resultados contabilísticos e a opinião dos auditores. *Dissertação de Mestrado, ISCTE, Lisboa, Portugal*.
- Britzelmaier, B., Doll, A., Häberle, M & Kraus, P. (2013). Remuneration of management in the financial crisis – a study of the 2009 annual reports of the Euro Stoxx 50 companies. *EuroMed Journal of Business*, Volume 8(3): 209 – 219.
- Caeiro, A. (2018). Os fatores que influenciam a escolha das empresas de auditoria em Portugal. *Dissertação de Mestrado, ISCTE, Lisboa, Portugal*.
- Carreira, D. (2017). Manipulação de resultados e falência de empresas. *Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Leiria, Leiria, Portugal*.
- Cheng, Q. & Warfield, T. (2005). Equity Incentives and Earnings Management. *The Accounting Review*, Volume 80(2):441-476.
- Chua, W. (1986). Radical Developments in Accounting Thought. *The Accounting Review*, Volume 61(4): 601-632.
- Coffee, J. (2004). A theory of corporate scandals: why the United States and Europe differ. Em Norton, J & Rickford J. (Eds). *Corporate governance post-enron: Comparative and international perspectives*. British Institute of International and Comparative Law, Londres.
- Cohen, J., Krishnamoorthy, G. & Wright, A. (2004). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of Accounting Literature*, pp.87-152.
- Cohen, S., Bisogno, M. & Ioanna M. (2019). Earnings management in local governments: the role of political factors. *Journal of Applied Accounting Research*, Volume 20(3):331-348.
- Collisson, D., Cross, S., Ferguson, J., Power, D. & Stevenson, L. (2014). Financialization and company law: a study of the UK company law review. *Critical Perspectives on Accounting*, Volume 25(1): 5-16.
- Connelly, L., Takacs, Haynes, K., Tihanyi, L. Gamache, D. & Devers, C. (2016) Minding the Gap: Antecedents and Consequences of Top Management-To-Worker Pay Dispersion. *Journal of Management*, Volume 42(4):862-885.
- Conyon, M. (2006). Executive compensation and board governance in US firms. *The Economic Journal*, Volume 124: 60-89.
- Cordeiro, J., Veliyath, R. & Erasmus, E. (2000). An empirical investigation of the determinants of outside director compensation. *Corporate Governance: An International Review*, Volume 8(3); 268-279.
- Cunha, M. (2013). Métodos empíricos para detetar práticas de manipulação de resultados. *Revisores 3 Auditores, Outubro-Dezembro 2013: 15-23*.

- Cunha, V. & Rodrigues, L. (2018). Determinantes of Stature of Governance Disclosure in Portugal. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios (Review of Business Management)*, Volume 20(3), 338-360.
- Croci, E., Gonenc, H. & Ozhan, N. (2012). CEO compensation, family control, and institutional investors in Continental Europe. *Journal of Banking & Finance*, Volume 36 (12): 3318-3335.
- Daily, C., Johnson, L., Ellstrand, A. & Dalton, D. (1998). Compensation committee composition as a determinant of CEO compensation. *The Academy of Management Review*, Volume 22(1): 20-47.
- Damak, S. (2018). Gender diverse board and earnings management: evidence from French companies. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, Volume 9(3): 289-312.
- Das, S., Kim, K. & Patro, S. (2013) An Analysis of Managerial Use and Market Consequences of Earnings Management and Expectation Management. *The Accounting Review*, Volume 86(6): 1935-1967.
- DeAngelo, L. (1981). Audit size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 3: 183-199.
- Dechow, P., Hutton, A. & Sloan, R. (1996). Economic Consequences of Accounting for Stock-Based Compensation. *Journal of Accounting Research*, Volume 34: 1-20.
- Dechow, P., Sloan, R. & Sweeney, A. (1995). Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Volume 70(2): 193-225.
- Dias, P. (2015). As diferenças entre o resultado contabilístico e o fiscal e a gestão dos resultados: Evidência empírica de empresas privadas portuguesas. Dissertação de Doutoramento, ISCTE, Lisboa, Portugal.
- Diegues, A. & Alves, J. (2016). A qualidade da informação financeira como indicador da probabilidade da falência da empresa: revisão de literatura. Working Paper 83B, Instituto Politécnico de Bragança, Bragança, Portugal.
- Dikolli, S., Keusch, T., Mayew W. & Steffen, T. (2020). *American Accounting Association*, Volume 95(2): 1-7.
- Duarte, C., Esperança, J. & Curto, J. (2006). Determinantes da remuneração variável nas empresas portuguesas. *Revista Alcance*, Volume 13(3), 329-353.
- Duarte, H. (2015). Gestão de remunerações. Em Ferreira, A., Martinez L., Nunes, F. & Duarte, H. (Coords.), *Gestão de Recursos Humanos para Gestores*, 1ª Edição:309-338. Editora HR, Lisboa.
- Ebrahim, A. (2007). Earnings Management and Board Activity: an additional evidence. *Review of Accounting and Finance*, Volume 6(1): 42-58.
- Eisenhardt, K. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *Academy of Management Review*, Volume 14(1): 57-74.
- Ewert, R. & Wagenhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, Volume 80(4): 1101-1124.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, Volume 88(2): 288-307.
- Fama, E. & Jensen M. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, Volume 26(2): 327-356.
- Fernandes, N. & Ferreira M. (2007). The Evolution of Earnings Management and Firm Valuation: A Cross-Country Analysis. EFA 2007 Ljubljana Meetings Paper.
- Ferreira, P. (2019). Características de governo de sociedade e manipulação de resultados. Dissertação de Mestrado, ISCTE, Lisboa, Portugal.
- Filip, A. & Raffournier, B. (2014). Financial Crisis and Earnings Management: The European Evidence. *The International Journal of Accounting*, Volume 49(4): 455-478.

