

Mestrado em Finanças

O impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”

por

José Nelson Vieira da Costa

*Dissertação com vista à obtenção do Grau de Mestre em Finanças pela
Faculdade de Economia da Universidade do Porto*

Orientada por:

Professor Doutor Jorge Bento Ribeiro Barbosa Farinha
Professor Doutor José António Cardoso Moreira

Porto 2008

NOTA BIOGRÁFICA

José Nelson Vieira da Costa nasceu no Porto a 12 de Setembro de 1978.

Concluiu o ensino secundário na Escola Secundária do Padrão da Légua (Matosinhos) com classificação final de 18 valores.

Em 1996 ingressou no curso de Gestão da Faculdade de Economia da Universidade do Porto onde se licenciou em 2001 com média final de 15 valores. Em Setembro de 2001 iniciou a sua actividade profissional na multinacional de auditoria e consultoria – PricewaterhouseCoopers – onde se encontra, actualmente, em funções.

Em 2007 concluiu a parte escolar do Mestrado em Finanças com média final de 16 valores.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de começar por agradecer àquelas pessoas-chave sem as quais, indubitavelmente, não teria sido possível realizar esta dissertação: os meus orientadores. Aos Professores Doutores Jorge Farinha e José António Moreira endereço os meus especiais agradecimentos pela enorme disponibilidade e pela elevada pertinência dos comentários e sugestões.

Quero ainda expressar os meus agradecimentos a todas aquelas pessoas que comigo convivem e me apoiam constantemente, aos meus amigos e, em especial, à minha namorada pela elevada paciência e compreensão durante todo o Mestrado.

Por fim, não posso deixar de agradecer à enorme organização chamada PricewaterhouseCoopers, da qual tenho o prazer de fazer parte, por todo o tipo de recursos disponibilizados para que o meu Mestrado fosse mais uma etapa concretizada de um longo caminho que ainda falta percorrer.

Para a Cristina...

RESUMO

“...entrenchment is the extent to which managers fail to experience discipline from the full range of corporate governance and control mechanisms”
(Berger *et al.*, 1997).

Este trabalho estuda a relação entre o fenómeno do “entrincheiramento” da gestão e a ocorrência de práticas de manipulação dos resultados contabilísticos (“*earnings management*”).

De acordo com a revisão da literatura efectuada, verifica-se que não se encontra suficientemente estudada a (potencial) relação existente entre “entrincheiramento” e “*earnings management*”, embora se possam encontrar alguns estudos que relacionam a manipulação de resultados com algumas das determinantes do “entrincheiramento”. O presente estudo distingue-se por utilizar não apenas uma determinante isolada que sirva de “*proxy*” ao “entrincheiramento”, mas um índice de mecanismos potenciadores desse fenómeno, relacionando-o com diferentes medidas utilizadas na literatura como “*proxies*” de “*earnings management*”.

Recorrendo a uma amostra de dados com mais de 15.500 observações (empresas-ano) relativas à realidade norte-americana, para os anos de 1990 a 2004, obteve-se evidência empírica de que existe uma relação inversa e significativa entre “entrincheiramento” e manipulação de resultados, evidente, sobretudo, em situações de elevado nível de “entrincheiramento”. Isto é, recorrendo a um índice de determinantes do “entrincheiramento”, constatou-se que, ao contrário do que inicialmente se esperava, quanto maior o grau de “entrincheiramento”, menor o nível de “*earnings management*”. Esta conclusão manteve-se qualitativamente inalterada e significativa quer recorrendo a diferentes modelos de detecção de “*earnings management*” baseados nos “*accruals*” discricionários (modelo original de Jones, 1991; modelo de Jones Modificado de Dechow *et al.*, 1995 e modelo de “cash-flows” de Dechow e Dichev, 2002) quer recorrendo aos “*restatements*” de resultados como “*proxy*” do “*earnings management*”.

Embora, não se encontre na literatura justificação para uma relação dessa natureza, este resultado parece indiciar que, nas situações em que a gestão se encontra mais “*entrincheirada*”, ou seja, em que não vê os seus lugares em perigo, também não sentirá muitas pressões para divulgar resultados contabilísticos distorcidos aos diversos “*stakeholders*”.

Este resultado pode ser olhado como motivação para futuros estudos que permitam aprofundar o conhecimento da relação entre “entrincheiramento” e manipulação dos resultados e questionar a ideia negativa habitualmente associada àquele.

ABSTRACT

This work studies the relationship between management entrenchment and the incidence of earnings management.

According to the literature review, I verified that, although there are some studies which relate earnings management with some management entrenchment determinants, it is not enough investigated the eventual relationship between entrenchment and earnings management. This study distinguishes itself from other because I do not use an isolated entrenchment determinant as entrenchment's proxy. Indeed, in this work, entrenchment is measured by an index composed of six entrenchment determinants. This entrenchment index was used to assess the relationship between entrenchment and different proxies of earnings management in order to obtain larger robustness.

Using a large sample of around 15,500 firm-year observations in the U.S. market (COMPUSTAT) for the period 1990-2004, and controlling for other effects reported in the earnings management literature, I found evidence that there is a significant trade-off between entrenchment and earnings management. In fact, using that six determinants entrenchment index, I found unexpected evidence which suggests that the higher the level of entrenchment the lower the earnings management activity. This evidence keeps unchanged and significant either I measure earnings management through discretionary accruals obtained from different earnings management models (I used three different earnings management accruals' models: Jones, 1991; Modified Jones, Dechow *et al.*, 1995 and Dechow and Dichev cash-flow's model, 2002), or even if I measure earnings management using earnings restatements.

Although I did not find any clear explanation in literature to this evidence, the negative relationship between entrenchment and earnings management can possibly indicate that when management is entrenched and, therefore, they do not see their positions threatened, there is less pressure to disclose managed earnings to the stakeholders.

This study can be seen as a motivation for a future deeper research on this empirical evidence and even on the negative notion attributed to management entrenchment. Should we continue to perceive management entrenchment as a bad new for companies' shareholders?...

ÍNDICE

ÍNDICE DE TABELAS	10
INTRODUÇÃO	11
1 – REVISÃO DA LITERATURA: “EARNINGS MANAGEMENT”	17
1.1 – NOÇÕES DE “EARNINGS MANAGEMENT”	17
1.2 – PRÁTICAS DE “EARNINGS MANAGEMENT”	18
1.3 – MOTIVAÇÕES DA GESTÃO SUBJACENTES AO “EARNINGS MANAGEMENT”	21
1.3.1 – <i>Motivações relacionadas com o Mercado de Capitais.</i>	21
1.3.1.2 – “Seasoned equity offerings” (SEO’s)	22
1.3.1.3 – Fusões e Aquisições (F&A)	23
1.3.1.4 – “Management Buy-outs” (MBO’s)	24
1.3.2 – <i>Motivações relacionadas com o cumprimento de objectivos e previsões.</i>	25
1.3.2.1 – Manipulação para evitar perdas ou redução nos resultados	25
1.3.2.2 – Manipulação para corresponder às previsões dos analistas	26
1.3.3 – <i>Motivações relacionadas com questões contratuais.</i>	27
1.3.3.1 – Contratos de Dívida que incluam “covenants”	27
1.3.3.2 – Contratos de Compensação dos Gestores	29
1.3.4 – <i>Motivações decorrentes de questões políticas, legais e de regulação.</i>	30
1.3.5 – <i>Motivações relacionadas com questões fiscais.</i>	32
1.4 – MODELOS DE DETECÇÃO DE “EARNINGS MANAGEMENT”	33
2 – O “ENTRINCHEIRAMENTO”, O “CORPORATE GOVERNANCE” E O “EARNINGS MANAGEMENT”	39
2.1 – NOTAS INTRODUTÓRIAS	39
2.2 – DETERMINANTES E MEDIDAS DO “ENTRINCHEIRAMENTO”	41
2.3 – O “ENTRINCHEIRAMENTO” E O “EARNINGS MANAGEMENT”	45
2.4 – DEFINIÇÃO DA HIPÓTESE DE INVESTIGAÇÃO	47
3 – O ESTUDO EMPÍRICO	49
3.1 – O MODELO EMPÍRICO E A DEFINIÇÃO DAS VARIÁVEIS	49
3.1.1 – As “proxies” de “ <i>earnings management</i> ”	49
3.1.2 – O Índice de “entrincheiramento” (<i>E_Index</i>)	54
3.1.3 – As variáveis de controlo	55
3.2 – SELECÇÃO DA AMOSTRA E ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS	60
3.2.1 – Amostra de Dados	60
3.2.2 – Estatísticas Descritivas Genéricas	62
3.2.3 – Estatísticas descritivas relativas aos “accruals” discricionários	66
3.2.4 – Estatísticas descritivas relativas à variável dependente “restatements”	71
3.3 – RESULTADOS EMPÍRICOS	73
3.3.1 – Resultados empíricos obtidos usando como variável dependente os “accruals” discricionários (DAC)	73
3.3.2 – Resultados empíricos obtidos usando os “restatements” como “proxy” para a manipulação dos resultados	80
4 – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E “CAMINHOS” FUTUROS	85
BIBLIOGRAFIA	88
ANEXOS	98

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1: Selecção da amostra.....	61
Tabela 2: Distribuição das observações da amostra final por ano.....	62
Tabela 3: Distribuição das observações da amostra final por indústria.....	63
Tabela 4: Distribuição das observações da amostra final por índice de “entrincheiramento”.....	64
Tabela 5: Estatísticas descritivas básicas das variáveis principais.....	65
Tabela 6: Estatísticas descritivas dos DAC por factores.....	66
<u>Painel A:</u> Variável DAC por índice de “entrincheiramento” (15.568 emp.-ano).....	66
<u>Painel B:</u> Variável DAC por Código de Indústria.....	67
<u>Painel C:</u> Variável DAC por D_DIM (15.568 emp.-ano).....	68
<u>Painel D:</u> Variável DAC por D_ENDIV (15.568 emp.-ano).....	68
<u>Painel E:</u> Variável DAC por NFE (15.568 emp.-ano).....	69
<u>Painel F:</u> Variável DAC por EDF (15.568 emp.-ano).....	69
<u>Painel G:</u> Variável DAC por D_BM (15.568 emp.-ano).....	70
Tabela 7: Matriz de correlações de Pearson e Spearman.....	70
Tabela 8: Distribuição dos “ <i>restatements</i> ” por ano.....	71
Tabela 9: Distribuição dos “ <i>restatements</i> ” por Código de Indústria.....	72
Tabela 10: O impacto do “entrincheiramento” no “ <i>earnings management</i> ” – modelos baseados nos “ <i>accruals</i> ” discricionários.....	74
Tabela 11: O impacto do “entrincheiramento” no “ <i>earnings management</i> ” – modelo baseado nos “ <i>restatements</i> ”.....	81

INTRODUÇÃO

O governo das sociedades, ou “*corporate governance*”¹ na expressão inglesa, tem sido alvo do mais variado tipo de estudos e investigação. De acordo com Shleifer e Vishny (1997), “*corporate governance*” “refere-se às formas pelas quais os financiadores das empresas asseguram eles próprios um retorno pelo seu investimento”, ou, recorrendo a uma definição mais clara e extensa enunciada por John e Senbet (1998), o “*corporate governance*” “trata dos mecanismos pelos quais os “*stakeholders*”² de uma empresa exercem o seu controlo sobre os “*corporate insiders*” e sobre a gestão/administração de modo a que os seus interesses sejam devidamente protegidos”.

A necessidade do estudo do “*corporate governance*” derivou, essencialmente, da constatação de que existem conflitos de interesses resultantes da separação entre a propriedade e a gestão das organizações. Esta teoria, designada de Teoria da Agência, cujo artigo seminal se deve aos autores Jensen e Meckling (1976), refere que, perante a situação em que a gestão das organizações não é exercida directamente pelos detentores do capital (considerados como principais), mas sim por terceiros (designados de agentes), existem conflitos de interesses no sentido em que os agentes deixarão de actuar no total interesse dos principais e procurarão satisfazer os seus próprios interesses. A Teoria da Agência constata, assim, a existência de um “desalinhamento” de interesses entre os principais – os accionistas – e os agentes ou gestores, ao qual o estudo do “*corporate governance*” procura dar resposta com a criação de um conjunto de mecanismos que mitiguem esses conflitos de interesses.

Apesar do objectivo ser, com os mecanismos de “*corporate governance*”, evitar que os gestores tomem medidas desajustadas, ou tenham um desempenho não concordante com aquele que deve ser o seu fim principal e que é o da maximização do valor para o accionista, poderá, por vezes, revelar-se a existência de um fenómeno de imunidade da gestão apelidado na literatura como de “entrincheiramento”. De acordo com os autores Berger, Ofek e Yermack (1997) o “entrincheiramento” refere-se à situação pela qual os gestores ficam imunes à disciplina imposta por um vasto conjunto de

¹ Ou somente “*governance*”.

² Na sua definição, eles consideram como “*stakeholders*” todo um vasto grupo de interesses na empresa que inclui, não só os accionistas, mas também os credores, o pessoal, os fornecedores, os clientes, etc...

mecanismos de controlo ou “*corporate governance*”. O estado de “entrincheiramento” da gestão poderá ser potenciado por vários factores, sendo, desde logo, de destacar o peso da propriedade detida pela gestão e o seu poder de voto na tomada de decisões. De facto, estudos como o de Demsetz (1983) e o de Fama e Jensen (1983) realçaram que, na situação em que a gestão possui um suficiente poder de voto (“*insider ownership*”) para assegurar permanentemente a sua posição, esta poderá tornar-se imune ao potencial disciplinador de uma ameaça de “*takeover*” ou à concorrência do mercado de trabalho – podendo assim dizer-se que se encontra “entrincheirada”. A noção de “entrincheiramento” da gestão estará, assim, relacionada com a existência de condições que protegem os gestores e administradores da sua substituição, fomentando a sua permanência nos respectivos cargos mesmo em situações adversas como é o caso das ameaças de “*takeovers*”.

Embora seja uma forte determinante do “entrincheiramento”, o “*insider ownership*” não será a única fonte potenciadora desse fenómeno. Podemos, de facto, encontrar na literatura diversos estudos empíricos que se dedicaram a analisar outras eventuais determinantes do “*managerial entrenchment*”³. Para Shleifer e Vishny (1989), por vezes a gestão dedica-se à realização de determinados investimentos específicos os quais podem contribuir para diminuir significativamente a probabilidade de substituição dos gestores, ao mesmo tempo que lhes confere um maior poder na definição do direccionamento estratégico da empresa. O “entrincheiramento” também pode ser condicionado pela existência das designadas “*dual class recapitalizations*”, isto é, a existência de dois tipos de acções com distintos poderes de votos em que um desses tipos, espécie de “*golden shares*”, tem um direito bastante superior ao da regra normal de “uma acção, um voto”. De acordo com o estudo de Jarrel e Poulsen (1988), a existência de “*dual class recapitalizations*” fomenta a imunidade da gestão ao poder disciplinador dos “*takeovers*”, conduzindo ao seu “entrincheiramento”.

O “entrincheiramento” poderá, igualmente, advir da existência de diversos mecanismos considerados como mecanismos de efeito “*anti-takeover*”. Alguns desses mecanismos são, por exemplo, a obrigatoriedade de maiorias qualificadas nas principais decisões como sejam fusões e outras importantes transacções ou para

³ Expressão anglo-saxónica do “entrincheiramento” da gestão.

efectuar qualquer alteração aos estatutos da sociedade, a existência de “*golden parachutes*”⁴, a existência de “*poison pills*”⁵, entre muitos outros.

Estas várias determinantes do “entrincheiramento” servirão, assim, para nos dar algumas indicações acerca das “*proxies*” possíveis de serem utilizadas como medida da presença desse fenómeno. Poder-se-á aferir do fenómeno, não só atentando na posse e poder de voto da própria gestão, ou seja, através do peso do “*managerial ownership*”, mas também pela análise da presença de muitas outras determinantes potenciadoras do “entrincheiramento”, algumas das quais referidas anteriormente.

O problema que agora se coloca, e que é o tema central desta dissertação, prende-se com o estudo da relação existente entre o “entrincheiramento” e o impacto que este pode ter nas práticas de manipulação dos resultados contabilísticos.

A manipulação dos resultados, “*earnings management*” na expressão inglesa, tem sido alvo de diversos estudos realizados por vários autores, sendo uma noção que, na sua essência, quer exprimir, tão simplesmente, a acção premeditada, levada a cabo por parte da gestão, de afectar os resultados contabilísticos, em particular, ou os “*reportings*” financeiros em geral, com o objectivo de alterar a percepção dos “*stakeholders*” (grupos de interessados) da empresa.

As motivações que estão na base desta actividade são diversas, destacando-se, naturalmente, caso exista ligação entre a contabilidade e a fiscalidade, a minimização no pagamento de impostos (neste caso, a manipulação de resultados tenderá a ser no sentido descendente, ou seja, o de divulgar resultados inferiores àqueles que se obteriam caso não existisse “*earnings management*”) ou a obtenção de benefícios próprios por parte dos gestores quando parte da compensação por eles auferida se encontra indexada a um parâmetro fortemente influenciado pela evolução dos resultados contabilísticos da empresa (caso em que haverá uma tendência para a manipulação no sentido ascendente dos resultados reportados).

⁴ Tratam-se, basicamente, de determinadas condições existentes nos acordos com os administradores que lhes atribui um benefício significativo na eventualidade da mudança de controlo da empresa; estão normalmente associadas às elevadas indemnizações a pagar aos administradores para a sua saída.

⁵ Direitos existentes que podem ser utilizados na ameaça de um “*takeover*” e que basicamente se referem à possibilidade de determinados accionistas poderem comprar ou vender acções a um preço muito atractivo e, assim, elevarem substancialmente o custo do “*takeover*” e, consequentemente, limitar a sua hipótese de sucesso.

Existe, igualmente, vasta literatura relacionada com a detecção das práticas de “*earnings management*”. Os modelos mais comuns e mais utilizados para esse efeito são os modelos baseados nos “*accruals*”⁶. O principal objectivo deste tipo de modelos consiste em determinar em que medida a componente dos resultados relativa aos “*accruals*” incluiu significativa discricionariedade, que é o mesmo que dizer, se existem indícios da prática de manipulação de resultados. Para além dos modelos baseados nos “*accruals*”, há estudos em que a aferição do “*earnings management*” se dá através do recurso aos “*restatements*”⁷ de resultados.

Contudo, apesar de extensa a literatura acerca do “*earnings management*”, sobre as suas motivações, práticas e modelos de detecção, não se encontra suficientemente estudado o impacto que a presença do chamado “entrincheiramento” da gestão tem nas práticas de manipulação de resultados, sendo esta a principal motivação deste estudo.

Anteriores estudos (e.g., Morck *et al.*, 1988 e Warfield *et al.*, 1995) já se propuseram a relacionar o “*insider ownership*” com o “*earnings management*”. Outros estudos debruçaram-se sobre o impacto individual de alguns indicadores de “*governance*”⁸ (e.g., Xie, 2003), incluindo alguns que possamos considerar, tal como referido anteriormente, como determinantes do “entrincheiramento”.

O estudo que me proponho levar a cabo é diferente, dado que, em substância, tentará aferir da possível relação entre “*earnings management*” e “entrincheiramento”, mas em que a *proxy* utilizada para medir o grau de “entrincheiramento” é um índice composto por seis determinantes deste fenómeno, o qual será explicitado posteriormente. Este estudo será desenvolvido para uma amostra de várias empresas da realidade norte-americana, para os anos que vão desde 1990 até 2004.

No que concerne aos resultados esperados, importa referir que, de acordo com a literatura existente, a relação entre o “entrincheiramento” e o “*earnings mangement*” não é consensual e única. Por exemplo, por um lado, no estudo de Morck *et al.*

⁶ Os “*accruals*” (literatura anglo-saxónica) referem-se, grosso modo, às variações no fundo de maneo (“*working capital accruals*”) e são uma das componentes dos Resultados, na medida em que estes são, a soma dos cash-flows gerados no período e dos ditos “*accruals*”.