- Francis, B., Hasan, I & Lingxiang, L. (2016). A cross-country study of legal-system strength and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, Volume 35(5): 477-512.
- Francis, J, Reichelt, R. & Wang, D. (2005). The Pricing of National and Cityspecific Reputations for Industry Expertise in the U.S. Audit Market. *The Accounting Review*, Volume 80(1): 1521-1552.
- Fredriksson, A., Kiran, A. & Niemi, L. (2020). Reputation Capital of Directorships and Demand for Audit Quality. *European Accounting Review*, Volume 1(1): 901:926.
- Fuentes, C., Blanes, F. & Porcuna, R. (2019). Executive remuneration determinants: New evidence from meta-analysis. *Econ Res Ekonomska Istraživanja*.
- García-Meca, E. & Sánchez-Ballesta, J. (2009). Corporate Governance and Earnings Management: A Meta-Analysis. *Corporate Governance An International Review*, Volume 17(5): 594-610.
- Goh, L. & Gupta, A. (2016). Remuneration of non-executive directors: evidence from the UK. *The British Accounting Review*, Volume 48(3): 379-399.
- Gomes, S. (2015). Incentivos fiscais para a manipulação de resultados: reporte fiscal de prejuízos. *Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Economia e Gestão, Lisboa, Portugal.*
- Gonçalves, T., Gaio, C. & Azevedo, R. (2020). Gestão de resultados: evidência europeia das empresas cotadas versus não cotadas. *Innovar*, Volume 30(76): 77-90.
- Gong, G., Li, L. & Yin, H. (2019). Relative performance evaluation and the timing of earnings release. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 67: 358-386.
- González-Sánchez, M. Jiménez, E. & San Juan, A. (2021). Board of Directors' Remuneration, Employee Costs, and Layoffs: Evidence from Spain. *Sustainability 2021*, Volume 13(14): 7518
- Gordon, J. (2010). What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections. *The University of Chicago Law Review*, Volume 69(3): 1233-1250.
- Grilo, L. (2014). Qualidade da informação contabilística antes e pós crise financeira: o caso de Portugal, Espanha, Grécia e Itália. *Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa.*
- Grinblatt, M. & Titman, S. (1998). *Financial markets and Corporate Strategy*, Second European Edition.
- Gul, F., Leung, S. & Srinidhi, B. (2013). Informative and Opportunistic Earnings Management and the Value Relevance of Earnings: Some Evidence of the Role of IOS.
- Gunny, K. (2005). What are the consequences of real earnings management?. *Dissertação de Doutoramento, University of California, Berkeley, USA.*
- Hair, J., Black, W., Babin, B., Anderson, R. & Tatham, R. (2006). *Multivariate data analysis*. Pearson Education, New Jersey.
- Hassen, R. (2014). Executive compensation and earnings management. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Volume 4(1): 84-105.
- Haverkate, Y. (2020). *Dissertação de Mestrado, University of Twente, Enschede, Países Baixos.*
- Harvey, C, Maclean, M & Price, M. (2020). Executive remuneration and the limits of disclosure as an instrument of corporate governance. *Critical Perspectives on Accounting*, Volume 69: 1-20.
- Haw, I., Hiu, Bingbing, Hwang, L. & Wu, W. (2004). Ultimate Ownership, Income Management, and Legal and Extra-legal institutions. *Journal of Accounting Research*, Volume 42(2): 423-463.

- Healy, P. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 7(1): 85-107.
- Healy, P., Kang, S. & Palepu, K. (1987). The effect of accounting procedure changes on CEO's cash salary and bonus compensation. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 9(1): 7-34.
- Healy, P. & Wahlen, J. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Volume 13(4):365-383.
- Hill, M., Pfarrer, M. & Graffin, S. (2012). Untangling Executive Reputation and Corporate Reputation: Who made Who? Em Barnett, M. & Pollock T. (Edit.) *The Oxford Handbook of Corporate Reputation*, 1ª Edição: 221-239.
- Holthausen, R., Larcker, D. & Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 19: 29-74.
- Ibrahim, S., Xu, L. & Rogers, G. (2011). Real and accrual-based earnings management and its legal consequences: Evidence from seasoned equity offerings. *Accounting Research Journal*, Volume 24(1): 50-78.
- Jaafar, S. (2014). Director Remuneration Pay: Trends During and After the Financial Crisis of 2007 to 2009. *Australasian Accounting, Business and Financial Journal*, Volume 8(3): 55-68.
- Jaiswell, S. & Bhattacharyya, A. (2016). Corporate governance and CEO compensation in Indian firms. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Volume 12: 159-175.
- Jensen, M, & Meckling W. (1976) Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Volume 3(4): 305-360.
- Jensen, M. & Murphy. K. (1990). CEO Incentives - It's Not How Much you Pay, But How. *Journal of Applied Corporate Finance*, Volume 3.3, 36-49.
- Jensen, M. & Murphy. K. (2004). Remuneration: Where we've been, How we got to here, What are the problems, and How to fix them.
- Jones, J. (1991). Earnings Management during import relief investigations. *Journal of Account Research*, Volume 29: 193-228.
- Jones, M. (2011). The Creative Accounting and Fraud Environment. Em Jones, M. (Edit) *Creative Accounting, Fraud and International Account Scandals*, 1ª Edição: 21-29.
- Kabir, R., Li, H. & Veld-Merkoulova, Y. (2018). Do managers act opportunistically towards the end of their carrer?. *Journal of International Financial Markets, Institutions, and Money*, Volume 56: 218-232.
- Kam, W. (2010). CEO variable remuneration and Earnings Management: "A study on the relationship between CEO remuneration and Earnings Management". *Dissertação de Mestrado*. Rotterdam School of Economics, Roterdão, Países Baixos.
- Kanapathippilla, S., Mihret, D. & Johl, S. (2019). Remuneration Committees and Attribution Disclosures on Remuneration Decisions: Australian Evidence, *Journal of Business Ethics*, Volume 158, 1063-1082.
- Kang, H., Leung, S., Morris, R. & Gray, S. (2013). Corporate governance and earnings management: an australian perspective. *Corporate Owership and Control*, Volume 10(3): 95-113.
- Kasznik, R. (1999). On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research*, Volume 37(1): 57-81.
- Kothari, S., Leone, A. & Wasley, C. (2005). Performance matched discretionary accruals measures. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 39(1): 163-197.
- Krauter, E. (2009). Contribuições do sistema de remunerações dos executivos para o desempenho financeiro: um estudo com empresas industriais brasileiras. *Dissertação de doutoramento*, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