⁷ Medida factual que se refere às situações em que os resultados divulgados foram, posteriormente, corrigidos devido a erros ou omissões.

⁸ Designados na literatura anglo-saxónica como de “*governance provisions*”.

(1988), os autores constataram que, nos casos em que a gestão possui a propriedade de parte significativa das empresas, maiores tenderão a ser os incentivos para que sejam levadas a cabo acções, de entre as quais se encontram as práticas de “*earnings management*”, em proveito daquela. Por outro lado, Warfield *et al.* (1995) concluíram que a dimensão da propriedade detida pela gestão, sobretudo nos casos em que ela é reduzida, está inversamente associada com os indícios de manipulação dos resultados contabilísticos, sugeridos pelos modelos baseados nos “*accruals*”. Partindo, contudo, da perspectiva mais consensual da relação directa entre o “entrincheiramento” e o “*earnings management*”, o resultado esperado deste estudo vai no sentido de que, quanto maior o grau de “entrincheiramento” da gestão, maior será o nível de “*earnings management*”.

Os resultados obtidos, pelo estudo empírico realizado, não confirmam o resultado esperado. Muito pelo contrário, os resultados obtidos, os quais apresentam elevada robustez, sugerem que existe uma relação inversa entre “entrincheiramento” e “*earnings management*”. Embora, de acordo com a pesquisa efectuada, não se tenha encontrado suporte explícito na literatura que o justifique, este resultado parece indicar que, nas situações em que a gestão se encontra mais “*entrincheirada*”, ou seja, em que não vê os seus lugares em perigo, também não sentirá muitas pressões para divulgar resultados contabilísticos distorcidos aos “*stakeholders*”. Desta forma, esta dissertação é uma espécie de trabalho exploratório sobre o fenómeno do “entrincheiramento” e o seu impacto na manipulação de resultados, ficando em aberto, como pista para investigação futura, um estudo muito mais aprofundado sobre a evidência empírica constatada.

Esta dissertação, após esta breve introdução, prossegue com um capítulo relativo à revisão da literatura referente ao “*earnings management*”. Nele serão apresentadas as principais noções, práticas, motivações e os modelos de detecção mais conhecidos das práticas de manipulação de resultados. De seguida, será feita a revisão da literatura sobre o “entrincheiramento”, iniciando por efectuar algumas referências à ampla temática em que ela se insere – o “*corporate governance*”. Este capítulo prosseguirá, após menção de algumas das determinantes do “entrincheiramento”, com a revisão da literatura existente sobre o tema central da dissertação, ou seja, sobre o impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”, e que servirá de base à formulação

da hipótese a testar, a qual foi já referida anteriormente. Seguidamente, será apresentado o estudo empírico, que inclui a formulação do modelo a testar e a definição das variáveis, a selecção da amostra e as suas estatísticas descritivas e, por fim, a divulgação e justificação dos resultados empíricos obtidos. Por último, serão apresentados alguns testes de sensibilidade, que antecedem a conclusão geral desta dissertação.

1 – REVISÃO DA LITERATURA: “*EARNINGS MANAGEMENT*”

O tema “*earnings management*” tem sido objecto dos mais diversos estudos e trabalhos de investigação⁹. De seguida, é apresentada uma revisão da literatura efectuada sobre este tema a qual se encontra dividida em quatro secções distintas. Na primeira serão apresentadas os principais entendimentos associados à expressão “*earnings management*” e, na secção seguinte, fazem-se referências às práticas mais usuais de manipulação de resultados. Posteriormente, apresenta-se uma secção onde são explanadas as motivações dos gestores quando adoptam práticas de “*earnings management*” e, na secção final, serão explicitados os principais modelos de detecção da manipulação dos resultados.

1.1 – Noções de “*earnings management*”

Vasta literatura se refere à noção de “*earnings management*”, ou manipulação de resultados, pelo que é possível encontrar inúmeras definições subjacentes. Assim, para Schipper (1989), manipulação dos resultados é a intervenção propositada no processo de reporte financeiro, com vista à obtenção de ganhos particulares, por via da escolha de soluções contabilísticas que proporcionem o resultado que se afigura mais adequado aos interesses da empresa e/ou dos gestores. Já para os autores, Healy e Wahlen (1999), o “*earnings management*” ocorre quando os gestores usam do seu próprio julgamento para alterar os “*reportings*” financeiros, quer para influenciar alguns dos seus “*stakeholders*” quanto à performance da empresa, quer para influenciar e dar cumprimento a determinadas cláusulas contratuais que dependem de indicadores contabilísticos. No mesmo sentido, para os Autores Amat *et al.* (2003) e

⁹ Os estudos sobre “*earnings management*” encontram-se, normalmente, associados a uma temática bastante mais abrangente – a qualidade dos resultados contabilísticos, ou “*earnings quality*” na expressão inglesa. Como será fácil de entender, a existência de “*earnings management*” poderá ter implicações directas e potencialmente nefastas na qualidade dos mesmos. No entanto, existe na literatura muitas definições, assim como diversas formas de tentar medir o “*earnings quality*” que vão para além da constatação da existência ou não de práticas de manipulação. O “*earnings management*” é uma das determinantes cruciais da qualidade dos resultados, no entanto, esta depende da análise de outros factores como, entre outros, a persistência, variabilidade, previsibilidade, relevância e a comparabilidade. Para uma ampla abordagem ao “*earnings quality*” ver, por exemplo, Dechow e Schrand (2004).

Santos e Grateron (2003), o fenómeno da manipulação de resultados é identificado por dois aspectos essenciais, sendo, por um lado, definido como o resultado de uma atitude consciente de manipular as demonstrações financeiras e, por outro, é visto como uma concepção pejorativa da contabilidade e que contraria os princípios da ética profissional.

1.2 – Práticas de “earnings management”

Como vimos atrás, os resultados advêm da soma entre a componente “*cash-flows*” e a componente “*accruals*”. A manipulação da primeira componente – “*cash-flows*” – é necessariamente mais difícil pois implicará a alteração de pagamentos e/ou recebimentos de transacções reais o que, à partida, exigirá a participação de terceiros alheios à empresa. Podemos, no entanto, encontrar na literatura exemplos ilustrativos de manipulação, como sejam, a manipulação do “*timing*” das vendas e abates de Imobilizado, os atrasos ou cortes nas Despesas com Investigação e Desenvolvimento, entre outros. Alguns estudos empíricos forneceram alguma evidência do recurso a estas formas de “*earnings management*”. Bartov (1993) mostrou que as empresas gerem os “*timings*” das vendas de activos para mitigar as grandes variações nos resultados assim como para prevenir a imposição de “*covenants*” nos contratos de Dívida associados a grandezas relacionadas com resultados. Por outro lado, Bushee (1998) encontrou evidência de que as empresas têm maior probabilidade de cortar nas Despesas com Investigação e Desenvolvimento quando os resultados eram anormalmente reduzidos. Este tipo de acções não se podem considerar violações aos Princípios Contabilísticos Geralmente Aceites, mas afectam, certamente, a qualidade dos resultados contabilísticos.

A manipulação dos “*accruals*”, referida na literatura como mais fácil e com menos custos, pode ter associada transacções reais mas assenta, essencialmente, no uso da flexibilidade das normas. As rubricas que utilizam estimativas são as mais privilegiadas para acolher este tipo de manipulação.

Entre as estimativas que a gestão considera no processo contabilístico incluem-se, por exemplo:

- O “*timing*” de reconhecimento do rédito, ou seja, o momento do reconhecimento do proveito da venda de bens ou da prestação de serviços¹⁰;
- O nível de ajustamentos¹¹ para dívidas de terceiros ou para existências; isto é, de acordo com o que lhe for mais conveniente em determinados períodos, a gestão pode ter uma atitude mais ou menos prudente na constituição dos ajustamentos para dívidas de terceiros ou para existências conduzindo à redução ou aumento dos resultados, respectivamente;
- As metodologias de valorização das existências; querendo com isto dizer que, a gestão irá adoptar os critérios de valorimetria¹² que melhor contribuam para a obtenção dos resultados contabilísticos que mais lhe convém;
- Os métodos e períodos de amortização do Imobilizado; ou seja, a gestão, por exemplo, poderá optar pelo recurso ao método de amortização a taxas degressivas, em que as maiores taxas de amortização ocorrem nos primeiros anos, se o seu objectivo for o de atenuar os resultados contabilísticos dos anos mais próximos, ou, pelo contrário, poderá servir-se do recurso a taxas mais reduzidas, aumentando o período de amortização dos activos, se pretender apresentar resultados contabilísticos superiores.

¹⁰ De acordo com o disposto no capítulo 5 da Directriz contabilística nº 26/99, a qual é muito semelhante à Norma Internacional de Contabilidade nº 18 (IAS 18), o princípio do reconhecimento do rédito exige que o mesmo seja registado quando for realizado ou realizável e estiver gerado. Os réditos são realizados quando bens e serviços forem trocados por dinheiro ou por direitos ao mesmo (contas a receber). Os réditos são realizáveis quando activos recebidos em troca forem facilmente convertíveis em quantias conhecidas de dinheiro ou em direitos ao mesmo. Os réditos estão gerados quando a entidade satisfizer substancialmente o que tiver de ser feito para ter direito aos benefícios representados pelos réditos, isto é, quando o processo estiver concluído ou virtualmente concluído.

¹¹ Denominação que, em Portugal, passou a ser dada, com a publicação do Decreto-Lei nº 35/2005 de 17 de Fevereiro, às anteriores provisões que visam corrigir os valores de activos, tais como, dívidas de terceiros e existências. A noção de provisão mantém-se, actualmente, apenas fazer face a contingências e responsabilidades em que a empresa possa vir a incorrer, decorrente de eventos passados (e.g.: garantias prestadas, contingências fiscais, etc).

¹² No normativo contabilístico português actual, o qual irá sofrer várias alterações com a entrada em vigor do novo Sistema de Normalização Contabilística, consideram-se os seguintes métodos de custeio das saídas: o custo específico, o custo médio ponderado, o FIFO (“*First in, First out*”), o LIFO (“*Last in, First out*”) e o custo padrão.

- As opções pela capitalização de determinadas despesas; no sentido em que há, por vezes, alguma subjectividade e discricionariedade na consideração de certas despesas (e.g. conservação e reparação), em que, nuns casos, são registadas como custos do exercício quando o objectivo passa por reduzir os resultados contabilísticos, e noutros, sob a justificação de que delas decorrerão benefícios económicos futuros, como um activo, quando o objectivo é o oposto.

Dada a maior discricionariedade que lhes está associada, o estudo dos “*accruals*” é uma das tecnologias existentes na literatura tendo em vista a obtenção de evidência da prática de “*earnings management*”. Um resultado comum a vários estudos resultou da constatação de que uma elevada magnitude de “*accruals*”, em valor absoluto, é indício de que as empresas estão a incorrer em práticas de manipulação de resultados. Por exemplo, Dechow, Sloan e Sweeney (1996) mostraram que empresas que foram sujeitas a processos executórios tinham um nível de “*accruals*” superior ao de um grupo de empresas de controlo. Da mesma forma, Richardson, Tuna e Wu (2003), encontraram evidência de que as empresas que procediam ao reajustamento nos seus resultados tinham elevado nível de “*accruals*” em períodos anteriores a esse reajustamento.

Um aspecto importante a realçar acerca da manipulação oportunista dos “*accruals*” é o facto de que esta apenas afecta temporariamente os resultados dado a sua necessária reversibilidade. Por outras palavras, uma sobreavaliação (subavaliação) dos “*accruals*”, e consequentemente dos resultados num determinado período, vai conduzir a uma subavaliação (sobreavaliação) dos mesmos num período posterior por força da sua reversão. Um dos casos evidentes relaciona-se com os ajustamentos para existências uma vez que, verificando-se uma subavaliação dos mesmos num dado período por, por exemplo, não cobrir todo o material obsoleto o que implicará assim uma sobreavaliação dos resultados, resultará, futuramente, no inverso, ou seja, numa subavaliação dos resultados no momento em que se reconhecer a perda pelo “*write-off*” dessas existências.

1.3 – Motivações da gestão subjacentes ao “earnings management”

As motivações da gestão para a manipulação de resultados podem ter a sua origem nas mais variadas fontes. Podem ser sistematizadas em cinco grandes categorias:

- Motivações relacionadas com o Mercado de Capitais;
- Motivações relacionadas com o cumprimento de objectivos e previsões;
- Motivações relacionadas com questões contratuais;
- Motivações decorrentes de questões políticas, legais e de regulação;
- Motivações relacionadas com questões fiscais.

1.3.1 – Motivações relacionadas com o Mercado de Capitais.

Esta é uma das categorias de motivações para a prática do “*earnings management*” mais estudada, e que basicamente se refere às situações de transmissão de informação errada aos mercados, com o intuito de influenciar os preços das acções e/ou obter financiamento a um custo mais reduzido.

As operações de mercados de capitais em que estudos indicam haver maior propensão à manipulação de resultados são:

- “*Initial public offerings*” (IPO’s);
- “*Seasoned equity offerings*” (SEO’s);
- *Fusões e Aquisições* (F&A);
- “*Management Buy-outs*” (MBO’s).

1.3.1.1 – “Initial public offerings” (IPO’s)¹³.

Dadas as assimetrias de informação entre os actuais e futuros accionistas, quando as empresas decidem, pela primeira vez, dispersar o seu capital em bolsa, existirão

¹³ IPO (Oferta pública inicial) é o evento que marca a primeira venda de acções de uma empresa no mercado de acções. Esta operação pode ser feita por via da Emissão de novas Acções por Subscrição Pública (operação de Mercado Primário que implica necessariamente um aumento de capital), por via da Venda Pública de Acções previamente emitidas (operação de Mercado Secundário, não havendo neste caso qualquer aumento de capital) ou um “*mix*” de ambas as situações.

incentivos ao aumento prévio dos resultados com o intuito de influenciar o preço de venda das acções.

Por exemplo, Friedlan (1994) encontrou evidência suportando a hipótese de que em IPO's os vendedores incorriam em práticas de “*earnings management*”, quer na apresentação das demonstrações financeiras intercalares, quer nas demonstrações financeiras anuais, sendo, no entanto, um comportamento que parecia ser mais evidente nas empresas que reportavam “*cash-flows*” negativos no período anterior à realização da operação. No mesmo sentido, Teoh *et al.* (1998a), para uma amostra de 1.682 IPO's realizados entre 1980 e 1990, identificou evidência da presença de elevados “*accruals*” anormais antes da operação mas que diminuíam significativamente nos anos seguintes à mesma. Também Chaney e Lewis (1998) revelaram evidência de que nas empresas alvo de IPO's havia uma certa tendência ao alisamento de resultados face às empresas da mesma indústria em que não se tinha verificado esse tipo de operações.

1.3.1.2 – “Seasoned equity offerings” (SEO's)¹⁴

Tal como nos IPO's, nas posteriores dispersões de capital em bolsa (SEO's), poderá também se encontrar evidência de manipulação de resultados, apesar de, nestes casos, a informação pública disponível para os potenciais compradores ser mais abundante dados os condicionalismos de maior divulgação de informação decorrente da anterior operação de IPO. No entanto, os actuais accionistas da empresa, antes dos SEO's, tendem a exercer alguma influência sobre os resultados divulgados, com o intuito de incrementar o preço das acções e, de certa forma, criar valor para si à custa dos novos accionistas.

Estudos como o de Rangan (1998) reportaram este tipo de evidência. As empresas que levavam a cabo SEO's exibiam valores positivos significativos de “*accruals*” discricionários nos trimestres anteriores e imediatamente após a operação, tendo, o autor, igualmente concluído que estes excessivos “*accruals*” discricionários eram uma das principais causas para a queda dos resultados no ano seguinte. No mesmo sentido, Teoh *et al.* (1998b) verificaram evidência de que nos dois anos após os SEO's os resultados destas empresas eram em média 2,16% e 2% inferiores aos verificados para

¹⁴ Designação dada a novas operações de dispersão de capital em bolsa após um IPO. Podem ser igualmente operações de mercado primário ou secundário.

indústria, respectivamente no primeiro e segundo anos. O estudo mostra ainda que a diferença na performance destas empresas face à indústria seria explicado pelo recurso aos “*accruals*” discricionários que teriam sido detectados nos três anos anteriores à operação atingindo o seu máximo no ano antes da operação, diminuindo nos anos subsequentes. Também Shivakumar (2000) mostrou evidência de indícios da presença significativa de “*accruals*” discricionários nos quatro trimestres anteriores a este tipo de operação, apesar de, contrariamente, aos anteriores estudos de Rangan (1998) e de Teoh *et al.* (1998b), concluir que as práticas de “*earnings management*” por parte das entidades emitentes em SEO’s não terão como objectivo enganar os investidores, mas sim ser uma resposta racional ao comportamento do mercado que presume a existência de elevados “*accruals*” discricionários, penalizando as empresas.

1.3.1.3 – Fusões e Aquisições (F&A).

Existe, igualmente, alguma evidência, de que na vizinhança de operações de F&A quer o adquirente, quer o alvo, têm incentivos para adoptar práticas de “*earnings management*” para influenciar o preço das acções, existindo, contudo, alguns estudos sugerem que esta prática não é geral.

Easterwood (1997) constatou evidência que demonstrava que as empresas alvo de “*takeover*” aumentavam os seus resultados em média cerca de 0,49% do total do activo, no trimestre anterior ao início da operação quando comparado com empresas que não se encontravam nesse tipo de situações. De notar, no entanto, que analisando separadamente os “*takeovers*” hostis das demais operações de F&A, o autor concluiu que o primeiro tipo era o principal responsável pelos resultados obtidos no estudo, na medida em que nas aquisições não hostis, o nível de “*accruals*” discricionários não era significativamente diferente do das empresas de controlo. No mesmo sentido, e para o caso das fusões por troca de acções, Erickson e Wang (1999) encontraram evidência de que as empresas adquirentes manipulavam os seus resultados nos três trimestres anteriores ao anúncio da fusão. Não obstante, este comportamento não foi igualmente detectado nas situações de pagamentos em “*cash*”, o que sugere que são levadas a cabo práticas de “*earnings management*” pelas empresas adquirentes em fusões por troca de acções influenciando positivamente o valor das suas acções por

forma a reduzir à quantidade de acções a “entregar” melhorando as condições e os termos de troca.

Contrariamente, os estudos de Heron e Lie (2001)¹⁵ e Eddey e Taylor (1999)¹⁶ não corroboraram as conclusões dos estudos anteriores, não deixando contudo de se aceitar que as operações de F&A são, efectivamente, motivadoras da prática de “*earnings management*”.

1.3.1.4 – “Management Buy-outs” (MBO’s)¹⁷.

Num MBO, contrariamente ao que é expectável numa normal aquisição, os gestores terão o incentivo para manipularem os resultados no sentido descendente com o objectivo de afectar negativamente o preço das acções, na medida em que são eles mesmos os compradores.

Contudo, apesar desta ser uma situação em que a prática do “*earnings management*” parece estar facilitada dada a posição privilegiada do gestor/comprador face ao proprietário/vendedor (teoria da Agência, tão amplamente estudada desde o artigo seminal dos autores Jensen e Meckling, 1976), os resultados de alguns estudos não são totalmente concludentes.

De facto, DeAngelo (1986) não encontrou evidência estatisticamente relevante da existência de “*accruals*” anormais (“*proxy*” para a existência de manipulação) com base no estudo dos resultados dos três anos anteriores ao negócio.

Contudo, posteriormente, os autores Perry e Williams (1994) utilizando o modelo de identificação de “*accruals*” discricionários de Jones (1991) – que será apresentado em pormenor no próximo capítulo – encontraram evidência de manipulação no sentido descendente dos resultados em MBO’s nos anos imediatamente antes destas operações, sendo estes em média inferiores em cerca de 3,8% do total dos activos quando comparado com o valor obtido para as empresas de controlo.

¹⁵ Estes autores, basicamente, mostraram que, independentemente da forma de pagamento (dinheiro, acções ou um “*mix*”), não encontraram evidência estatisticamente diferente de zero da existência de “*accruals*” anormais/discricionários nas empresas adquirentes (ao contrário da evidência revelada por Erickson e Wang (1999) de que nos casos de pagamentos por acções, parecia haver indícios de “*earnings management*”).

¹⁶ Estes autores, partindo de uma amostra de empresas australianas, não encontraram suporte para a hipótese de que as empresas envolvidas em “*takeovers*” hostis manipulavam os resultados no sentido ascendente (ou inversamente no caso das aquisições não hostis), tal como proferido no estudo de Easterwood (1997).

¹⁷ Um MBO é, grosso modo, idêntico à aquisição de uma empresa com a particularidade dos adquirentes serem os próprios gestores dessa empresa.

1.3.2 – Motivações relacionadas com o cumprimento de objectivos e previsões.

Podemos encontrar vasta literatura relacionada com a evidência de que o cumprimento dos objectivos de resultados podem ser, efectivamente, motivo da prática de “*earnings management*”. De facto, algumas regularidades parecem emergir neste domínio, como sejam:

- Manipulação para evitar perdas ou redução nos resultados;
- Manipulação para corresponder às previsões dos analistas.

1.3.2.1 – Manipulação para evitar perdas ou redução nos resultados.

Existem vários estudos (e.g., Burgstahler e Dichev, 1997b) que sugerem a existência de fortes incentivos à manipulação de resultados com o intuito de evitar a diminuição nos resultados, bem como evitar perdas. A explicação para isto parece clara, e reside no facto de que os investidores “não gostam” que essas situações ocorram, sob pena de penalizarem essas empresas. Estes estudos mostram que a tentativa de evitar redução nos resultados é um dos objectivos dos gestores como forma de revelar que a empresa continua, no mínimo, com a mesma performance do ano anterior. Para além disso, nos casos em que a empresa tem resultados negativos, mas na vizinhança de zero, há evidência que sugere o recurso a práticas de “*earnings management*” para evitar que a empresa apresente perdas. De facto, pela reacção do mercado, constata-se que, apesar de ser mau apresentar um resultado por acção neste exercício de 0,1 euros quando no exercício anterior foi de 0,2 euros (dado que se verificou uma redução dos mesmos), é substancialmente pior apresentar, apesar da magnitude da redução ser a mesma, um resultado por acção de -0,1 euros quando no ano anterior foi apresentado um resultado nulo. No estudo acima citado, Burgstahler e Dichev (1997) mostraram que a frequência com que as empresas divulgam resultados negativos mas próximos de zero é significativamente inferior á frequência com que são divulgados resultados positivos próximos de zero.

Estas conclusões são corroboradas em estudos posteriores como o de Degeorge *et al.* (1999) e Myers e Skinner (2002). Mais recentemente, outra tentativa de explicação para esta assimetria no reconhecimento de perdas, que não propriamente o recurso a

“*earnings management*”, pode ser obtida dos autores Dechow, Richardson e Tuna (2003). Segundo eles, quando os resultados se encontram na proximidade do zero, os colaboradores e gestores da empresa são simplesmente incentivados a trabalhar mais com o intuito de, no final, apresentar uma performance que, apesar de ligeira, é positiva, evitando desta forma penalização da parte do mercado que, normalmente, “*overreact*” à divulgação de resultados negativos.

1.3.2.2 – Manipulação para corresponder às previsões dos analistas.

Alguns estudos mostram, igualmente, indícios de “*earnings management*” no sentido dos resultados corresponderem às previsões e expectativas dos analistas, ou então, caso significativamente diferentes, que sejam antes uma “boa surpresa”, isto é, melhores que o esperado. Convém, igualmente, acrescentar que a própria gestão não se sujeita apenas a satisfazer as expectativas criadas pelos analistas. Ela própria vai também gerindo essas expectativas por via de indicações que vai fornecendo acerca dos resultados que irá obter, o que poderá ser visto como uma espécie de “manipulação” das próprias expectativas. Assim, apesar da competência geral dos analistas nas previsões que elaboram, o facto das empresas, consistentemente, procurarem satisfazer essas previsões pode ser indicador de uma fraca qualidade dos resultados contabilísticos.

Abarbanell e Lehavy (2003) encontraram evidência de que as empresas cujas cotações das acções são sensíveis às notícias acerca dos resultados têm maior tendência a práticas de manipulação dos resultados. Este mesmo estudo revelou que empresas cujas acções recebem recomendações de “compra” (“venda”) têm maior (menor) probabilidade de recorrerem a “*earnings management*” para satisfazerem essas expectativas.

Existem, de facto, diversos estudos que mostram que os analistas atribuem maior confiança quando os resultados estão dentro dos previstos¹⁸. A satisfação das previsões dos analistas é, por isso, uma das constantes preocupações da gestão uma vez que, caso tal não se verifique, existirá a tendência dos analistas para efectuarem um “desconto” nas suas avaliações sobre a performance das empresas de forma a corrigir dos indícios de práticas de “*earnings management*”.

¹⁸ E.g. Burgstahler e Eames (2003), Bartov, Givoly, e Hayn (2002), Kasznik e McNichols (2002), Matsumoto (2002), Abarbanell e Lehavy (2003).

Por fim, é de referir que existe também evidência de que as empresas manipulam resultados para satisfazerem os seus próprios orçamentos e previsões. Por exemplo, Kaznik (1999) constatou a existência de elevados e positivos “*accruals*” discricionários quando os resultados se encontravam abaixo das previsões das empresas. O mesmo estudo mostrou, igualmente, que o recurso ao “*earnings management*” é, naturalmente, muito mais evidente quando os resultados se encontram abaixo das expectativas criadas do que no caso contrário.

1.3.3 – Motivações relacionadas com questões contratuais.

A realidade das empresas assenta no estabelecimento dos mais diversos tipos de contratos, sendo que o cumprimento de muitos deles tem subjacente a observância de indicadores contabilísticos, essencialmente os resultados. Por esta razão, facilmente será perceptível que as questões contratuais serão mais uma das razões potenciadoras de “*earnings management*”.

Entre os diversos tipos de contratos, cuja prática daquela actividade poderá ser benéfica, sobressaem os dois seguintes casos:

- Contratos de Dívida que incluam “*covenants*”;
- Contratos de Compensação dos Gestores.

1.3.3.1 – Contratos de Dívida que incluam “*covenants*”

A maior parte dos contratos de Dívida incluem “*covenants*”, isto é, cláusulas impostas pelo credor com o objectivo de evitar que se deteriore a qualidade do crédito e, consequentemente, aumente o risco de atraso ou incumprimento do serviço da dívida. Como facilmente se percebe, o teor dessas cláusulas visa manter as garantias de cumprimento do contrato através de diversas medidas como sejam, entre outras, a limitação na distribuição de dividendos, limitações ao endividamento, a definição de políticas de investimento que evitem o avanço de projectos de elevado risco. No entanto, a maioria dos “*covenants*” são definidos e mensurado o seu cumprimento, através de variáveis contabilísticas e de rácios elaborados partindo dessas grandezas, podendo, desta forma, existir um certo grau de discricionariedade da parte da gestão

na tomada de certas opções, ou mesmo, ao recurso à prática de “*earnings management*”.

Vários são os estudos empíricos acerca dos indícios de “*earnings management*” quando as empresas estão sujeitas a contratos de dívidas que incluam “*covenants*”, apesar das conclusões não apontarem sempre no mesmo sentido.

Utilizando um modelo de análise de “*accruals*” estimado em “*cross-sections*”¹⁹, DeFond e Jiambalvo (1994) encontraram algum suporte empírico no sentido de que as empresas que se encontravam próximas de violar as restrições impostas pelos “*covenants*” recorriam ao uso de “*accruals*” anormais ou discricionários no ano anterior e no próprio ano na tentativa de obviar a tal incumprimento. No mesmo sentido, Sweeney (1994) concluiu, que perante a possibilidade de violação dos “*covenants*”, as empresas mudam para opções contabilísticas mais favoráveis ao crescimento dos resultados.

Contudo, DeAngelo *et al.* (1994) não encontrou evidência deste comportamento para uma amostra de empresas com dificuldades financeiras²⁰, dado o estudo ter mostrado que a magnitude dos “*accruals*” nas empresas sujeitas a “*covenants*” não era significativamente diferente das restantes. Inclusivamente, neste estudo, os autores reportaram que as empresas sujeitas a “*covenants*” com maiores dificuldades financeiras eram aquelas que divulgavam os “*accruals*” mais negativos, mas que estariam essencialmente relacionados com “*write-offs*” de stocks o que denuncia, de facto, mais o aspecto da existência de dificuldades financeiras e não de indícios de divulgação de “*accruals*” discricionários.

Para fazer, de certa forma, face a estas conclusões algo contraditórias para o caso das empresas com dificuldades financeiras, Jaggi e Lee (2002) verificaram que algumas empresas nesta situação recorriam ao uso de “*accruals*” discricionários no sentido ascendente e que outras, contrariamente, faziam uso dos “*accruals*” discricionários em sentido descendente. Os autores observaram que as empresas onde era possível encontrar “*accruals*” discricionários em sentido descendente, eram maioritariamente aquelas em pior situação e que se viam obrigadas a ter de renegociar ou proceder à reestruturação significativa do seu endividamento, ao passo que as restantes, com “*accruals*” discricionários de tendência ascendente, se referiam às empresas não

¹⁹ Análise por indústria/sector e por ano.

²⁰ Definidas, pelos autores para a amostra utilizada, como empresas que divulgaram perdas em, pelo menos, três anos, e que tenham reduzido os seus dividendos no período de 1980-1985.

sujeitas a reestruturações tão radicais para prosseguirem com a sua actividade e mesmo com alguma capacidade para renegociarem o fim de determinados “*covenants*”.

1.3.3.2 – Contratos de Compensação dos Gestores

Uma das formas de diluir o problema da agência, que, basicamente, se consubstancia na separação de interesses entre o principal (proprietário) e o agente (gestor), é criar contratos de compensação/remuneração deste segundo que promovam o alinhamento de interesses, ou seja, que orientem a actividade da gestão sempre num só sentido – o da maximização do valor para o accionista. Existem diversos tipos de contratos como sejam, por exemplo, as remunerações indexadas à performance ou mesmo o caso mais usual das “*stock options*”.

É fácil aceitar que a melhor forma de remunerar o gestor pensando nos interesses do accionista seria utilizar como grandeza a variação no valor da empresa reflectida no valor das suas acções. Contudo, alguns problemas surgem naturalmente, estando um deles relacionado com o facto de, embora até possamos ter uma estimativa do valor total da empresa, não conseguirmos avaliar a performance de cada uma das unidades a não ser recorrendo aos resultados contabilísticos (Watts e Zimmerman, 1986). Daí o recurso a variáveis contabilísticas. Porém, quando os contratos remuneratórios estão definidos em termos de grandezas contabilísticas, poderá existir um forte incentivo a práticas de “*earnings management*”.

Healy (1985) verificou que os planos compensação dos gestores baseados em resultados tinham normalmente como objectivo um limite mínimo, abaixo do qual não haveria lugar ao pagamento desses bónus, e um limite máximo, acima do qual não seriam pagos bónus adicionais. O autor procurou testar a hipótese de que os gestores têm incentivos à contabilização de “*accruals*” discricionários positivos se os resultados contabilísticos estiverem entre o limite mínimo e o limite máximo, e a optarem por “*accruals*” discricionários negativos nas situações em que os resultados se encontrem fora desses limites. Os resultados obtidos neste estudo levaram o autor a concluir que a opção por “*accruals*” discricionários positivos é mais provável nos casos em que os limites máximo e mínimo não são vinculativos, ao passo que a contabilização de “*accruals*” discricionários negativos tem maior probabilidade de ocorrência nas situações em que esses limites são vinculativos.

Num outro estudo, os autores Guidry *et al.* (1999), para uma amostra mais atomizada, isto é, por unidades de negócio em vez de ser por empresa, concluíram que nos casos em que os gestores não tinham expectativa de receber qualquer bónus, havia evidência de “*earnings management*” no sentido de redução de resultados e criação de “reservas” para aumentar a probabilidade de vir a receber bónus no futuro com o aumento de resultados fruto da realização dessas “reservas”.

No entanto, efectuando o mesmo tipo de estudo, mas aplicado a diferentes períodos temporais, Gaver *et al.* (1995) concluíram que, nos casos em que os resultados se encontram abaixo do limite inferior, havia evidência da prática de “*earnings management*” com recurso a “*accruals*” discricionários positivos, com efeito ascendente nos resultados, assim como, nos casos em que os resultados se encontravam acima do limite superior, havia a mesma prática mas com sentido inverso. Os autores encontraram, assim, evidência de que a gestão se preocupa mais em alisar os resultados recorrendo à “gestão” discricionária dos “*accruals*” em sentido negativo nos períodos em que os resultados eram superiores ao limite superior e, em sentido positivo nos períodos em que os resultados se encontram abaixo do limite inferior.

Num estudo semelhante, Holthausen *et al.* (1995) também encontraram evidência de que os gestores tendem a manipular em sentido negativo os resultados contabilísticos quando estes se encontram acima do limite superior mas não encontraram evidência da situação contrária, isto é, estão abaixo do limite mínimo.

Finalmente, também para o caso em que o pacote de compensação dos gestores depende do valor das acções, vários estudos posteriores encontraram, igualmente, evidência do recurso a práticas de “*earnings management*”²¹.

1.3.4 – Motivações decorrentes de questões políticas, legais e de regulação.

Cada uma das indústrias tem as suas especificidades, encontrando-se sujeitas a uma série de regulamentos e dispositivos legais que afectam a sua actividade podendo, igualmente, condicionar algumas opções e práticas contabilísticas e de “*reporting*”.

Alguns dos sectores, como é o caso da Banca e dos Seguros, estão sujeitos a uma forte actividade de supervisão bem como ao cumprimento rigoroso de determinadas

²¹ Ver estudos de Richardson, Tuna e Wu (2003); Beneish (1999); Cheng e Warfield (2003); Gao e Shrieves (2002).

restrições, sob pena de poder virem a ser altamente penalizados. Assim sendo, os regulamentos e dispositivos legais podem traduzir-se num incentivo para “*earnings management*”.

No caso concreto do sector bancário, existe uma restrição fundamental a cumprir e que se refere ao constante cumprimento dos requisitos mínimos de capital expresso pelo denominado rácio de solvabilidade²². A este respeito e segundo Moyer (1990), Scholes, Wilson e Wolfson (1990), Beaty, Chamberlain, e Magliolo (1995), e Collins, Shackelford e Wahlen (1995), os bancos, que se encontram perto do valor mínimo²³ permitido para esse rácio, têm tendência a manipular as sua contas, usando como “ferramenta” privilegiada a alteração no nível de aprovisionamento do crédito cedido ou recorrendo ao seu “*write-off*”, por exemplo, através de operações de securitização. O mesmo comportamento também tende a ocorrer, igualmente, no sector segurador. De facto, vários estudos, como por exemplo, os de Petroni (1992) e Nelson (2000) encontraram indícios de práticas de “*earnings management*” perante a ameaça de incumprimento dos limites impostos pelos regulamentos.

Por outro lado, para além da questão do cumprimento dos requisitos obrigatórios específicos, a manipulação de resultados poderá advir de outros aspectos do foro legal. Neste sentido, Jones (1991) encontrou evidência de que as empresas recorrem a práticas de “*earnings management*” no sentido da redução de resultados²⁴, quando se encontram perante investigações relacionadas com restrições à importação (“*import relief*”).

Para o caso de investigações relacionadas com posições monopolistas, Cahan (1992) também verificou a existência de “*accruals*” discricionários no sentido da redução dos resultados contabilísticos. De forma muito semelhante, Makar *et al.* (1998) encontrou evidência de que as empresas sujeitas a investigações por suspeita de violação de leis “*anti-trust*” encetavam práticas de manipulação no sentido descendente para evitar que os reguladores pudessem interpretar os bons resultados como indicador da falta de concorrência.

²² Indicador de referência que é alvo de permanente monitorização por parte das entidades reguladoras do sistema bancário, tarefa normalmente atribuída aos bancos centrais.

²³ O valor mínimo limite do rácio de solvabilidade para os bancos dos países que integraram os acordos de Basileia é de 8%.

²⁴ O que no modelo da própria autora se refere aos “*accruals*” discricionários negativos.

No mesmo sentido, Hall e Stammerjohan (1997), para o caso da indústria petrolífera, verificaram igualmente a tendência para o decréscimo dos resultados quando as empresas se encontram perante grandes litígios que poderão vir a representar elevadas perdas no futuro.

Um outro estudo, elaborado por Key (1997) para o caso específico das empresas do sector da televisão por cabo norte-americana, revelou igualmente o mesmo tipo de práticas contabilísticas, ou seja, a tendência para a redução dos resultados contabilísticos, durante o período em que o Congresso norte-americano se ocupava com a regulação dos preços deste sector.

Um último aspecto a realçar tem a ver com os estudos relacionados com a possibilidade de existirem incentivos ao “*earnings management*” para reduzir resultados com o intuito de se obter um maior poder negocial nas reuniões com as organizações dos trabalhadores que reclamam, obviamente, melhorias nas suas condições remuneratórias. As conclusões acerca deste aspecto não são consensuais. Por um lado, Liberty e Zimmerman (1986) não encontraram evidência que suportasse esta hipótese, contudo DeAngelo e DeAngelo (1991), para o caso específico de uma amostra de empresas da indústria do aço, verificou que os resultados divulgados pelas empresas nos anos de negociação eram significativamente inferiores aos divulgados nos restantes anos.

1.3.5 – Motivações relacionadas com questões fiscais.

Por fim, a preocupação com os impostos também poderá ser motivo para determinadas opções contabilísticas que optimizem/minimizem a “factura” a pagar ao Estado. Neste contexto, no entanto, as motivações ao “*earnings management*” decorrentes de questões fiscais ocorrerão, essencialmente, em períodos de alteração significativa na lei fiscal; em particular, nas taxas de tributação.

Boynton *et al.* (1992) encontrou evidência de forte presença de “*accruals*” discricionários negativos nas situações em que era antecipada uma descida na taxa de tributação dos lucros, “transferindo” assim resultados para períodos futuros com níveis de tributação mais favoráveis. Para além disso, neste estudo, os autores concluíram que este comportamento era mais evidente nas empresas pequenas do que nas empresas de maior dimensão, utilizando como medida o total dos activos.

No mesmo sentido, e com base numa amostra de dados de meados dos anos 80, Scholes *et al.* (1992) mostraram que as empresas procediam à “transferência” de resultados, quer pelo diferimento de proveitos, quer pela antecipação de custos, como consequência da antecipação de taxas inferiores. A diferença face ao estudo anterior prende-se com a dimensão das empresas mais propícias a este comportamento na medida em que, ao contrário do anterior, este comportamento era mais evidente nas empresas maiores. Segundo o estudo destes autores, bem como o de Guenther (1994), as empresas de maior dimensão têm, por norma, maiores estruturas administrativas que lhe possibilitam um melhor planeamento fiscal.

Da mesma forma, Maydew (1997) verificou que as empresas americanas procediam à especialização de proveitos e custos de forma a aproveitar as vantagens decorrentes de alterações significativas introduzidas nos EUA pelo “*Tax Reform Act*” (1986), em particular no que diz respeito ao tratamento fiscal das provisões para perdas operacionais.

Importa, por fim, destacar que, apesar das questões fiscais não serem vistas, na generalidade da literatura, como uma das mais relevantes motivações ao “*earnings management*”, elas tomam especial importância nos casos em que a contabilidade e a fiscalidade se encontram fortemente ligadas entre si, como acontece em Portugal. Tendo em conta a significativa ligação entre contabilidade e fiscalidade bem como as particularidades do contexto empresarial português²⁵, poderá haver um forte incentivo para a minimização dos resultados e, consequentemente, do pagamento de impostos (e.g., Moreira, 2006).