- Krishnan, G. (2003). Does Big6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?. *Accounting Horizons*, Supplement: 1-16.
- Lakhal, N. (2015). Corporate Disclosure: Ownership Structure and Earnings management: The case of French-listed firms. *Journal of Applied Business Research*; Laramie, 31(4), 1493-1504.
- Lee, M. & Hwang, I. (2019). The effect of the compensation system on earnings management and sustainability: evidence from Korea Banks. *Sustainability* 2019, Volume 11: 1-24.
- Lewellen, W., Loderer, C. & Martin, K. (1987). Executive compensation and executive incentive problems: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, Volume 9(3): 287-310.
- Lisboa, I. (2016). Impact of financial crisis and family control on earnings management of Portuguese listed firms. *European Journal of Family Business*: Volume 6: 118-131.
- Lommers, F. (2019). CEO remuneration and Firm Performance: an analysis of the FTSE 100. *Dissertação de Mestrado, Universidade de Twente, Enschede, Países Baixos*.
- Lopes, I. (2015). Research methods and methodology towards knowledge creation in accounting. *Contaduría y Administración*, Volume 60(1): 9-30.
- Maas, K. & Rosendaal, S. (2016). Sustainability Targets in Executive Remuneration; Targets, Time Frame, Country, and Sector Specification. *Business Strategy and the Environment*, Volume 25(6): 390-401.
- Maia, A. (2014). “Earnings Management” na banca portuguesa – os casos do BCP, BES e BPI. *Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, Portugal*.
- Major, M. (2017). O positivismo e a pesquisa “alternativa” em Contabilidade. *Revista Contabilidade & Finanças*, Volume 28(74): 173-178.
- Marques, M. (2008). A manipulação de resultados induzida pelo planeamento fiscal: o caso das pequenas e médias empresas portuguesas. *Dissertação de Mestrado, Universidade do Minho, Braga, Portugal*.
- Marroco, J. (2018). Regressão Linear. Em Marroco, J. *Análise Estatística com o SPSS Statistics*, 7ª Edição: 657-780, Editora Report Number, Pêro Pinheiro.
- Merino, E., Manzaneque-Lizaro, M. & Sanchez-Araque, J. (2020). Sustainability and Corporate Governance: Transparency and Excessive Directors’ Remuneration in Listed Companies during the Global Financial Crisis. *Sustainability* 2020, Volume 12(1): 158.
- Monteiro, C. (2017). Manipulação dos resultados nas PME’s Portuguesas: O caso das empresas em insolvência financeira. *Dissertação de Mestrado, Escola Superior de Tecnologias e Gestão de Viseu, Viseu, Portugal*.
- Moreira, J. (2006). Are financing needs a constraint to earnings management? Evidence for private Portuguese firms. *CETE – Research Center on Industrial, Labor and Managerial Economics*, discussion papers 0610. *Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto*.
- Niza, I. (2017). A gestão dos resultados em Portugal e o impacto da auditoria. *Dissertação de Mestrado, ISCTE-IUL, Lisboa, Portugal*.
- Obermann, J. & Velte, P. (2018). Determinants and consequences of executive compensation-related shareholders activism and say-on-pay votes: A literature review and research agenda. *Journal of Accounting Literature*, Volume 40, June 2018: 116-151.
- Oliveira, M. (2008). Manipulação dos Resultados por Empresas Portuguesas em Dificuldades Financeiras: Estudo de um Caso Português. *Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Porto, Portugal*.
- Palma, M. (2019). Relação entre Earnings Management e Corporate Governance: empresas não cotadas em Portugal. *Dissertação de Mestrado, ISCTE-IUL, Lisboa, Portugal*.
- Panda, B. & Leepsa, N. (2017). Agency theory; Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, Volume 10(1): 74-95.