1.4 – Modelos de detecção de “earnings management”

A detecção do “*earnings management*” não é, de forma alguma, uma tarefa simples, desde logo, porque, por definição, é feita para não ser detectada. A manipulação de resultados tem, de facto, presente uma forte componente relacionada com a intencionalidade destas práticas que, por conseguinte, não é possível de ser modelizada. Para além disso, existem múltiplas formas de manipulação de resultados e da qualidade destes, como por exemplo, a alteração de métodos de ajustamentos de

²⁵ Onde predominam as micro, as pequenas e as médias empresas, e em que poucas são as empresas cotadas.

existências ou dívidas a receber, as despesas com I&D, a venda de activos, entre outros. A manipulação discricionária de “*accruals*” é, efectivamente, a forma mais usada por ser talvez aquela menos custosa e mais difícil de ser detectada pelo mercado (Watts e Zimmerman, 1986; Healy e Palepu, 1993 e Young, 1999) e mesmo de mais difícil auditoria, dada a natureza subjectiva dos juízos envolvidos (Spathis *et al.*, 2002).

A manipulação tende a deixar um rasto que se reflecte nos “*accruals*”. Daí que os modelos mais comuns e mais utilizados para detecção do “*earnings management*” são modelos baseados na análise dos “*accruals*”. O principal objectivo deste tipo de modelos consiste em determinar em que medida a componente dos resultados relativa aos “*accruals*” incluiu significativa discricionariedade, que é o mesmo que dizer, se existem indícios da prática de manipulação de resultados.

Vários modelos baseados nos “*accruals*”²⁶ foram desenvolvidos, mas a detecção da manipulação de resultados continua a assentar, em grande parte, na solução inicialmente proposta por Jones (1991), a qual foi alvo de posteriores ajustamentos com o surgimento do Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) ou na sua vertente “*cross-sectional*” (DeFond e Jiambalvo, 1994).

Para além do Modelo de Jones (1991), incluindo as suas versões modificada e “*cross-sectional*”, existem ainda um outro tipo de modelos explicativos dos “*accruals*” – os modelos de “*cash-flows*” – destacando-se aqui o modelo da autoria de Dechow e Dichev (2002).

No que diz respeito às limitações que os modelos baseados nos “*accruals*” apresentam, convém notar que é amplamente aceite na literatura que eles não funcionam plenamente na detecção das práticas de “*earnings management*”. De uma forma sucinta, as limitações que lhes são apontadas assentam na ideia de que: os modelos não são bem especificados (Dechow *et al.*, 1995), não são precisos na estimação dos “*accruals*” discricionários (Guay *et al.*, 1996), não controlam factores como o crescimento e o nível de “*cash-flows*”, a alavanca financeira e o alisamento dos resultados (Young, 1999) e que têm pouco poder de previsão (Thomas e Zhang, 2000).

²⁶ Antes do importante Modelo de Jones (1991), já tinham surgido outros modelos de detecção do “*earnings management*” por análise dos “*accruals*” como o Modelo de Healey (1985) e o Modelo de DeAngelo (1986) os quais, dadas as suas limitações tais como o facto destes modelos usarem estimativas dos “*accruals*” normais muito incipientes, não serão alvo de apresentação detalhada.

Por fim, convém realçar que existe ainda uma série de outras metodologias de análise como, por exemplo, as relacionadas com o estudo da aversão a perdas ou a redução nos resultados, bem como o recurso a metodologias gráficas (e.g. Burgstahler e Dichev, 1997 e Degeorge e Zeckhauser, 1999) de análise à distribuição de resultados na tentativa de encontrar pontos de descontinuidade ou anormais.

1.4.1 – Modelo de Jones Original

Jones (1991) desenvolveu um modelo que procura identificar os “*accruals*” não discricionários, ou seja, os “*accruals*” normais, como uma combinação linear da variação do volume de negócios e do investimento total em activos tangíveis. A autora pretende, basicamente, explicar os “*accruals*” pela evolução da actividade operacional, sendo que, a inclusão da variável Investimento se justifica como forma de controlar a componente dos “*accruals*” referente às amortizações²⁷.

A formulação original do modelo de Jones (1991) é a seguinte:

$$ACC_{it} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ACC_{it} : “*Accruals*” Totais (ponderados pelo Total dos Activos em $t-1$), no período t para a empresa i ;

ΔREV_{it} : Variação do Volume de Negócios, no período t , para a empresa i ;

PPE_{it} : Valor bruto dos Activos Tangíveis, no período t , para a empresa i ;

A_{it-1} : Total dos Activos, no período $t-1$, para a empresa i .

Como se pode verificar, os dois pressupostos em que assenta este modelo são, essencialmente, os seguintes:

²⁷ De notar que os “*accruals*” totais são compostos pela componente Variação do Fundo de Maneio (ou, em inglês, os “*Working Capital Accruals*”) deduzidos da componente relativa às Amortizações. Para tal, basta atentar na igualdade de que se “Cash-flow” = Resultados + Amortizações – Variação do Fundo de Maneio. Se considerarmos, como dito logo no início, que a diferença entre Resultados e “Cash-flow” são os denominados “*accruals*” totais, então estes serão iguais à Variação do Fundo de Maneio deduzida das Amortizações.

- os “*working capital accruals*” não discricionários são proporcionais à variação do volume de negócios;
- as amortizações tendem a ser proporcionais ao investimento total²⁸.

Assim sendo, a parte discricionária dos “*accruals*” (“*proxy*” do “*earnings management*”) é obtida como a diferença entre os “*accruals*” totais observados e os “*accruals*” não discricionários sugeridos pelo modelo. Os “*accruals*” discricionários (DAC) serão, desta forma, os resíduos de estimação do modelo, ou seja:

$$ACC_{it} - \hat{ACC}_{it} = \varepsilon_{it} = DAC$$

1.4.2 – Modelo de Jones Modificado

O modelo de Jones (1991) não é isento de limitações. Um dos problemas exibidos pelo modelo, ao utilizar como variável explicativa a variação total do volume de negócios, é o de assumir que todas essas variações são não discricionárias. Contudo, tal poderá não ser totalmente correcto dado que os gestores têm algum poder discricionário pelo que, o modelo irá estimar os “*accruals*” não discricionários com um certo nível de erro. Como forma de eliminar este problema do reconhecimento do volume de negócios, Dechow *et al.* (1995) introduziu uma correcção ao modelo inicial pela consideração de uma nova variável – a variação nos saldos das dívidas de terceiros (ΔREC).

O Modelo de Jones Modificado, como ficou conhecido, tem a seguinte formulação:

$$ACC_{it} = \alpha_i \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1i} \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2i} \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

É importante notar que, no Modelo de Jones Modificado, as estimativas dos coeficientes α , β_1 e β_2 são as obtidas pelo Modelo original de Jones (1991). Só após a obtenção, desta forma, das estimativas dos coeficientes, é que são estimados os “*accruals*” não discricionários para cada empresa, efectuando-se a referida correcção

²⁸ É intuitivo se se tiver em consideração o uso de quotas constantes, períodos de vida útil constantes e ausência de amortizações do tipo extraordinário para fazer face a perdas por imparidade.

à variação no volume de negócios (ΔREV) através da dedução da variação nos saldos das dívidas de terceiros (ΔREC).

Importa, por fim, destacar que, quer o Modelo de Jones (1991), quer o Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) podem ser estimados por indústria para um determinado período, isto é, numa base “*cross-sectional*” (DeFond e Jiambalvo, 1994). Com a opção pela determinação dos modelos numa base “*cross-sectional*” poderemos obter uma melhor qualidade e uma maior fiabilidade das estimativas geradas por esses modelos.

1.4.3 – Os Modelos de “*Cash-flows*”

Os modelos de “*Cash-flows*” são, igualmente, modelos destinados a separar os “*accruals*” discricionários dos não discricionários, a partir do uso de variáveis explicativas baseadas nos “*cash-flows*”.

Em termos concretos, estes modelos procuram explicar os “*accruals*” através da sua relação com a realização de “*cash-flows*”. No fundo, esta relação deverá existir dado que, sendo os “*accruals*” uma forma de mitigar as variações transitórias dos “*cash-flows*”²⁹, eles estarão necessariamente relacionados com esses “*cash-flows*”.

Com base nisto, um dos modelos básicos de explicação dos “*accruals*” (ACC) é dado pela seguinte formulação:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ACC_{it} : “*Accruals*” Totais (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período t ;

CF_t : “*Cash-flow*” (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período t .

No entanto, este modelo é teoricamente pouco sustentado. Uma solução mais satisfatória deste ponto de vista foi proposta pelos autores Dechow e Dichev (2002).

²⁹ Dechow (1994): Refere-se ao papel dos “*accruals*” como forma de reduzir o “ruído” provocado pelas variações transitórias dos “*cash-flows*” (“*cash-flow noise reduction*”).

O modelo de Dechow e Dichev (2002) acrescenta ao anterior os valores desfasados dos “*cash-flows*”, apresentando assim a seguinte formulação:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 CF_{it-1} + \alpha_3 CF_{it+1} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

ACC_{it} : “*Accruals*” Totais (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período t ;

CF_{it} : “*Cash-flow*” (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período t ;

CF_{it-1} : “*Cash-flow*” (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período $t-1$;

CF_{it+1} : “*Cash-flow*” (ponderados pelo Total dos Activos do período precedente), da empresa i , no período $t+1$.

Tal como nos modelos de Jones (1991) e Jones Modificado, os “*accruals*” anormais ou discricionários equivalerão ao resíduo de estimação (ε_{it}), por ano e por indústria, da formulação acima apresentada.

*

*

*

Este capítulo pretendeu apresentar de forma sistematizada a principal literatura relevante para o estudo que se efectua. Nele foram expostas as principais noções subjacentes ao tema assim como as práticas mais usuais de manipulação de resultados. Foram ainda explanadas as principais motivações conducentes a este tipo de práticas e, por último, procedeu-se à explicitação dos modelos mais conhecidos e utilizados na literatura sobre “*earnings management*”. No capítulo seguinte será efectuada uma revisão da literatura relacionada com o fenómeno cujo impacto no “*earnings management*” se pretende estudar – o chamado “entrincheiramento”.

2 – O “ENTRINCHEIRAMENTO”, O “CORPORATE GOVERNANCE” E O “EARNINGS MANAGEMENT”

Após a revisão de literatura sobre o “*earnings management*” efectuada no capítulo anterior, prossegue-se agora com uma revisão de literatura subordinada ao fenómeno do “entrincheiramento” e à ampla temática em que ele se insere – o “*corporate governance*”. Este capítulo inicia-se com algumas notas introdutórias sobre o governo das sociedades bem como com alguns exemplos de mecanismos de “*corporate governance*”. De seguida será efectuada uma abordagem ao “entrincheiramento”, às suas noções e relação com o “*corporate governance*”, assim como as suas principais determinantes e potenciais medidas deste fenómeno. Na parte final do capítulo, será apresentada uma revisão da ainda escassa literatura existente sobre o impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”, a qual terminará com a formulação da hipótese a testar nesta dissertação.

2.1 – Notas Introdutórias

Genericamente, a noção de “*corporate governance*” (ou governo das sociedades) refere-se ao conjunto dos mecanismos institucionais e organizacionais cujo objectivo consiste em solucionar eventuais conflitos de interesses entre os vários grupos envolvidos numa empresa, também designados de “*stakeholders*”, os quais procuram monitorizar a gestão ou “*corporate insiders*”. (Marques, 2005).

O termo “*corporate governance*” é relativamente recente, pese embora se possa encontrar, num passado longínquo³⁰, alguma literatura que se refere aos conflitos de interesses que deram origem à sua criação. Diversos autores foram procurando definir o entendimento a atribuir a governo das sociedades, cumprindo-me aqui realçar aquelas consideradas mais relevantes. Assim, para os autores Shleifer e Vishny (1997), o “*corporate governance*” “refere-se às formas pelas quais os financiadores das empresas asseguram, a eles próprios, um retorno pelo seu investimento”. De uma forma mais clara e compreensível, John e Senbet (1998) dão a sua noção referindo que a temática do “*corporate governance*” “trata dos mecanismos pelos quais os “*stakeholders*” de uma empresa exercem o seu controlo sobre os “*corporate insiders*”

³⁰ Nos autores Berle e Means (1932) ou mesmo já muito antes com Smith (1776).

e sobre a gestão/administração das empresas modo a que os seus interesses sejam devidamente protegidos”. Gillan e Starks (1998), por seu turno, definem “*corporate governance*”, como o sistema formado pelas leis, regras e factores que permitem o controlo das operações numa empresa.

Parece, efectivamente, clara, pelas várias noções aqui apresentadas, a ideia generalizada de que o “*corporate governance*” se trata, no fundo, do conjunto de mecanismos tendentes a controlar a gestão e evitar que a sua expectável actuação em benefício próprio prejudique os demais “*stakeholders*” da organização.

O conjunto de mecanismos que podemos considerar como mecanismos de “*governance*” é extremamente vasto na medida em que podem nele ser considerados diversos elementos gerais, isto é, não directamente identificáveis com o governo específico de determinada sociedade, que, apesar de externos, acabam por exercer influência indirecta sobre o controlo da mesma. Os diversos mecanismos de “*governance*” podem ter origem interna ou externa à organização, sendo possível apresenta-los de uma forma sucinta e esquematizada (tal como consta do Anexo I, onde é possível de identificar um resumo dos mecanismos de “*corporate governance*” adaptado à realidade norte-americana)³¹.

No entanto, apesar do objectivo prosseguido com os mecanismos de “*corporate governance*” ser o de evitar que os gestores tomem medidas desajustadas, ou tenham um desempenho não concordante com aquele que deve ser o seu fim principal e que é o da maximização do valor para o accionista, poderá, por vezes, revelar-se a existência de um fenómeno de imunidade da gestão apelidado na literatura como de “entrincheiramento”.

De acordo com Berger, Ofek e Yermack (1997), o “entrincheiramento” refere-se à situação pela qual os gestores ficam imunes à disciplina imposta por um vasto conjunto de mecanismos de controlo ou “*corporate governance*”. O estado de “entrincheiramento” da gestão poderá ser potenciado por vários factores, sendo, desde logo, de destacar o peso da propriedade detida pela gestão e o seu poder de voto na tomada de decisões. Assim, autores como Demsetz (1983) e Fama e Jensen (1983) realçaram o facto de que, na situação em que a gestão possui um suficiente poder de voto (“*insider ownership*”) para assegurar permanentemente a sua posição, poderá

³¹ Para uma ampla revisão de literatura sobre “*corporate governance*” ver, por exemplo, Farinha (2003).

tornar-se imune ao potencial disciplinador de uma ameaça de *takeover* ou à concorrência do mercado de trabalho – podendo assim dizer-se que se encontram “entrincheirados”. Na linha deste entendimento, Stulz (1988) revelou tal ideia num modelo em que quanto maior a parcela de propriedade da empresa detida pela gestão, o que se reflectia, naturalmente, no seu maior poder de voto, maior a probabilidade de se tornarem “entrincheirados” nesses lugares, isto é, maior a evidência da chamada “*managerial entrenchment hypothesis*”. Mais recentemente, Bebchuk *et al.* (2004) afirmaram que a hipótese do “entrincheiramento” tem presente a ideia de que a gestão tem incentivos em construir sistemas de “*governance*” que restringem a participação dos accionistas preservando um forte poder da gestão na definição das políticas nas empresas.

2.2 – Determinantes e medidas do “entrincheiramento”

Como mencionado em algumas noções de “entrincheiramento” anteriormente apresentadas, a presença de um significativo poder de voto por parte da gestão é, por si só, indício da ocorrência deste fenómeno.

No entanto, para além do “*insider ownership*” e do seu impacto directo ao nível do “entrincheiramento”, podemos encontrar outras fontes potenciadoras deste fenómeno, também elas já fortemente sujeitas a vários estudos empíricos como sejam:

- a realização de determinados investimentos específicos (e.g.: Shleifer e Vishny, 1989³²);
- a existência de planos de acções atribuídas aos gestores, podendo, nalguns casos apenas possuir os direitos de voto sem os respectivos direitos a dividendos (e.g.: Cole e Mehran, 1998³³);

³² Esse estudo revela que, como consequência desses investimentos, pode diminuir significativamente a probabilidade de substituição e mesmo obter maior poder na definição do direccionamento estratégico da empresa.

³³ Estes autores encontraram evidência de que estes planos eram usados com o intuito de impedir o sucesso de “*takeovers*”.

- a existência de “*dual class recapitalizations*”, isto é, a existência de dois tipos de acções com distintos poderes de voto, sendo um desses tipos como que uma espécie de “*golden shares*” dado possuírem um direito de voto bastante superior ao da regra normal de “uma acção, um voto” (e.g.: Jarrel e Poulsen, 1988³⁴);
- outros mecanismos diversos de efeito “*anti-takeover*” (por exemplo, a obrigatoriedade de maiorias qualificadas nas principais decisões como sejam fusões e outras importantes transacções ou para efectuar qualquer alteração aos estatutos da sociedade, “*golden parachutes*”³⁵, “*poison pills*”³⁶, entre muitos outros).

Pode-se, efectivamente, encontrar um amplo conjunto de mecanismos de diversa natureza relativos ao “*governance*” e, alguns deles, potenciadores do “entrenchment”.

A questão que agora se coloca prende-se com a forma de como medir o referido fenómeno. Uma das formas possíveis seria através do recurso, como referido no início deste capítulo, à análise do “*insider ownership*”. No entanto, como vimos, esta não é a única forma de avaliarmos a existência do “entrenchment” da gestão pois este estado pode ser potenciado pela presença de uma ampla diversidade de outros mecanismos. Tendo em conta esta multiplicidade de mecanismos e as dificuldades acrescidas daí resultantes, alguns autores propuseram a criação de índices que agregassem um maior ou menor número de mecanismos.

Um desses índices foi criado por Bebchuk, Cohen e Ferrel (2004) e, sugestivamente, designado de “*entrenchment index*” (índice de “entrenchment”). Este índice, que integra apenas seis mecanismos, resultou da análise feita pelos autores a um índice

³⁴ Tal como a evidência para os planos de acções, estes autores também verificaram que as “*dual class recapitalizations*” fomentavam a imunidade da gestão ao poder disciplinador dos “*takeovers*”.

³⁵ Tratam-se, basicamente, de determinadas condições existentes nos acordos com os administradores que lhes atribui um benefício significativo na eventualidade da mudança de controlo da empresa; está normalmente associado às elevadas indemnizações a pagar aos administradores para a sua saída.

³⁶ Direitos existentes que podem ser utilizados na ameaça de um “*takeover*” e que basicamente se referem à possibilidade de determinados accionistas poderem comprar ou vender acções a um preço muito atractivo e, assim elevar substancialmente o custo do “*takeover*” e, consequentemente, limitar a sua hipótese de sucesso.

mais alargado formado por 24 regras³⁷ de “*governance*”, monitorizado por um dos principais organismos norte-americanos de “*corporate governance*” e de apoio aos investidores e investigadores nesta matéria, designado de “*Investor Responsibility Research Center*” (IRRC)³⁸.

Com o intuito de avaliar o impacto que essas regras de “*governance*” tinham na criação de valor para o accionista, Gompers, Ishii e Metrick (2003) procederam ao estudo da relação do índice constituído por essas 24 regras (cada uma delas com igual ponderação no valor do índice) com a evolução do valor da empresa, para o qual a proxy utilizada foi o *Q-Tobin*³⁹. A presença desse conjunto de regras, que varia de empresa para empresa, deve ser interpretado da seguinte forma: quanto maior for o número de regras existentes, significa que, menor é o poder exercido directamente por parte dos accionistas (“*weakest rights*”), ao passo que, inversamente, uma menor presença desses mecanismos é sinónimo de um forte poder dos accionistas (“*strongest rights*”). Os autores concluíram que as empresas onde era maior o poder dos accionistas, ou seja, onde se verificavam os mais reduzidos valores do índice de “*governance*”, eram aquelas que apresentavam maiores rácios de *Q-Tobin*, maiores lucros, as mais elevadas taxas de crescimento das vendas e os menores níveis de investimento.

Este índice poderia ser, ele próprio, uma possível *proxy* do “entrincheiramento” no sentido em que, quanto maior o seu valor, significa que menor é o poder dos accionistas ou, por outras palavras, maior é o poder da gestão.