- Peasnell, K., Pope, P. & Young, S. (2005) Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, Volume 32(7-8): 1311-1346.
- Pecha, D. (2018). The Structure and Incentive Properties of CEO Bonuses: Do Annual CEO Bonus Plans Spur Earnings Management?. *Dissertação de Doutoramento, The Hong Kong Polytechnic University School of Accounting and Finance.*
- Pepper, A. & Gore, J. (2015). Behavioral Agency Theory: New Foundations for Theorizing About Executive Compensation. *Journal of Management*, Volume 41(4): 1045-1068.
- Pickett, K. (2010). Em Pickett, K. (Edit). *Corporate Governance Perspectives. The internal auditing handbook. 1ª Edição: 23-172. John Wiley & Sons. Nova Jersey.*
- Poças, M. (2012). *Corporate Governance: a composição e o estatuto remuneratório do órgão de administração. Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Faculdade de Economia e Gestão, Lisboa, Portugal.*
- Prazeres, C. (2016). *A qualidade de auditoria e as características do auditor: evidência e Portugal. Dissertação de Mestrado, ISCTE-IUL, Lisboa, Portugal.*
- Recomendação da Comissão relativa às políticas de remuneração no setor dos serviços financeiros de 30 de Abril da Comissão das Comunidades Europeias. *Jornal Oficial da União Europeia: I série, nº120 (2009).*
- Regulamento Europeu nº 537/2014 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Abril, transposta para a legislação portuguesa pela Lei nº148/2015 de 9 de Setembro
- Riotto, J. (2008). Understanding the Sarbanes-Oxley Act – A valued added approach for public interests. *Critical Perspectives on Accounting*, Volume 19(7): 752-962.
- Rodrigues, L., Marques, M. & Craig, R. (2011). Earnings management induced by tax planning: The case of Portuguese private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Volume 20(2): 83-96.
- Rodriguez-Ariza, L., Martínez-Ferrero, J. & Bermejo-Sánchez, M. (2016). Consequences of earnings management for corporate reputation: Evidence from family firms. *Accounting Research Journal*, Volume 29(4): 457-474.
- Ryan, H. & Wiggins, R. (2001). The influence of firm-and manager-specific characteristics on the structure compensation. *Journal of Corporate Finance*, Volume 7(2): 101-123.
- Qu, X., Yao, D. & Percy, M. (2020) How the Design of CEO Equity-Based Compensation can Lead to Lower Audit Fees: Evidence from Australia. *Journal of Business Ethics*, Volume 163: 81-308.
- Sadiq, M., Othaman, Z. & Keong, O. (2019) *Asian Economic and Financial Review*, Volume 9(5): 642-653.
- Safari, M., Cooper, B. & Dellaportas, S. (2016). The influence of Remuneration Structures on Financial Reporting Quality: Evidence from Australia. *Australian Accounting Review*, Volume 26(1): 66-75.
- Schulze, W., Lubatkin, M. & Dino, R. (2002). Toward a theory of agency and altruism in family firms. *Journal of Venturing*, Volume 18, 156-161.
- Schipper, K. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*. Volume 3(4): 91- 102.
- Shapiro, S. (2005). Agency Theory. *Annual Review of Sociology*, Volume 31: 263-284.
- Siekelova, A., Androniceanu, A., Durana, P. & Michalikova, K. (2020). Earnings Management (EM), Initiatives and Company Size: An Empirical Study. *Acta Polytechnica Hungarica*, Volume 17(9): 41-56.
- Silva, C., Karsumi, N., Rodrigues, J. & Lourenço, I. (2018). Gestão de resultados através da estimada de perda de créditos em bancos brasileiros e luso-espanhóis. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, Volume 15(37):139-157.

- Silva, J. (2010). Relação entre a remuneração variável dos gestores e o gerenciamento de resultados nas empresas de capital aberto brasileiras. Dissertação de Mestrado, Universidade Regional de Blumenau, Santa Catarina, Brasil.
- Silva, P. (2011). Factores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico do Porto, Porto, Portugal.
- Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?. *The Accounting Review*, Volume 71(3): 289-315.
- Sousa, A. (2017). Serão os impostos um incentivo à manipulação dos resultados? Estudo das empresas ibéricas. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Coimbra (Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra, Coimbra, Portugal.
- Tinoco, P., Rossi, G. & Portugal, G. (2015). Executive Compensation in the Largest State-Owned and Private Electric Power Companies Listed on the BM&FBOVESPA Stock Exchange. *Contabilidade, Gestão e Governança – Brasília*, Volume 18(3), 142-161.
- Veronica, A. (2015) The influence of leverage and its size on the earnings management. *Research Journal of Finance and Accounting*, Volume 6(8): 159-167.
- Vieira, A. (2017). Manipulação dos resultados através dos impostos diferidos: uma revisão da literatura. Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro, Aveiro, Portugal.
- Vieira E. & Madaleno, M. (2019). Gerenciamento de Resultados e governança corporativa em empresas familiares: evidência de um pequeno mercado. Em Oliveira, JD, Azevedo, GM, & Ferreira, AD (Ed.), *International Financial Reporting Standards and New Directions in Earnings Management*, 1ª Edição:154-178, IGI Global.
- Vila, A. (2012). A manipulação de resultados contabilísticos: uma revisão de literatura. Dissertação de Mestrado, Universidade da beira Interior (Escola de Ciências Sociais e Humanas), Covilhã, Portugal.
- Yan-Jun, X. & Yan-Xin, C. (2017). Executive compensation and real management: perspective of managerial power. *International Journal of Advances in Management and Economics*, Volume 6(2): 37-47.
- Young, C., Tsai, L., Chen, C. & Liao, S. (2012). Board Characteristics and Real Earnings Management. *National Taiwan University Press*, Volume 23(1): 363-400