No entanto, o referido estudo de Bebchuk, Cohen e Ferrel (2004) procurou simplificar este índice por considerar que o mesmo, por ter muitos componentes, poderia não identificar aqueles que fossem efectivamente relevantes. Por um lado, algumas das regras que o compõem poderiam ter significância reduzida estando a ter a mesma ponderação que as mais relevantes, por outro poderia acontecer que algumas delas estivessem até positivamente correlacionadas com o valor da empresa, mas com efeito inferior às demais, conduzindo a que o resultado final se cifrasse num *trade-off* entre

³⁷ Será usado, de forma indiferenciada, o termo regra ou mecanismo de “*governance*”. Na literatura anglo-saxónica é normal os autores (e.g.: Gompers, Ishii e Metrick, 2003) referirem-se, indistintamente, a “*rules*”, “*laws*” ou “*provisions*” de “*corporate governance*”.

³⁸ Muitos outros índices foram criados como por exemplo: “*Institutional Shareholder Services*” (ISS) que é composto por 61 elementos, “*Governance Metric International*” que se refere a mais de 600, o “*Standard & Poor’s Corporate Governance Scores*”, entre outros.

³⁹ Medida que, sinteticamente, se traduz no rácio entre o valor de mercado da empresa e o valor de reposição dos seus activos líquidos.

o valor do índice e o valor da empresa. Este estudo permitiu concluir que, das 24 regras de “*governance*” do IRRC, apenas 6 apresentavam significativa relevância para explicar a relação negativa encontrada entre o valor da empresa e o índice de “*governance*”. Como consequência destes resultados, os autores optaram por criar um índice composto apenas por esses 6 mecanismos de “*governance*” o qual designaram de índice de “entrincheiramento”. A esta designação não será alheio o facto dele ser composto por 6 das principais determinantes do “entrincheiramento”, tal como foi referido na parte inicial deste capítulo, pelo que este índice apresenta-se como uma boa proxy desse fenómeno.

O índice de “entrincheiramento”, também designado por “*BCF entrenchment index*” para referenciar os nomes dos seus autores, é constituído pelos seguintes 6 mecanismos de “*governance*”⁴⁰:

- (i) Existência de “*Staggered Boards*”: conselhos de administração divididos em classes, normalmente três, em que apenas uma delas é reeleita anualmente;
- (ii) e (iii) Limites em alterar os “*By-Laws*” e maiorias qualificadas para alterações ao acordo de sociedade (“*Charter*”): figuras próprias dos EUA que revelam limitações e necessidade de elevada votação para a possibilidade de alterações ao contrato de sociedade e seus estatutos;
- (iv) Existência de maioria qualificadas nas decisões de fusão;
- (v) Existência de “*Poison Pills*”;
- (vi) Existência de “*Golden Parachutes*”.

Este índice de “entrincheiramento” atribui, tal como já tinham feito, por exemplo, Gompers *et. al* (2003), igual ponderação a cada um dos mecanismos que o compõem, pelo que o seu valor variará entre zero e seis, consoante não se verifique nenhum dos mecanismos, ou contrariamente, se verifiquem todos.

Feita esta revisão às noções, determinantes e medidas do “entrincheiramento”, importa, finalmente, rever a principal literatura existente acerca do tema central desta

⁴⁰ Alguns deles são mais específicos da realidade norte-americana.

dissertação que consiste em tentar aferir do impacto que o “entrincheiramento” poderá ter nas práticas de “*earnings management*”.

2.3 – O “entrincheiramento” e o “*earnings management*”

Há alguns estudos desenvolvidos (e.g. Gompers *et al.*, 2003 ou Bebchuk *et al.*, 2004) que, como referido, se preocuparam em medir o impacto que alguns dos mecanismos de “*governance*” têm sobre o valor da empresa, afectando directamente a riqueza do accionista. No entanto, a literatura analisada não é suficientemente esclarecedora quanto à relação existente entre o estado de “entrincheiramento” da gestão e a ocorrência de “*earnings management*”.

Muitos dos estudos efectuados procuraram apenas relacionar o “*insider ownership*” com o “*earnings management*” tendo, inclusivamente, sido obtidas algumas conclusões contraditórias.

Por exemplo, Warfield, Wild e Wild (1995) concluíram, para uma amostra de empresas norte-americanas, que a dimensão da propriedade detida pela gestão está inversamente associada com a magnitude dos “*accruals*” discricionários. Os autores justificam este resultado referindo que, na situação em que a propriedade detida pela gestão é baixa, maiores serão as motivações dos gestores para práticas de “*earnings management*” como forma de ultrapassar os constrangimentos e limitações impostos pelos inúmeros contratos em que a empresa se encontra envolvida, criados com o intuito de limitar o problema da agência⁴¹, baseados em variáveis do foro contabilístico.

No entanto, um anterior estudo dos autores Morck, Shleifer e Vishny (1988), não obteve, exactamente, as mesmas conclusões. Os autores verificaram que, nos casos em que a gestão possui a propriedade de parte significativa das empresas o que implica um suficiente poder de voto que garanta a sua estabilidade no cargo, eram mais ineficazes as medidas que evitavam o “desalinhamento” de interesses, ou seja, medidas que tendentes à maximização do valor para o accionista. Estes autores mostraram que na presença de uma gestão “entrincheirada” maiores tenderão a ser os

⁴¹ Trata-se assim de uma perspectiva baseada na Teoria da Agência introduzida pelo seminal artigo de Jensen e Meckling (1976).

incentivos para que sejam levadas a cabo acções no interesse daquela, em detrimento dos restantes accionistas. Entre estas acções estarão, em primeiro plano, as práticas de “*earnings management*” com impacto directo na riqueza dos gestores como sejam o aumento de resultados para aumentar os bónus e prémios a receber.

No mesmo sentido, Cloyd *et al.* (1996) encontraram evidência de que, sobretudo nas empresas com significativo “*managerial ownership*”, são levadas a cabo certas práticas contabilísticas que se traduzem num posicionamento fiscal agressivo no sentido da minimização do pagamento de impostos. Estes estudos sugerem a ideia de que o “entrincheiramento” da gestão e, conseqüentemente, a existência de um menor efeito disciplinador imposto pelo mercado, pode ser um factor que conduza a uma maior actividade de “*earnings management*” entre empresas detidas maioritariamente pela gestão.

Existem, porém, estudos que não confirmaram esta evidência. Por exemplo, Rajgopal, Venkatachalam e Jiambalvo (1999) não encontraram evidência significativa de qualquer relação entre a existência de “*accruals*” discricionários e a propriedade da empresa detida pela gestão. Comparado com o estudo de Warfield *et al.* (1995), uma justificação para estes distintos resultados poderá estar relacionada com a metodologia de análise utilizada. Enquanto que Rajgopal, *et al.* (1999) recorreram ao Modelo de Jones Modificado para estimar os “*accruals*” discricionários, o estudo de Warfield *et al.* (1995) estimou os “*accruals*” anormais pela diferença entre os “*accruals*” do período com os “*accruals*” normais esperados (os quais são estimados usando o valor médio dos “*accruals*” dos últimos cinco períodos⁴²), ambos ponderados pelo preço das acções no início do período.

Para além dos estudos sobre o impacto da propriedade detida pela gestão no “*earnings management*”, outros existem que se propuseram a analisar o impacto individual de alguns mecanismos de “*governance*”, incluindo aqueles que possamos considerar como os mais potenciadores do “entrincheiramento” na manipulação de resultados. Outros estudos ainda se propuseram verificar o impacto destes indicadores separando-os entre os indicadores de “*governance*” internos e externos à empresa.

⁴² Metodologia de cálculo dos “*accruals*” anormais próxima da sugerida por Healy (1985) e por DeAngelo (1986).

Por exemplo, Leuz *et al.* (2003) analisaram a relação entre a existência de mecanismos de protecção aos investidores externos⁴³ com o “*earnings management*” para uma amostra de 31 países e concluíram que a qualidade dos “*reportings*” financeiros aumenta com o maior nível de protecção legal desses investidores.

Peasnell *et al.* (2005), num estudo que teve por base uma amostra de empresas do Reino Unido, concluíram que a probabilidade da gestão incorrer em práticas de manipulação dos resultados em sentido ascendente para evitar perdas ou diminuições está negativamente relacionado com a proporção de “*outsiders*” nos conselhos de administração⁴⁴ das empresas.

Klein (2002) encontrou evidência de que um aumento do número de “*insiders*” nas Comissões de Auditoria das empresas está associado a um maior nível de “*earnings management*”.

Xie (2003), entre outras conclusões, verificou que a maior frequência das reuniões das Comissões de Auditoria estavam associados a níveis reduzidos de “*earnings management*”.

Mais ainda e no que diz respeito aos mecanismos internos de “*governance*” relacionados com os pacotes remuneratórios dos gestores, outros estudos como os de Bergstresser e Philippon (2006), Burns e Kedia (2006) e Safdar (2003) também encontraram evidência de relação significativa entre determinados tipos de compensação dos principais gestores com a tendência para as empresas manipularem resultados.

2.4 – Definição da hipótese de investigação

Como se pode verificar pela revisão da literatura efectuada, existem alguns estudos próximos do tema central desta dissertação, que, como referido anteriormente, pretende avaliar o impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”. A evidência empírica recolhida nesses estudos não é, como vimos, sempre de idêntico sentido. Portanto, o principal objectivo do presente estudo é dar mais um contributo para a análise e avaliação da relação entre o fenómeno “entrincheiramento” e o

⁴³ Medido através do nível de direitos atribuídos aos accionistas minoritários e pela qualidade da sua execução legal.

⁴⁴ Designados na literatura anglo-saxónica de “*board of directors*”.

“*earnings management*”, tentando aferir em que medida o maior ou menor grau de “entrincheiramento”, medido através de um índice, terá influência nas práticas de manipulação de resultados.

Partindo, no entanto, da perspectiva mais consensual da relação directa entre o “entrincheiramento” e o “*earnings mangement*”, a hipótese de investigação a estudar é a seguinte:

H₁: “Ceteris paribus”, na presença de um maior nível de “entrincheiramento” da gestão (medido através de um índice) verifica-se um maior nível de “earnings management”.

*

*

*

Neste capítulo procedeu-se à revisão da literatura relativa ao “entrincheiramento”. Após um ligeiro enquadramento no amplo tema do “*corporate governance*” em que ele se insere, apresentaram-se algumas noções associadas a este fenómeno. De seguida, foram apresentados as determinantes que mais podem potenciar o estado de “entrincheiramento” da gestão bem como algumas *proxies* possíveis que permitam aferir da sua existência. Posteriormente, foram apresentados alguns estudos próximos do tema central desta dissertação, que, como referido anteriormente, pretende avaliar o impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”. A formulação da hipótese de investigação desta dissertação foi o passo seguinte.

Da revisão da literatura efectuada constatou-se que, pese embora a existência de uma ampla variedade de estudos próximos, não se encontra ainda suficientemente explorado o efeito do “entrincheiramento”, medido através de um índice, no “*earnings management*”, pelo que é esta a relação sobre a qual se pretende efectuar o estudo empírico, cuja metodologia, amostra, resultados e respectivas conclusões se apresentam de seguida.

3 – O ESTUDO EMPÍRICO

Após a revisão de literatura, inicia-se agora a explicitação do estudo empírico levado a cabo. Ele tem o propósito de avaliar o impacto que o “entrincheiramento”, medido através de um índice, poderá ter no “*earnings management*”. Defino um modelo genérico em que a variável endógena (o “*earnings management*”) é explicada pelo índice de “entrincheiramento” e mais um conjunto de variáveis de controlo que, de acordo com a literatura, são motivações para a ocorrência de manipulação dos resultados. É este o modelo que, de seguida, apresento.

3.1 – O modelo empírico e a definição das variáveis

O modelo empírico a testar terá a seguinte formulação genérica:

$$EM_{it} = \beta_0 + \beta_1 \cdot E_INDEX_{it} + \sum_{j=1}^k \beta_j \cdot CONTROLS_{jit} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

EM_{it} = Medida de “*earnings management*” da empresa i , no ano t ;

E_INDEX_{it} = Valor do índice de “entrincheiramento” da empresa i , no ano t ;

$CONTROLS_{it}$ = Variáveis de controlo a utilizar;

ε_{it} = Termo de perturbação que obedece às hipóteses clássicas⁴⁵.

3.1.1 – As “proxies” de “*earnings management*”.

Como referi anteriormente, e de modo a obter conclusões mais robustas acerca do tema desta dissertação, serão utilizadas duas medidas largamente utilizadas na literatura como indicadores de práticas de “*earnings management*”: os “*accruals*”

⁴⁵ a) $E(\varepsilon_{it}) = 0, \forall i, t$

b) $\text{Var}(\varepsilon_{it}) = \sigma^2, \forall i, t$

c) $\text{Cov}(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{j,k}) = 0, \forall i, t, j, k; i \neq j; t \neq k$

discricionários” (e.g., Jones, 1991 e Dechow *et al.*, 1995) e, por outro, através das situações de “*restatement*” de resultados (e.g., Abbot *et al.*, 2003).

➤ **DAC (“*accruals*” discricionários)**

Utilizarei o valor absoluto da variável DAC na medida em que a manipulação de resultados tanto poderá ocorrer em sentido ascendente, situação em que esta variável assumirá valores positivos, ou descendente, caso contrário. Tal como acontece em outros estudos, a utilização do módulo dos “*accruals*” discricionários (DAC) é a solução mais adequada pois interessa aferir da manipulação independentemente do sentido da mesma (e.g., Warfield *et al.*, 1999; Becker *et al.*, 1998; Bartov *et al.*, 2000; Klein, 2002 e Bergstresser e Philippon, 2006).

O cálculo dos “*accruals*” discricionários será, inicialmente, realizado recorrendo ao modelo de Jones (1991), mas excluindo o efeito das Amortizações dos “*accruals*” totais, por se considerar que esse termo causa essencialmente ruído na aferição dos “*accruals*” discricionários – utilizaremos assim apenas os chamados “*working capital accruals*”⁴⁶. Esta opção baseia-se em estudos que também excluíram as amortizações da medida dos “*accruals*” (e.g., Peasnell *et al.*, 2000), e que justificam esta opção recorrendo a três grandes razões:

- por um lado, as amortizações reflectidas na Demonstrações dos Resultados tendem a ser as amortizações normais, pelo que, caso haja necessidade de registo de amortizações extraordinárias, estas tenderão a ser registadas como itens extraordinários;
- por outro lado, a consideração desta componente nos “*accruals*” totais implica a inclusão de mais uma variável explicativa nos modelos (geralmente o valor bruto do Imobilizado) para controlar essa componente. De acordo com Young (1999), estes modelos tendem a sobreavaliar o erro de estimação dos “*accruals*” discricionários;
- por fim, a visibilidade e previsibilidade das amortizações em cada período fazem com que estas não sejam um instrumento de manipulação sistemática de resultados, dada a sua fácil detecção.

⁴⁶ Em Português, “variação do fundo de maneo”.

Em consequência disto, os “*accruals*” discricionários (**DAC**) dados pelo modelo original de Jones (1991) equivalerão ao resíduo de estimação (ε_{it}), por ano e por indústria⁴⁷, da seguinte formulação do modelo de Jones (1991):

$$ACC_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ACC_{it} : “*Working Capital Accruals*” Totais (COMPUSTAT: #123 - #308 + #14), ponderados pelo Total do Activo (COMPUSTAT: #6) em $t-1$, da empresa i , no ano t ;

ΔREV_{it} : Variação no Volume de Negócios (COMPUSTAT: #12), da empresa i , no ano t .

Para efeitos da estimação dos coeficientes, e em termos de período temporal, serão utilizados dados da base de dados COMPUSTAT para o período 1990 a 2004.

Em termos da classificação das empresas por indústria/sector, utilizo as mesmas categorias que em Barth *et al.* (1999), que as agrega em 15 grupos de actividades económicas partindo do código a quatro dígitos existente designado de SIC – “*standard industrial classification*” (ver Anexo II).

Serão igualmente calculadas, para efeitos de robustez dos resultados, mais outras duas “*proxies*” do “*earnings management*” baseadas nos “*accruals*”.

Será criada a variável **DAC_MJ** que se refere aos “*accruals*” discricionários estimados a partir do Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) e que, tal como explicado no primeiro capítulo da revisão da literatura ao “*earnings management*”, equivalerão ao resíduo de estimação (ε_{it}), por ano e por indústria, feita a correcção para a variação das dívidas de clientes, mas mantendo os coeficientes obtidos do modelo original de Jones (1991):

⁴⁷ O objectivo da estimação por ano e por indústria é reduzir a probabilidade da estimação dos “*working capital accruals*” ser afectada pelos efeitos do tempo (por exemplo, taxa de juros e outros factores macroeconómicos) e efeitos próprios da indústria (Peasnell *et al.*, 2000).

$$ACC_{it} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ACC_{it} : “*Working Capital Accruals*” Totais (COMPUSTAT: #123 - #308 + #14), ponderados pelo Total do Activo (COMPUSTAT: #6) em $t-1$, da empresa i , no ano t ;

ΔREV_{it} : Variação no Volume de Negócios (COMPUSTAT: #12), da empresa i , no ano t ;

ΔREC_{it} : Variação das Dívidas de Clientes (COMPUSTAT: #151), da empresa i , no ano t ;

Será ainda criada a variável **DAC_DD** que se refere aos “*accruals*” discricionários obtidos a partir do Modelo de “*Cash-flows*” de Dechow e Dichev (2002) e que, tal como explicado anteriormente, equivalerão ao resíduo de estimação (ε_{it}), por ano e por indústria, do seguinte modelo:

$$ACC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{it} + \alpha_2 CF_{it-1} + \alpha_3 CF_{it+1} + \varepsilon_{it}$$

Em que:

ACC_{it} : “*Working Capital Accruals*” Totais (COMPUSTAT: #123 - #308 + #14), ponderados pelo Total do Activo (COMPUSTAT: #6) do período precedente, da empresa i , no ano t ;

CF_{it} : “*Cash-flow*” operacional (COMPUSTAT: #308), ponderado pelo Total do Activo do período precedente, da empresa i , no ano t ;

CF_{it-1} : “*Cash-flow*” operacional (COMPUSTAT: #308), ponderado pelo Total do Activo do período precedente, da empresa i , no ano $t-1$;

CF_{it+1} : “*Cash-flow*” operacional (COMPUSTAT: #308), ponderados pelo Total do Activo do período precedente, da empresa i , no ano $t+1$.

➤ **RETT (“*Restatement*”)**

A situação de “*restatement*” dos resultados é uma outra medida, mais factual, usada na literatura como indicador da possibilidade de existência de “*earnings management*”. Entenda-se por “*restatement*” dos resultados as situações em que as empresas foram obrigadas a proceder à correcção dos resultados contabilísticos previamente divulgados.

De notar, no entanto, que apesar de poder ser vista como uma medida directa de práticas de manipulação de resultados, e não apenas medidas estimadas de tal manipulação como são as dadas pelos modelos de “*accruals*”, os “*restatements*” também não são isentos de desvantagens. Primeiro, alguns “*restatements*” poderão advir de meros erros não intencionais mais do que tentativas de manipulação de resultados. Segundo, uma vez que nem todos os erros são detectados, ou solicitados os respectivos “*restatements*”, significa que estes serão sempre uma pequena amostra que poderá não representar de forma razoável a totalidade da população. Existe evidência de que o mercado tende a reagir de imediato a situações de “*restatements*” de resultados. Por exemplo, Palmrose, Richardson e Scholz (2004) mostraram que as empresas que procediam a “*restatements*” dos seus resultados em sentido descendente, sofriam uma queda de cerca de 9% a 10% nas cotações das suas acções durante os 2 a 3 dias em torno da data de anúncio desse “*restatement*”.

Tal como utilizado em muitos estudos que usam os “*restatements*” como variável endógena (por exemplo, Abbot *et al.*, 2003), será criada uma variável “*dummy*” denominada de **RETT** que:

- tomará o valor 1, se houve “*restatement*”;
- tomará o valor 0, caso contrário.

Pelo facto de se tratar de uma variável endógena que é binária, os coeficientes da regressão serão estimados através do recurso a um modelo PROBIT.

3.1.2 – O Índice de “entrincheiramento” (E_Index)

A medida do “entrincheiramento” que será utilizada é o “*BCF entrenchment index*” proposto por Bebchuk, Cohen e Ferrell (2004) e cuja composição foi explicada no capítulo 2.

A variável **E_Index** poderá tomar apenas os valores 0, 1, 2, 3, 4, 5 ou 6, consoante o número de mecanismos que existam numa determinada empresa em determinado ano, significando que quanto maior o valor do índice, maior o nível de “entrincheiramento” da gestão, pois maior será a limitação dos poderes dos accionistas. Verifica-se, portanto, que cada um dos mecanismos terá a mesma ponderação no valor desta variável.

Pese embora a potencial limitação ligada à ponderação, poderão existir vantagens na utilização de um índice relativamente à utilização individual de cada um dos elementos que o compõem. Por um lado, está-se a falar sobre “entrincheiramento” inserido no “*corporate governance*”, tema demasiado amplo e complexo, pelo que parece fazer sentido representa-lo através de um índice de mecanismos, em vez de recorrer a um deles separadamente. Por outro lado, tal como referido no trabalho de Agrawal e Knoeber (1996), os diversos mecanismos de “*governance*” podem ser substitutos ou complementares entre si. Assim sendo, a inclusão de alguns mecanismos, não substitutos, num índice sumário, tal como aparenta ser o “*BCF entrenchment index*”, pode ser mais revelador do nível do “entrincheiramento” do que atentar em alguns casos particulares.

Os dados do **E_Index** obtidos para a realização deste estudo empírico⁴⁸ encontram-se divididos em duas sub-amostras. Numa é indicado o valor do índice de “entrincheiramento” para empresas-ano onde não existem “*dual class recapitalizations*”⁴⁹ (com um total de 10.876 observações), e noutra, bem mais pequena (com um total de 1.227 observações), os casos onde existem essas “*dual class stocks*”. Dada a reduzida dimensão da amostra, bem como a dificuldade de

⁴⁸ Dados do “*entrenchment index*” obtidos do “site” do professor Lucian Bebchuk (<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/>) da Harvard Law School.

⁴⁹ Refere-se à existência de dois tipos de acções com distintos poderes de voto, tendo estas “*golden shares*” um direito bastante superior do que a regra normal de “uma acção, um voto”.

comparabilidade dos resultados, o trabalho apenas incidirá sobre a primeira das sub-amostras. De facto, como referem Bebchuk *et al.* (2004), a existência de “*dual class stocks*” seria por si só suficiente para conduzir a um elevado nível de “entrincheiramento”, o que tenderia a tornar os demais indicadores pouco relevantes, pelo que se estaria a enviesar o valor do índice ao atribuir a este indicador igual ponderação.

Por fim, importa ainda referir que esta sub-amostra apenas contempla dados relativos ao índice de “entrincheiramento” para os anos de 1990, 1993, 1995, 1998, 2000, 2002 e 2004, dado que a fonte de onde os valores do índice foram retirados por parte daqueles autores – o “*Investor Responsibility Research Center*” (IRRC) – não procede à publicação dos mesmos numa base anual. Deste modo, para os anos intermédios, para os quais não existem dados relativamente ao índice, assume-se, tal como no estudo de Gompers, Ishii e Metrick (2003), que o seu valor será igual ao do ano anterior mais recente.

3.1.3 – As variáveis de controlo

Como mencionado anteriormente, vários são os motivos que podem levar a práticas de manipulação de resultados, tanto em sentido ascendente, como em sentido descendente. Independentemente do sentido, importa introduzir as variáveis de controlo necessárias de forma a autonomizar o efeito que pretendo estudar – o impacto do “entrincheiramento”, separando-o de outros factores pertinentes que, de acordo com a literatura existente, contribuem para o “*earnings management*”.

Apresento, seguidamente, as variáveis de controlo consideradas e incluídas no modelo.

➤ DIM (Dimensão)

A literatura acerca do impacto da dimensão das empresas no “*earnings management*” não é consensual. Por um lado, as empresas de maior dimensão e, geralmente, de maior visibilidade, tendem a ser alvo de uma maior regulação e fiscalização o que pode contribuir para um menor nível de erros e manipulação discricionária. Por

exemplo, Reynolds e Francis (2001) encontraram evidência de que a qualidade do trabalho do auditor em clientes de maior dimensão tende a ser superior. Segundo estes autores, os auditores assumem uma postura mais conservadora e independente quando emitem o seu parecer de forma a não colocar em causa a sua reputação o que significa que não permite (ou permite menos) que a gestão manipule os resultados para os valores que deseja. Por outro lado, essa maior visibilidade associada à dimensão pode, tal como sugerem alguns estudos (e.g., Cahan, 1992), levar a que as empresas procedam a práticas de “*earnings management*” em sentido descendente de forma a evitar regulamentação específica para o sector que possa prejudicar a sua rentabilidade. Foi o que se referiu atrás, no ponto 1.3.4, quando se discutiram as questões políticas como determinantes da manipulação.

Quanto à sua mensuração, a variável **DIM** será definida como o logaritmo natural do total do Activo (logaritmo de COMPUSTAT #6), tal como é correntemente aceite na literatura (e.g., Myers *et al.*, 2003).

Tendo em conta o referido acima, não se formula qualquer expectativa acerca do sinal do coeficiente associado a esta variável.

➤ **ENDIV (Endividamento)**

A variável endividamento está igualmente incluída no modelo para controlar o efeito que ele pode ter sobre a empresa, levando-a a adoptar determinados comportamentos que influenciam a qualidade dos resultados.

Por exemplo, a existência de elevado endividamento e a pressão para a sua manutenção ao menor custo de capital possível pode ser um incentivo à manipulação dos resultados (e.g., Watts e Zimmerman, 1986).

De notar ainda que, vulgarmente associados a contratos de dívida, a existência de “*covenants*” pode determinar, também, práticas de manipulação. Apesar de não existir um consenso na literatura, tais cláusulas tendem a estar ligadas a indícios de práticas de “*earnings management*” para que as mesmas não sejam violadas (e.g., DeFond e Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994).

Dado que este estudo tem por base a realidade americana, a partir dos dados do COMPUSTAT, onde as empresas tendem a socorrer-se de forma estável de endividamento de longo prazo, a variável **ENDIV** será medida pela Dívida de Longo Prazo (COMPUSTAT #9), devidamente deflacionada pelo Total do Activo (COMPUSTAT #6)⁵⁰.

Antecipo, como acontece em alguma literatura (e.g., Watts e Zimmerman, 1986) que a existência de endividamento e a pressão para a sua manutenção ao menor custo de capital possível pode motivar situações de “*earnings management*”, pelo que se espera que o coeficiente associado a esta variável seja positivo.

➤ **NFE (Necessidade de Financiamento Externo)**

A variável Necessidade de Financiamento Externo (**NFE**) controla para o impacto que a necessidade de “*funding*” poderá ter na propensão à manipulação dos resultados. Tal como referido no ponto 1.3.1 onde expus as motivações ao “*earnings management*” relacionadas com o mercado de capitais, estudos como, por exemplo, o de Teoh *et al.* (1998a, 1998b) encontraram evidência de manipulação em sentido ascendente dos resultados nas vésperas de emissões de acções, quer em IPO’s, quer em SEO’s.

Tendo em consideração que a necessidade de financiamento externo surge quando o “*cash flow*” disponível não é suficiente para satisfazer as necessidades decorrentes das despesas de investimento, esta variável é definida como uma “*dummy*” **NFE** que toma o valor 1, se a diferença entre o “*cash-flow*” operacional (COMPUSTAT #308) e as despesas de investimento⁵¹ (COMPUSTAT #128) for negativa; e o valor 0, caso contrário.

Tendo presente a evidência empírica disponível na literatura (e.g., Teoh *et al.*, 1998a e 1998b), espera-se que exista uma relação positiva entre Necessidade de

⁵⁰ Tal como acontece com o cálculo da variável dependente **DAC**, também as demais variáveis contínuas do modelo (como a **ENDIV**) são deflacionadas pelo total do Activo, no sentido de limitar potenciais efeitos de heteroscedasticidade das variáveis (e.g., Jones, 1991; Persons, 1995; Krishnan, 2003) e para permitir comparações (Thomas e Zhang, 2000).

⁵¹ Vulgarmente designadas na literatura anglo-saxónica de “*capital expenditures*”.

Financiamento Externo e as práticas de “*earnings management*”, pelo que se antecipa que o coeficiente associado a esta variável seja positivo.

➤ **EDF (Empresa em Dificuldades Financeiras)**

Como anteriormente vimos, um dos incentivos ao “*earnings management*” prende-se com a necessidade de corresponder às previsões dos analistas.

Acerca do comportamento das empresas em dificuldades financeiras ou com má performance em alguns períodos, alguns estudos obtiveram evidência que, nessas situações, as empresas tendiam a sobreavaliar o prejuízo com o intuito de tornar mais fácil a obtenção de resultados positivos futuros⁵². De facto, estudos como os de Beasley (1996) e de Davidson *et al.* (2005), entre outros, encontraram evidência de uma certa correspondência entre empresas nesta situação e a existência de “*accruals*” anormais negativos.

A “proxy” utilizada para definir estas empresas é uma variável “*dummy*” **EDF** que toma o valor 1 caso se trate de uma empresa que tenha tido no ano corrente e no anterior resultados negativos (COMPUSTAT #123); e o valor 0, nas restantes situações.

Nesta envolvente, espera-se que o coeficiente da variável **EDF** tenha sinal positivo.

➤ **BM (“Book-to-Market”)**

O “*Book-to-Market ratio*” corresponde ao rácio entre o valor contabilístico do capital próprio⁵³ e o valor de mercado da empresa, associado entre nós, à noção de capitalização bolsista⁵⁴. É, como tal, usada como “proxy” do crescimento esperado da empresa.

⁵² Esta atitude por parte da gestão de constituir “reservas” que facilitem a obtenção de resultados positivos no futuro é, frequentemente, denominada na literatura anglo-saxónica como de “*big bath behavior*”.

⁵³ Conhecido na literatura anglo-saxónica por “*equity*”.

⁵⁴ A Capitalização Bolsista corresponde, a cada momento, ao produto entre a cotação das acções e o número de acções admitidas à cotação em Bolsa.

Segundo McNichols (2000, 2002), dado que os “*accruals*” tendem a reflectir as variações nas rubricas do Fundo de Maneio, é expectável que as empresas de maior crescimento tenham maiores níveis de “*accruals*”. Por conseguinte, o “*Book-to-Market ratio*” pretende controlar para o potencial efeito do crescimento esperado sobre os “*accruals*” discricionários.

A variável **BM** é definida pelo rácio entre o valor contabilístico do capital próprio (COMPUSTAT #60) e o valor de mercado (produto entre COMPUSTAT #199 e COMPUSTAT #25).

De acordo com o disposto acima, espera-se que quanto maior o crescimento esperado, ou seja, quanto menor o **BM**, maior seja a magnitude dos “*accruals*”, pelo que se espera que o sinal do coeficiente associado seja negativo.

➤ **DY (Ano)**

As variáveis ANO serão usadas, como na maioria dos estudos, para controlar os efeitos conjunturais e genéricos associados a cada exercício.

Desta forma serão criadas n-1 variáveis “*dummy*” correspondente aos anos da amostra de dados (DY1990, DY1991, DY1992, ..., DY2003), tomando estas o valor 1 caso a observação pertença a esse ano, ou o valor 0, caso contrário.

➤ **DI (Indústria)**

As empresas tendem a seguir as suas concorrentes, pelo que os respectivos comportamentos podem ser afectados por características exclusivas da indústria a que pertencem (e.g., Lev, 1969). A variável **DI** pretende controlar esse efeito.

Adapta-se a classificação das indústrias proposta em Barth *et al.* (1999), sendo excluídas, como anteriormente referido, as empresas financeiras e seguradoras (ver composição das indústrias no Anexo II)

A indústria a que pertencem a empresa será controlada através de um conjunto de $n-1$ variáveis “dummy” (DI1, DI2,..., DI10, DI11, ..., DI14) que tomam o valor 1, se a empresa pertence à indústria, o valor 0 caso contrário.

3.2 – Seleção da Amostra e Estatísticas descritivas

3.2.1 – Amostra de Dados

A amostra de dados da principal variável explicativa – o índice de “entrincheiramento” – foi obtida através da Internet no “site” do professor Lucian Bebchuk (<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/>) da Harvard Law School.

Como referido no ponto 3.1.2, os dados do índice fornecidos encontram-se divididos em duas sub-amostras. A primeira contém os valores do índice de “entrincheiramento” para empresas-ano onde não existem “*dual class recapitalizations*” (com um total de 10.876 observações); a segunda, bem mais pequena (com um total de 1.227 observações), os casos onde existem essas “*dual class stocks*”. Dada a reduzida dimensão desta última amostra, bem como a dificuldade de comparabilidade dos resultados, o presente estudo apenas incidirá sobre a primeira das sub-amostras.

A amostra inicial das 10.876 empresas-ano foi sujeita a tratamento (por exemplo, certas observações não indicavam o “CUSIP⁵⁵”, apesar de terem o nome e “*ticker*” de uma dada empresa e corresponderem a um ano em falta nos dados) de forma a maximizar o número de observações úteis. Os trâmites subjacentes à preparação da amostra são apresentados na tabela seguinte:

⁵⁵ O CUSIP é um dos campos essenciais que permite a ligação da amostra dos dados do índice de “entrincheiramento” com os dos “*accruals*” discricionários ou os do “*restatement*”. O CUSIP, que no total tem 9 dígitos, corresponde à junção de dois campos do COMPUSTAT: o código da empresa (COMPUSTAT: CNUM) com 6 dígitos com o código da emissão (COMPUSTAT: CIC) de 3 dígitos.

Tabela 1: Seleção da amostra

Descrição	Nº empresas-ano
Dados do E_Index (sem “ <i>dual class stocks</i> ”) obtidos do site: http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/	10.876
Após eliminar observações sem CUSIP.	10.425
Após preenchimento de anos em falta (mantendo o valor do índice correspondente ao ano mais recente ⁵⁶)	20.108
Após ligação da amostra desta amostra de dados do E_Index com a amostra de dados contendo os valores relativos as variáveis endógenas (DAC e RESTT) bem como das variáveis de controlo.	15.568

Nota: A amostra de trabalho relativa às outras “proxies” do “*earnings management*”, **DAC_MJ** e **DAC_DD**, têm um número inferior de observações que se prende com o facto de se ter partido da amostra final de 15.568 observações para calcular os **DAC_MJ** (cuja a introdução da variável “variação das dívidas de clientes” implica a necessidade de desfaseamento de um período) e para calcular os **DAC_DD** (cuja a introdução das variáveis “*cash-flow* operacional do período precedente” e “*cash-flow* operacional do período posterior” implica a necessidade de desfaseamento de dois períodos). Desta forma a amostra de dados da variável **DAC_MJ** tem um total de 14.723 observações e a amostra de dados da variável **DAC_DD** tem um total de 13.992 observações.

No que diz respeito ao cálculo dos “*accruals*” discricionários, para além do referido no capítulo da definição das variáveis, importa mencionar que foram excluídas as empresas financeiras e seguradoras⁵⁷, exclusão esta que se deve ao facto desse cálculo se tornar problemático neste tipo de empresas (Becker *et al.*, 1998) dados os requisitos específicos de reporte da informação financeira e também aos distintos incentivos à manipulação que estão subjacentes a estas empresas.

Para além disso, tal como na maior parte dos estudos sobre “*earnings management*” (e.g. Barth *et al.*, 1999), no cálculo dos “*accruals*” discricionários também foram eliminadas as observações nos limites superior e inferior de 1% (“*outliers*”) das variáveis do modelo de Jones utilizado, quer da variável dependente (os “*working*

⁵⁶ A amostra inicial apenas contempla dados relativos ao índice de “entrancheiramento” para os anos de 1990, 1993, 1995, 1998, 2000, 2002 e 2004, dado que a fonte de onde os valores do índice foram retirados por parte de Bebchuk *et al.* (2004) – o “*Investor Responsibility Research Center*” (IRRC) – não procede à publicação dos mesmos numa base anual. Desta forma, para os anos intermédios, para os quais não temos dados relativamente ao índice, assumiu-se, tal como no estudo de Gompers *et al.* (2003), que o seu valor será igual ao do ano anterior mais recente.

⁵⁷ Empresas que na codificação das actividades utilizada, baseada em Barth *et al.* (1999), correspondem às empresas com os códigos de indústria 12 e 13.

capital accruals” totais deflacionados pelo total do Activo do período anterior - ACC), quer da variável explicativa (a variação no Volume de negócios - ΔREV).

3.2.2 – Estatísticas Descritivas Genéricas

Para uma percepção da distribuição da amostra utilizada, apresentam-se de seguida algumas das estatísticas descritivas mais significativas.

A tabela 2 apresenta a distribuição das observações durante o período estudado. O ligeiríssimo crescimento do número de observações nos últimos anos é devido à melhor qualidade da base de dados nos anos mais recentes. O número de observações por ano vai desde um mínimo de 879 em 1997 até um máximo de 1.298 observações no ano 2004, ano mais recente da amostra.

Tabela 2: Distribuição das observações da amostra final por ano

ANO	Nº emp.- ano	%
1990	903	5,8%
1991	885	5,7%
1992	882	5,7%
1993	1.008	6,5%
1994	956	6,1%
1995	1.027	6,6%
1996	884	5,7%
1997	879	5,6%
1998	1.236	7,9%
1999	1.098	7,1%
2000	1.086	7,0%
2001	976	6,3%
2002	1.279	8,2%
2003	1.171	7,5%
2004	1.298	8,3%
Total	15.568	100,0%

A tabela 3 evidencia a desagregação das observações segundo a codificação da indústria/sector da empresa (“*Standard Industrial Code*”) proposta em Barth *et al.*

(1999). Todas as indústrias estão representadas na amostra, verificando-se uma ligeira concentração de empresas nas classes 7 (26%) seguida das classes 11, 8 e 10 com 12,7%, 12,6% e 11,1%, respectivamente. Apesar desta ligeira concentração, não se considera que tal afecte a análise uma vez que a sua composição, em termos percentuais, não é muito diferente da composição para a população total obtida do COMPUSTAT utilizada para efeitos de cálculo dos “*accruals*” discricionários pelo modelo de Jones (1991). As maiores diferenças prendem-se com o facto da amostra ter um peso superior em termos da classe 10 (“*Utilities*”) e uma representatividade inferior em termos da classe 14 (Serviços). Para além disso, também se verifica alguma concentração industrial noutros estudos sobre “*earnings management*” (por exemplo, Dechow *et al.*, 1996; Teoh *et al.*, 1998; Bartov *et al.*, 2001; Frankel *et al.*, 2002).

Tabela 3: Distribuição das observações da amostra final por indústria

Código de Indústria (SIC)	Amostra de trabalho		COMPUSTAT	
	Nº emp.-ano	%	Nº emp.-ano	%
1	356	2,3%	4.530	3,3%
2	434	2,8%	3.234	2,4%
3	1.195	7,7%	6.998	5,1%
4	687	4,4%	3.523	2,6%
5	569	3,7%	7.826	5,7%
6	724	4,7%	6.502	4,8%
7	4.047	26,0%	32.241	23,6%
8	1.969	12,6%	21.574	15,8%
9	776	5,0%	10.006	7,3%
10	1.731	11,1%	7.412	5,4%
11	1.980	12,7%	15.475	11,3%
14	1.038	6,7%	15.021	11,0%
15	62	0,4%	2.513	1,8%
Total	15.568	100,0%	136.855	100,0%

Código de Indústria (SIC): De acordo com Barth *et al.* (1999); ver Anexo II.