7. Anexos

7.1 Anexo A – Lista de empresas incluídas na amostra

Tabela 10: Lista de empresas incluídas na amostra

Nome da Empresa	SIC CODE	SIC Classification	Remuneração Variável	Comissão de Remunerações
ALTRI SGPS	2611	Indústria	Não	Não
COFINA	2711	Indústria	Sim	Sim
COMPTA EQUIP.E SERI.DE INFA.	7373	Serviços	Não	Não
CONDURIL ENGENHARIA	1611	Construção	Sim	Sim
COPAM COMPANHIA PORTUGUESA DE AMIDOS	2046	Indústria	Sim	Sim
CORTICEIRA AMORIM	2499	Indústria	Sim	Sim
EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	4911	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
EDP RENOVAVEIS	4911	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
GALP ENERGIA SGPS	2911	Indústria	Sim	Não
GLINTT GLOBAL INTELLIGENT TECHNOLOGIES	7373	Serviços	Sim	Não
IBERSOL - SGPS	5812	Retalho	Sim	Sim
IMOBILIARIA CONSTRUTORA GRAO PARA	7011	Serviços	Sim	Não
IMPRESA SGPS	4833	Transportes e Comunicações	Sim	Não
INAPA INVESTIMENTOS PARTICIPACOES E GESTAO	5112	Retalho	Não	Sim
ISA INTELLIGENT SENSING ANYWHERE	3669	Indústria	Sim	Sim
JERONIMO MARTINS	5411	Retalho	Sim	Sim
LISGRAFICA IMSS.E ARTES GRAFICAS	2752	Indústria	Sim	Sim
MARTIFER	3674	Indústria	Sim	Não
MEDIA CAPITAL	4833	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
MOTA ENGIL SGPS	1611	Construção	Sim	Sim
NAVIGATOR COMP	2621	Indústria	Não	Sim
NOS SGPS	4813	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
OLI SISTEMAS SANITARIOS	3088	Indústria	Não	Não
REDITUS SDT.DPTP. SCS.	7373	Serviços	Sim	Sim
REN REDES ENERGETICAS NACIONAIS	4911	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
SEMAPA	2621	Indústria	Sim	Sim
SOLVERDE N LIMITED DATA	7011	Serviços	Não	Não
SONAE CAPITAL	4911	Transportes e Comunicações	Sim	Sim
SONAE SGPS	5411	Retalho	Sim	Sim
SONAGI LIMITED DATA	6512	Serviços	Sim	Sim
TEIXEIRA DUARTE	1611	Construção	Sim	Não
TOYOTA CAETANO	3711	Indústria	Sim	Sim

Nota: Considera-se que uma empresa apresenta remuneração variável quando, pelo menos em um dos anos em estudo, esta apresenta remuneração variável.

7.2 Anexo B - Tolerância e coeficiente VIF do modelo em análise

Tabela 11: Tolerância e coeficiente VIF do modelo em análise

	Sigla	Tolerância	VIF
Variável Dependente			
Constante	EM	-	-
Variáveis Independentes			
Remuneração Fixa	$RF_{i,t}$	0,116	8,596
Remuneração Variável	$RV_{i,t}$	0,524	1,907
Variáveis de Controlo			
Auditoria por uma empresa Big4	$Aud_{i,t}$	0,600	1,666
Comissão de Remunerações	$CR_{i,t}$	0,641	1,560
Ativo Total	$LnAT_{i,t}$	0,1174	8,517
ROA	$ROA_{i,t}$	0,8143	1,228
Gestores não executivos	$GNE_{i,t}$	0,5498	1,819
Ind_2	Ind2	0,2682	3,729
Ind_3	Ind3	0,3681	2,717
Ind_4	Ind4	0,4673	2,140
Ind_5	Ind5	0,3372	2,966
Ano_2015	A2015	0,6211	1,610
Ano_2016	A2016	0,6215	1,609
Ano_2017	A2017	0,6017	1,662
Ano_2018	A2018	0,6211	1,610