A tabela 4 mostra a distribuição das observações por nível de “entrincheiramento”, de acordo com o índice utilizado, que toma os valores inteiros de 0 a 6, correspondendo

ao menor e ao maior nível de “entrincheiramento”, respectivamente. Pode-se observar uma ligeira assimetria da distribuição à esquerda, ou seja, é maior a predominância de observações com baixos níveis de “entrincheiramento”. No entanto, se excluirmos as observações com índice máximo de “entrincheiramento” (ou seja, as 48 observações com E Índice=6), passando o índice a ter valores inteiros do 0 ao 5, verifica-se que teríamos cerca de 52% das observações para os 3 níveis mais baixos de “entrincheiramento” (ou seja, quando o índice seja igual a 0, 1 ou 2) contra cerca de 48% das observações para os três níveis mais elevados (isto é, quando o índice seja igual a 3, 4 ou 5)⁵⁸.

Tabela 4: Distribuição das observações da amostra final por índice de “entrincheiramento”

E_Index	Nº emp.-ano	%
0	1.473	9,5%
1	2.728	17,5%
2	3.927	25,2%
3	4.154	26,7%
4	2.666	17,1%
5	572	3,7%
6	48	0,3%
Total	15.568	100,0%

E_Index: É a variável (índice) representativa do “entrincheiramento”, por empresa e por ano, e que pode tomar os valores 0,1,...,6 de acordo com o número de indicadores de “entrincheiramento”. Dados obtidos através da “Internet” pelo site: <http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/>

A tabela 5 disponibiliza as estatísticas descritivas básicas para as variáveis principais do modelo. Relativamente às “proxies” dos “accruals” discricionários DAC e DAC_MJ, estas apresentam distribuições e estatísticas muito próximas, tal como seria de esperar, dada a semelhança dos modelos utilizados no seu cálculo. Na globalidade, verifica-se uma ligeira assimetria positiva (ou enviesamento à esquerda) das diversas variáveis, com a excepção da variável “Book-to-Market” (BM) cuja distribuição apresenta inclinação em sentido oposto, sendo ligeiramente enviesada à direita.

⁵⁸ Refazendo a análise, com a exclusão das observações com índice de “entrincheiramento” igual a 6, os resultados não são qualitativamente diferentes dos que mais adiante se discutem.

Tabela 5: Estatísticas descritivas básicas das variáveis principais

Variável	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
IDACI	15.568	0,072	0,047	0,079	0,018	0,102	1,575	0,000
IDAC_MJI	14.723	0,082	0,048	0,123	0,019	0,107	1,525	0,000
IDAC_DDI	13.992	0,041	0,025	0,051	0,010	0,051	0,842	0,000
E_Index	15.568	2,367	2,000	1,323	1,000	3,000	6,000	0,000
DIM	15.568	7,195	7,056	1,484	6,088	8,164	13,529	2,462
ENDIV	15.568	0,216	0,207	0,175	0,075	0,317	2,364	0,000
NFE	15.568	0,295	0,000	0,456	0,000	1,000	1,000	0,000
EDF	15.568	0,096	0,000	0,294	0,000	0,000	1,000	0,000
BM	15.568	0,204	0,476	14,537	0,289	0,695	52,832	-1.284,320

Definição das variáveis: IDACI é a variável representativa do módulo dos “*accruals*” discricionários obtidos pelo Modelo de Jones (1991); IDAC_MJI é a variável representativa do módulo dos “*accruals*” discricionários obtidos pelo Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995); IDAC_DDI é a variável representativa do módulo dos “*accruals*” discricionários obtidos pelo Modelo de Dechow e Dichev (2002); E_Index é a variável (índice) representativa do “entrincheiramento” (conforme tabela 4); DIM é a variável representativa da dimensão da empresa, definida como o logaritmo natural do total do Activo (COMPUSTAT #6); ENDIV é a variável representativa do endividamento da empresa, definida como o Endividamento de longo prazo (COMPUSTAT #9) e deflacionada pelo total do Activo; NFE é uma variável “dummy” representativa da necessidade de financiamento externo que toma o valor 1 se a diferença entre o cash-flow operacional (COMPUSTAT #308) e as despesas de investimento (COMPUSTAT #128) for negativa; e o valor 0, caso contrário; EDF é uma variável “dummy” representativa de empresas em dificuldades financeiras que toma o valor 1 caso se trate de uma empresa que tenha tido no ano corrente e no anterior resultados (COMPUSTAT #123) negativos, e o valor 0 nas restantes situações; BM é o “*Book-to-market ratio*” correspondente ao rácio entre o valor contabilístico do capital próprio (COMPUSTAT #60) e o valor de mercado (produto entre COMPUSTAT #199 e COMPUSTAT #25).

3.2.3 – Estatísticas descritivas relativas aos “*accruals*” discricionários.

O painel A da tabela 6 evidencia a análise univariada da variável DAC por índice de “entrincheiramento”. A análise revela que, a partir do nível médio do “entrincheiramento”, quanto maior é este índice menor parece ser a magnitude do valor absoluto dos “*accruals*” discricionários. De facto, após alguma estabilidade nos níveis mais baixos do índice, verifica-se que a partir do nível 2, há tendências decrescentes nas médias e medianas dos “*accruals*” discricionários, contrariamente ao disposto na hipótese nula formulada neste estudo de que, quanto maior fosse o índice de “entrincheiramento”, maior seria o nível de “*earnings management*”. O teste para a igualdade de médias da variável DAC revelou que elas são estatisticamente diferentes entre os níveis de “entrincheiramento” 2 e 3 e entre os níveis 3 e 4.

Tabela 6: Estatísticas descritivas dos DAC por factores

Painel A: Variável DAC por índice de “entrincheiramento” (15.568 emp.-ano)

E_Index	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	1.473	0,075	0,047	0,087	0,018	0,103	0,917	0,000
1	2.728	0,074	0,048	0,081	0,018	0,106	1,307	0,000
2	3.927	0,075	0,049	0,080	0,019	0,108	0,889	0,000
3	4.154	0,072	0,046	0,076	0,019	0,105	0,812	0,000
4	2.666	0,066	0,042	0,075	0,016	0,094	1,575	0,000
5	572	0,063	0,040	0,067	0,017	0,095	0,553	0,000
6	48	0,049	0,036	0,048	0,011	0,073	0,222	0,000

Definição das variáveis: conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC entre cada um dos níveis de “entrincheiramento” com o nível seguinte. As médias não são estatisticamente diferentes entre: 0 e 1, 1 e 2, 4 e 5, 5 e 6. As médias são estatisticamente diferentes entre: 2 e 3, 3 e 4.

O painel B da tabela 6 evidencia as estatísticas dos DAC de acordo com a codificação das actividades/indústrias utilizada neste trabalho. Comparando com a totalidade dos dados da população obtida do COMPUSTAT, após cálculo dos “*accruals*” discricionários, verifica-se que a evolução das médias e das medianas é bastante semelhante. Verifica-se que as indústrias que apresentam maiores níveis de DAC são as classes 5, 8 e 15, correspondendo à indústria farmacêutica, de computadores e à

classe residual, respectivamente. E provável que a explicação destes resultados, quer no caso da indústria farmacêutica, quer no caso da de computadores, esteja relacionada com o facto dos seus ciclos de negócio tenderem a ser mais longos, implicando maiores níveis de “*accruals*”. No tocante à classe residual, o maior nível de “*accruals*” discricionários deverá estar associado à menor fiabilidade da estimação devido à heterogeneidade das empresas que compõem essa classe. No extremo oposto, constata-se que a indústria onde se verificam os mais baixos níveis de “*accruals*” discricionários é claramente a representada pelo código 10 e refere-se às “*utilities*”, ou seja, basicamente às indústrias de produção e distribuição de electricidade, gás, água e serviços de tratamento de efluentes e resíduos. Este resultado poderá ser explicado pela estabilidade do ciclo de negócios deste tipo de empresas, potencialmente mais favorável a um certo alisamento temporal de resultados⁵⁹.

Painel B: Variável DAC por Código de Indústria

Código de Indústria (SIC)	<u>Amostra de trabalho</u>				<u>COMPUSTAT</u>			
	Nº emp.-ano	Média	Mediana	Desvio-padrão	Nº emp.-ano	Média	Mediana	Desvio-padrão
1	356	0,114	0,083	0,106	3.196	0,168	0,091	0,463
2	434	0,048	0,031	0,056	2.405	0,088	0,044	0,308
3	1.195	0,043	0,030	0,049	5.263	0,076	0,041	0,131
4	687	0,070	0,047	0,069	2.601	0,126	0,063	0,381
5	569	0,136	0,115	0,110	5.523	0,208	0,119	0,444
6	724	0,082	0,052	0,111	4.668	0,139	0,064	0,428
7	4.047	0,073	0,054	0,069	23.967	0,132	0,075	0,368
8	1.969	0,122	0,111	0,089	15.415	0,217	0,132	0,458
9	776	0,055	0,038	0,058	7.158	0,116	0,058	0,303
10	1.731	0,024	0,015	0,031	5.624	0,044	0,019	0,205
11	1.980	0,053	0,038	0,056	11.251	0,097	0,054	0,208
14	1.038	0,085	0,072	0,076	10.650	0,155	0,088	0,377
15	62	0,186	0,084	0,194	1.556	0,321	0,172	0,650
Total	15.568				99.277			

Código de Indústria (SIC): conforme tabela 3.

⁵⁹ Tendo em conta o facto desta indústria ter uma certa representatividade na amostra utilizada, refiz os cálculos sem essas observações e não se verificaram diferenças qualitativamente significativas nos resultados obtidos.

Os painéis C e D da tabela 6 apresentam uma análise univariada para a variável DAC por classes, divididas pela mediana, da Dimensão e do Endividamento (D_DIM e D_ENDIV, respectivamente). As conclusões são semelhantes em ambas as situações parecendo indicar que para níveis superiores às medianas, quer em termos de Dimensão, quer em termos de Endividamento, menores serão os níveis do módulo dos “*accruals*” discricionários. No caso concreto do Endividamento, esta tendência não corrobora as expectativas criadas à priori de que a relação entre o endividamento e a manipulação de resultados seria uma relação positiva.

Painel C: Variável DAC por D_DIM (15.568 emp.-ano)

D_DIM	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	7.784	0,080	0,055	0,080	0,023	0,115	0,917	0,000
1	7.784	0,064	0,038	0,077	0,015	0,090	1,575	0,000

Definição das variáveis: D_DIM é uma variável “*dummy*” que toma o valor 1 se a Dimensão da empresa é superior à mediana da variável DIM, o valor 0 caso contrário. Definição da variável DIM conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC por D_DIM. As médias apresentadas são estatisticamente diferentes entre si para um nível de significância de 1%.

Painel D: Variável DAC por D_ENDIV (15.568 emp.-ano)

D_ENDIV	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	7.784	0,081	0,056	0,079	0,024	0,117	0,917	0,000
1	7.784	0,063	0,037	0,077	0,015	0,088	1,575	0,000

Definição das variáveis: D_ENDIV é uma variável “*dummy*” que toma o valor 1 se o Endividamento da empresa é superior à mediana da variável ENDIV, o valor 0 caso contrário. Definição da variável ENDIV conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC por D_ENDIV. As médias apresentadas são estatisticamente diferentes entre si para um nível de significância de 1%.

O painel E da tabela 6 disponibiliza estatísticas da variável DAC por NFE. Ao contrário do que acontece com o Endividamento, nos casos em que houve necessidade de financiamento externo maiores são os níveis dos “*accruals*” discricionários. Estes resultados parecem sugerir que o contributo das necessidades de financiamento

externo é mais decisivo para a manipulação de resultados do que propriamente o nível de endividamento.

Painel E: Variável DAC por NFE (15.568 emp.-ano)

NFE	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	10.973	0,065	0,041	0,071	0,016	0,094	1,307	0,000
1	4.595	0,089	0,061	0,093	0,025	0,124	1,575	0,000

Definição das variáveis: conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC por factor NFE. As médias apresentadas são estatisticamente diferentes entre si para um nível de significância de 1%.

O painel F da tabela 6 apresenta uma análise univariada para a variável DAC por situação da empresa consoante esteja ou não em dificuldades financeiras ou má performance. Os resultados, tal como a expectativa criada, parecem indicar que as empresas que apresentaram resultados negativos nos dois períodos mais recentes (EDF=1) apresentam maiores níveis de “*accruals*” discricionários, ou seja, adoptam de modo mais intenso práticas de “*earnings management*”.

Painel F: Variável DAC por EDF (15.568 emp.-ano)

EDF	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	14.075	0,068	0,044	0,075	0,018	0,096	1,575	0,000
1	1.493	0,108	0,082	0,099	0,033	0,156	0,812	0,000

Definição das variáveis: conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC por factor EDF. As médias apresentadas são estatisticamente diferentes entre si para um nível de significância de 1%.

O painel G da tabela 6 propõe estatísticas da variável DAC por classes do “*Book-to-market ratio*” (D_BM). Esta análise indica que para níveis superiores à mediana do rácio “*Book-to-market*”, ou seja, para empresas em que existe menor crescimento esperado, menores são os níveis dos “*accruals*” discricionários; resultado que corrobora a expectativa proposta “*a priori*”.

Painel G: Variável DAC por D_BM (15.568 emp.-ano)

D_BM	Nº emp.- ano	Média	Mediana	Desvio- padrão	1º Quartil	3º Quartil	Máximo	Mínimo
0	7.784	0,081	0,054	0,086	0,022	0,117	1,575	0,000
1	7.784	0,063	0,040	0,070	0,015	0,090	1,307	0,000

Definição das variáveis: D_BM é uma variável “dummy” que toma o valor 1 se o rácio “Book-to-Market” é superior à mediana da variável BM, o valor 0 caso contrário. Definição da variável BM conforme tabela 5.

Nota: efectuou-se teste para a igualdade de médias da variável DAC por D_BM. As médias apresentadas são estatisticamente diferentes entre si para um nível de significância de 1%.

A tabela 7 apresenta os coeficientes de correlação de Pearson (Spearman) acima (abaixo) da diagonal. Constatase que as correlações entre as variáveis independentes (E_Index, DIM, ENDIV, NFE, EDF, BM) são geralmente baixas, pelo que não se prevê que possam causar problemas de multicolinearidade na estimação do modelo.

Tabela 7: Matriz de correlações de Pearson e Spearman

	DAC	E_Index	DIM	ENDIV	NFE	EDF	BM
DAC	1	-0,042 (0,00)	-0,101 (0,00)	-0,088 (0,00)	0,137 (0,00)	0,147 (0,00)	-0,036 (0,00)
E_Index	-0,038 (0,00)	1	0,025 (0,00)	0,063 (0,00)	-0,030 (0,00)	-0,048 (0,00)	-0,001 (0,95)
DIM	-0,139 (0,00)	0,055 (0,00)	1	0,200 (0,00)	-0,122 (0,00)	-0,185 (0,00)	0,004 (0,62)
ENDIV	-0,166 (0,00)	0,099 (0,00)	0,290 (0,00)	1	0,132 (0,00)	0,084 (0,00)	-0,003 (0,74)
NFE	0,132 (0,00)	-0,030 (0,00)	-0,114 (0,00)	0,131 (0,00)	1	0,261 (0,00)	-0,026 (0,00)
EDF	0,135 (0,00)	-0,051 (0,00)	-0,181 (0,00)	0,028 (0,00)	0,261 (0,00)	1	-0,065 (0,00)
BM	-0,126 (0,00)	0,058 (0,00)	-0,110 (0,00)	0,103 (0,00)	0,146 (0,00)	0,028 (0,00)	1

Definição das variáveis: conforme tabela 5.

Notas:

- a) Os valores acima da diagonal principal correspondem às correlações de Pearson e os valores abaixo da diagonal principal correspondem às correlações de Spearman, entre os diversos pares de variáveis.
- b) Os valores entre parêntesis correspondem às significâncias estatísticas definidas pelos “*p-values*”.

3.2.4 – Estatísticas descritivas relativas à variável dependente “*restatements*”

A tabela 8 apresenta a distribuição das ocorrências de “*restatements*” por ano. Pode-se verificar que o maior peso das ocorrências de “*restatements*” ocorre nos últimos anos da amostra, sobretudo a partir de 2002. A tal facto não será, certamente, alheia a publicação da lei de “Sarbanes-Oxley”⁶⁰ de 2002 surgida na sequência de alguns escândalos contabilísticos como, por exemplo, os conhecidos casos da *Enron* e da *Worldcom*.

Tabela 8: Distribuição dos “*restatements*” por ano.

Ano	Com “ <i>restatements</i> ”	% no total do Ano	Sem “ <i>restatements</i> ”	% no total do Ano	Total
1990	54	6,0%	849	94,0%	903
1991	58	6,6%	827	93,4%	885
1992	63	7,1%	819	92,9%	882
1993	71	7,0%	937	93,0%	1.008
1994	47	4,9%	909	95,1%	956
1995	45	4,4%	982	95,6%	1.027
1996	54	6,1%	830	93,9%	884
1997	77	8,8%	802	91,2%	879
1998	109	8,8%	1.127	91,2%	1.236
1999	88	8,0%	1.010	92,0%	1.098
2000	115	10,6%	971	89,4%	1.086
2001	145	14,9%	831	85,1%	976
2002	259	20,3%	1.020	79,7%	1.279
2003	223	19,0%	948	81,0%	1.171
2004	165	12,7%	1.133	87,3%	1.298
Total	1.573		13.995		15.568

⁶⁰ Resumidamente, o “Sarbanes-Oxley Act” de 2002, vulgarmente abreviado como SOX, pretendeu implementar um vasto conjunto de regras tendentes a evitar situações de “*reportings*” financeiros fraudulentos. Incide sobre vários aspectos que vão desde a independência dos auditores, a regras de bom “*corporate governance*” e de bons sistemas de controlo interno, a práticas de divulgação e “*reporting*” e mesmo aos organismos com responsabilidade para supervisionar, regular e disciplinar as empresas.

A tabela 9 apresenta a distribuição das ocorrências de “*restatements*” por código de indústria/sector. Na amostra constata-se que é no Retalho (código 11) e Computadores (código 8) que se verifica um maior peso das ocorrências de “*restatements*”. Comparado com as estatísticas dos “*accruals*” discricionários, presentes no painel C da tabela 6, verifica-se também que, o sector dos Computadores (código 8) é um dos principais sectores em termos de indícios de “*earnings management*”, contudo relativamente ao Retalho (código 11), esta apresenta níveis comparativos de “*accruals*” discricionários reduzidos não corroborando assim com os resultados obtidos pela via dos “*restatements*”. Não se encontrou explicação na literatura para esta dissonância na aferição do “*earnings management*” no Retalho resultante do recurso a estas duas “*proxies*” distintas.

Tabela 9: Distribuição dos “*restatements*” por Código de Indústria.

Código de Indústria (SIC)	Com “<i>restatements</i>”	% no total da Indústria	Sem “<i>restatements</i>”	% no total da Indústria	Total
1	37	10,4%	319	89,6%	356
2	39	9,0%	395	91,0%	434
3	80	6,7%	1.115	93,3%	1.195
4	65	9,5%	622	90,5%	687
5	61	10,7%	508	89,3%	569
6	54	7,5%	670	92,5%	724
7	381	9,4%	3.666	90,6%	4.047
8	260	13,2%	1.709	86,8%	1.969
9	81	10,4%	695	89,6%	776
10	99	5,7%	1.632	94,3%	1.731
11	305	15,4%	1.675	84,6%	1.980
14	109	10,5%	929	89,5%	1.038
15	2	3,2%	60	96,8%	62
Total	1.573		13.995		15.568

Código de Indústria (SIC): De acordo com Barth *et al.* (1999); ver Anexo II.

*

*

*

Este subcapítulo pretendeu apresentar um conjunto alargado de estatísticas descritivas que permitissem, desde já, analisar algumas relações e comportamentos das variáveis principais dos modelos utilizados. Relativamente ao tema central deste estudo que pretende avaliar a relação existente entre o “entrincheiramento” e o “*earnings management*”, as estatísticas descritivas apresentadas no painel A da tabela 6 sugerem uma relação negativa resultante sobretudo de menores níveis de “*accruals*” discricionários a partir do índice de “entrincheiramento” de valor 2. Estes resultados não corroboram a hipótese nula formulada de que maiores níveis de “entrincheiramento” estariam associados a maiores níveis de “*earnings management*”.

3.3 – Resultados Empíricos

De seguida apresentam-se e discutem-se os resultados obtidos. Em termos de apresentação, os resultados encontram-se subdivididos entre resultados relacionados com a mensuração do “*earnings management*” através dos modelos de “*accruals*” e os resultados obtidos pela análise dos “*restatements*”.

3.3.1 – Resultados empíricos obtidos usando como variável dependente os “*accruals*” discricionários (DAC)

Nesta secção apresentam-se os resultados, do modelo de regressão linear simples, pelo Método de Mínimos Quadrados, apresentado anteriormente, tendo como medida de “*earnings management*” os “*accruals*” discricionários obtidos através do Modelo de Jones (1991). Estimou-se também o modelo utilizando outras medidas de “*earnings management*” baseadas nos “*accruals*”, nomeadamente os “*accruals*” discricionários obtidos através do Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) e também pelo Modelo de “*Cash-flows*” de Dechow e Dichev (2002).

Tabela 10: O impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*” – modelos baseados nos “*accruals*” discricionários.

$$|DAC_{it}| = \beta_0 + \beta_1 E_INDEX_{it} + \beta_2 DIM_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 NFE_{it} + \beta_5 EDF_{it} + \beta_6 BM_{it} + \sum_{j=1}^{14} \beta_j ANO_{it} + \sum_{k=1}^{12} \beta_k IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Independentes	Sinal Esperado	Variável Dependente		
		DAC (p-value)	DAC_MJ (p-value)	DAC_DD (p-value)
Constante		0,2804 (0,00)	0,4742 (0,00)	0,0809 (0,00)
E_Index	+	-0,0015 (0,00)	-0,0020 (0,01)	-0,0011 (0,00)
DIM	?	-0,0033 (0,00)	-0,00568 (0,00)	-0,0040 (0,00)
ENDIV	+	-0,0001 (0,98)	0,00553 (0,34)	-0,0008 (0,75)
NFE	+	0,0260 (0,00)	0,0233 (0,00)	0,0163 (0,00)
EDF	+	-0,0040 (0,04)	0,0201 (0,00)	0,0238 (0,00)
BM	-	-0,0002 (0,00)	-0,0005 (0,00)	-0,0004 (0,00)
<i>R² Ajustado</i>		<i>0,3241</i>	<i>0,1536</i>	<i>0,1640</i>

Definição das variáveis: ΣANO é o conjunto das variáveis “dummy” que tomam o valor 1 se a empresa pertence ao ano, o valor 0 caso contrário; ΣIND é o conjunto das variáveis “dummy” que tomam o valor 1 se a empresa pertence à indústria, o valor 0 caso contrário. i,t são os índices para a empresa e ano, respectivamente. Restantes definições conforme tabela 5.

Notas:

- O ano e a indústria foram controlados em todos os modelos através do uso de variáveis “dummy”, mas por questões de parcimónia os coeficientes não são tabelados.
- Os valores entre parêntesis correspondem aos “p-values” para testes bi-direccionais. Os restantes valores correspondem aos coeficientes estimados para cada variável independente.

A tabela 10 disponibiliza os resultados da estimação do modelo para cada uma das medidas dos “*accruals*” discricionários utilizadas como “*proxies*” de “*earnings management*”. Nela estão presentes os coeficientes e respectivos “*p-values*” para cada variável independente, com a excepção das variáveis que controlam o ano e a indústria, que não são apresentados por questões de parcimónia.

Para além disso, são indicados os coeficientes de determinação ajustados (R^2) de cada um dos modelos, podendo-se constatar que se tratam de valores razoáveis (todos superiores a 15%), indicando da existência de poder explicativo por parte dos modelos.

Quanto à variável explicativa principal – o índice de “entrincheiramento” (**E_Index**) – verifica-se que o seu coeficiente é sempre negativo e significativo ($p\text{-value} < 0,01$) em todos os modelos. Tal resultado contraria a hipótese inicialmente formulada de que maiores níveis de “entrincheiramento” estariam associados a maiores práticas de “*earnings management*”.

Este resultado parece querer indiciar que, nas situações em que a gestão se encontra mais “*entrincheirada*”, não terá, porventura, muitas razões para proceder a manipulação de resultados. Efectivamente, se atentarmos na perspectiva de que perante uma situação de “entrincheiramento” a gestão não vê os seus lugares em perigo, então também não sentirá muitas pressões para divulgar resultados distorcidos aos “*stakeholders*”. Por exemplo, se os resultados não forem ao encontro das expectativas dos analistas ou dos investidores, os gestores poderão não ter significativo interesse em efectuarem escolhas contabilísticas que favoreçam o atingir do resultado esperado pelo mercado. Esta evidência parece intuitiva, mas não encontra suporte em parte da literatura. Por exemplo, não corrobora a ideia de que a relação do “entrincheiramento” (medido através de um índice) com o “*earnings management*” seja semelhante à relação da propriedade detida pela gestão com o “*earnings management*”, revelada no estudo de Morck, Shleiffer e Vishny (1988). Neste estudo, os autores concluíram que, na presença de uma posse de parte significativa da empresa por parte da gestão, maiores são os incentivos à adopção de acções em seu próprio interesse, como são as práticas de “*earnings management*” com impacto directo na riqueza dos gestores, decorrentes, por exemplo, do aumento de resultados para aumentar os bónus e prémios a receber.

Uma potencial explicação para a evidência obtida no presente estudo poderá ser o facto de não se controlar para a existência de compensações dos executivos indexadas a resultados, uma das motivações do “*earnings management*”. Embora seja uma limitação do presente estudo, a falta de dados estatísticos a tal obviou. Porém, não parece que tal controlo, só por si, viesse a alterar o sinal do coeficiente. Com efeito, pode encontrar-se alguma relação entre a evidência aqui obtida com as conclusões do estudo de Warfield *et al.* (1995), que procurou relacionar a propriedade detida pela gestão com a magnitude dos “*accruals*” discricionários. Os autores encontraram evidência empírica de uma relação inversa entre estas grandezas para as situações em que a propriedade detida pela gestão é baixa, sendo tal propriedade uma “*proxy*” para o “entrincheiramento”. A justificação para tal resultado assentou no facto de que, na situação em que a propriedade detida pela gestão é baixa, maiores são as motivações dos gestores para práticas de “*earnings management*” como forma de ultrapassar os constrangimentos e limitações impostos pelos inúmeros contratos criados com o intuito de limitar o problema da agência baseados em variáveis do foro contabilístico. De notar, no entanto, que apesar do sentido da relação encontrada no presente estudo ser semelhante à desse estudo, a análise estatística efectuada ao comportamento dos “*accruals*” discricionários por níveis de “entrincheiramento” (Tabela 6, Painel A) mostra que a relação inversa registada é sobretudo visível para níveis elevados de “entrincheiramento” e não tanto para os níveis mais baixos. Convém ter presente, no entanto, que o índice de “entrincheiramento” que se utiliza não reflecte minimamente o nível da propriedade detida pela gestão.

Uma outra potencial explicação para a evidência obtida pode ser encontrada nalguma literatura que relaciona o amplo conceito da qualidade do “*corporate governance*”, do qual o “entrincheiramento” é parte integrante, com o da qualidade dos resultados, que como vimos anteriormente, é negativamente afectada pelas práticas de “*earnings management*”. Os estudos sobre a relação entre estes dois conceitos sugerem a possibilidade de análise da relação segundo duas perspectivas – a perspectiva da Monitorização e a perspectiva do “*Trade-off*”.

Segundo a perspectiva da Monitorização⁶¹, a qualidade dos resultados estará directamente relacionada com a qualidade do “*corporate governance*”, relação que sugere uma certa complementaridade entre os dois conceitos, dado o efeito monitorizador que o primeiro tem sobre o segundo. Se, de uma forma um pouco simplista, virmos o “entrincheiramento” como associado a uma pior qualidade do “*governance*” assim como o “*earnings management*” associado a má qualidade dos resultados, então esta perspectiva será semelhante à hipótese nula formulada neste estudo. De facto, deste ponto de vista, a perspectiva da Monitorização é consentânea com a ideia de que em presença de “entrincheiramento”, assistindo-se a uma maior limitação dos poderes dos accionistas, maior será a probabilidade de ocorrência de comportamentos oportunistas como sejam, por exemplo, estipulação de prémios em benefício próprio ou recurso a práticas manipulação.

Uma diferente perspectiva de análise desta relação – a perspectiva do “*Trade-off*” – refere que a qualidade dos resultados e a qualidade do “*corporate governance*” poderão estar inversamente relacionados, indiciando a ideia de que podem ser vistos como substitutos entre eles. Esta possibilidade de “*trade-off*” entre os conceitos tem subjacente a ideia de que os resultados são vistos, eles próprios, como um dos mecanismos de “*governance*” (e.g. Bushman e Smith, 2001). Assim, partindo da hipótese da substituição entre os diversos mecanismos de “*governance*”⁶² existentes, as empresas podem, como forma de compensação a uma inerente má qualidade de resultados, definir um “*portfolio*” com os demais mecanismos de “*governance*” que lhe permitam ter na globalidade um bom sistema de “*corporate governance*”, mesmo mantendo uma má qualidade dos resultados.

Procurando interpretar os resultados empíricos obtidos à luz destas duas perspectivas, dir-se-á que eles parecem subscrever a perspectiva do “*Trade-off*”, dada a relação inversa que se obteve entre “entrincheiramento” e “*earnings management*”. Contudo, para além de poder causar alguma controvérsia considerar-se os resultados, eles próprios, um mecanismo de “*governance*”, as referidas perspectivas relacionam conceitos bem mais amplos do que aqueles que são objecto de análise neste estudo,

⁶¹ Perspectiva de ver a implementação de um conjunto amplo de medidas de “*governance*” com o intuito de monitorizar a gestão evitando práticas não alinhadas com o interesse dos accionistas. Perspectiva associada à teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976).

⁶² Segundo Agrawal e Knoeber (1996), a hipótese da substituição entre os diversos mecanismos de controlo e de “*governance*” refere que as empresas escolhem, analisando custos e benefícios, entre uma ampla variedade de mecanismos de controlo para construir o seu “*portfolio*” de procedimentos e mecanismos de controlo que minimizem os custos de agência.

quer quando associamos o “*corporate governance*” ao “entrincheiramento”, quer quando se associa o “*earnings quality*” com o “*earnings management*”.

Concluindo, a evidência empírica obtida sugere que o estado de “entrincheiramento” da gestão, visto como a situação em que a mesma se encontra imune aos mecanismos de controlo e de “*governance*”, não é, ao invés do que “*a priori*” se esperava, potenciador de práticas de manipulação de resultados. Pelo contrário, encontrou-se evidência robusta de que o “entrincheiramento”, medido através de um índice de mecanismos que indiciam a presença desse fenómeno, está associado a menores níveis de “*accruals*” discricionários. Apesar de não encontrar suporte na literatura, a explicação que parece mais intuitiva e lógica para este resultado consubstancia-se na ideia de que, encontrando-se “entrincheirada” e portanto não sentindo qualquer ameaça à manutenção do seu cargo, a gestão não terá motivos para incorrer em práticas de “*earnings management*”.

Olha-se agora os coeficientes das restantes variáveis tabeladas.

O coeficiente de **DIM** é negativo e estatisticamente diferente de zero ($p\text{-value}=0,00$) em todos os modelos, pelo que se conclui que quanto maior a dimensão, menor é a magnitude dos “*accruals*” discricionários. Apesar de não se ter formulado qualquer expectativa acerca do coeficiente desta variável, este resultado sugere que, pelo facto das empresas de maior dimensão se tratarem, normalmente, de empresas de maior visibilidade, estão sujeitas a uma maior regulação e fiscalização; factor que poderá contribuir para menores níveis de “*earnings management*”. Um dos motivos para esta evidência poderá ser a melhor qualidade do trabalho desenvolvido pelos auditores em clientes de maior dimensão (Reynolds e Francis, 2001).

No que diz respeito ao coeficiente de **ENDIV**, para além de não ter um sinal uniforme nos três modelos, não é estatisticamente significativo em nenhum dos ajustamentos. Ao contrário do que tende a ser referido na literatura, de que a existência de elevado endividamento e a pressão para a sua manutenção ao menor custo de capital possível pode ser um incentivo à manipulação dos resultados (e.g., Watts e Zimmerman,

1986), este estudo não encontrou evidência de qualquer relação entre as variáveis⁶³. A explicação para este resultado pode passar pelo facto de desconhecermos a existência significativa, ou não, de uma componente do endividamento – os “*covenants*” – que são tidos, na maior parte da literatura (e.g., DeFond e Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994), como um importante elemento indiciador do “*earnings management*”.

O coeficiente da variável “*dummy*” **NFE** é positivo e estatisticamente significativo em todos os modelos ($p\text{-value}=0,00$). Esta evidência corrobora a expectativa preliminarmente definida e está de acordo com a literatura que refere que perante a necessidade de financiamento externo existirá um maior incentivo à prática de “*earnings management*” (e.g, Teoh *et al.*, 1998a). Este resultado, consistente em todos os modelos, parece dar algumas indicações de que, como referido anteriormente, a necessidade de novo financiamento, quer através do recurso ao capital próprio, quer através do recurso ao capital alheio, pode ser mais decisiva para a ocorrência de manipulação do que, propriamente, o actual nível de endividamento.

Relativamente ao coeficiente de **EDF**, que reflecte o impacto das dificuldades financeiras, ele é positivo e estatisticamente diferente de zero ($p\text{-value}=0,00$) nos modelos em que a variável dependente – os “*accruals*” discricionários – foram obtidos pelo Modelo de Jones Modificado (DAC_MJ) e pelo Modelo de Dechow e Dichev (DAC_DD). Tal evidência está de acordo com o referido por alguma literatura (e.g., Beasley, 1996 e Davidson *et al.*, 2005), que encontra evidência de uma certa correspondência entre empresas em dificuldades financeiras e a existência de “*accruals*” anormais.

Por fim, no que diz respeito à variável **BM**, o coeficiente obtido em todos os ajustamentos é negativo e estatisticamente significativo ($p\text{-value}=0,00$), consistente com a expectativa formulada. Significa que nas empresas onde é maior o crescimento esperado da actividade e, portanto, menor é o “*Book-to-market ratio*”, verificam-se maiores níveis de “*accruals*”. De facto, tal como referido por McNichols (2000, 2002), uma vez que os “*accruals*” reflectem as variações nas rubricas do Fundo de

⁶³ Uma vez que foi utilizado o Endividamento de médio e longo prazo, procedeu-se, adicionalmente, ao recálculo dos coeficientes dos modelos de “*accruals*” utilizando o Endividamento de curto prazo e o Endividamento total, não se tendo verificado diferenças qualitativamente significativas nos resultados obtidos.

Maneio, será expectável que as empresas de maior crescimento tenham maiores níveis de “*accruals*”.

Em suma, no que diz respeito às variáveis de controlo utilizadas, foi possível constatar que a maioria dos resultados obtidos estão em consonância com os resultados esperados. À excepção do endividamento, cuja literatura encontra evidência de uma relação positiva com o “*earnings management*” especialmente nos casos em que os contratos de dívida incluem “*covenants*”, verifica-se que as demais variáveis de controlo utilizadas tiveram o comportamento que “*a priori*” era expectável. Os motivos para a divergência relativa ao endividamento estarão provavelmente associados ao desconhecimento da existência significativa, ou não, de “*covenants*”, os quais são reconhecidos na literatura como uma das principais motivações a práticas de manipulação dos resultados contabilísticos.

3.3.2 – Resultados empíricos obtidos usando os “*restatements*” como “proxy” para a manipulação dos resultados

A literatura é prolífica em críticas à fraca qualidade das estimativas obtidas através dos modelos de “*accruals*”. Daí que o uso de uma outra medida de manipulação seja importante para assegurar da robustez da evidência discutida no ponto precedente. É o que agora se faz.

Nesta secção apresentam-se os resultados empíricos referentes ao uso dos “*restatements*” como variável sinalizadora da manipulação. Dado que, neste caso, a variável dependente, isto é, a ocorrência ou não de “*restatements*”, é uma variável “*dummy*” que toma o valor 1, caso tenha havido “*restatement*” (ou o valor 0, caso contrário), procedemos à estimação do ajustamento base deste estudo pelo recurso a um modelo PROBIT.

Tabela 11: O impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*” – modelo baseado nos “*restatements*”.

$$RESTT_{it} = \beta_0 + \beta_1 E_INDEX_{it} + \beta_2 DIM_{it} + \beta_3 ENDIV_{it} + \beta_4 NFE_{it} + \beta_5 EDF_{it} + \beta_6 BM_{it} + \sum_{j=1}^{14} \beta_j ANO_{it} + \sum_{k=1}^{12} \beta_k IND_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Independentes	Sinal Esperado	Variável Dependente RESTT (<i>p-value</i>)
Constante		-3,2949 (0,00)
E_Index	+	-0,0363 (0,06)
DIM	?	0,1444 (0,00)
ENDIV	+	-0,4037 (0,02)
NFE	+	0,1831 (0,00)
EDF	+	0,0073 (0,93)
BM	?	0,0041 (0,48)

Definição das variáveis: RESTT é a variável “*dummy*” que toma o valor 1 no caso de ter havido “*restatement*”, o valor 0 caso contrário; ΣANO é o conjunto das variáveis “*dummy*” que tomam o valor 1 se a empresa pertence ao ano, o valor 0 caso contrário; ΣIND é o conjunto das variáveis “*dummy*” que tomam o valor 1 se a empresa pertence à indústria, o valor 0 caso contrário. *i,t* são os índices para a empresa e ano, respectivamente. Restantes definições conforme tabela 5.

Notas:

- Sendo a variável dependente (RESTT) uma variável “*dummy*”, recorreu-se ao modelo PROBIT para estimação dos coeficientes.
- O ano e a indústria foram controlados em todos os modelos através do uso de variáveis “*dummy*”, mas por questões de parcimónia os coeficientes não são tabelados.
- Os valores entre parêntesis correspondem aos “*p-values*” para a estatística χ^2

A tabela 11 apresenta a evidência empírica obtida da estimação do modelo PROBIT para a variável binária “*restatement*”, utilizada como uma outra “*proxy*” do “*earnings management*”. Nela estão presentes os coeficientes e respectivos “*p-values*” para cada variável independente, com a excepção das variáveis que controlam o ano e a indústria, que, tal como na tabela 10, não foram apresentados por questões de parcimónia.

Ao contrário dos modelos baseados nos “*accruals*” que são modelos de expectativas, os “*restatements*” são uma medida factual de que possa ter ocorrido “*earnings management*” mas que, apesar disso, também comporta algumas desvantagens referidas anteriormente.

Relativamente à evidência discutida no ponto precedente, verificam-se algumas diferenças nos sinais e significância de coeficientes.

No que diz respeito à variável explicativa principal – o índice de “entrincheiramento” (**E_Index**) – verifica-se que o respectivo coeficiente se mantém negativo, apesar de estatisticamente menos significativo ($p\text{-value}=0,06$) do que nos modelos de “*accruals*”. Parece assim que, também por via dos “*restatements*”, não se verifica a hipótese inicialmente formulada de que maiores níveis de “entrincheiramento” estariam associados a maiores práticas de “*earnings management*”. As potenciais explicações para este resultado já foram atrás explicitadas, pelo que se evita agora voltar a fazê-lo.

Relativamente ao coeficiente de **DIM**, ao contrário do resultado obtido pelos modelos de “*accruals*”, é positivo e estatisticamente diferente de zero ($p\text{-value}=0,00$), pelo que se conclui que quanto maior a dimensão, maior é a probabilidade de ocorrência de “*restatements*”. Dado que, à partida, a expectativa quanto ao sinal do coeficiente desta variável era indefinido, poderá este resultado estar ligado ao facto de que, sendo as empresas de maior dimensão aquelas que estão sujeitas a uma maior visibilidade, fiscalização e regulação, então, haverá maior probabilidade de detecção de erros nas contas do que em empresas de menor dimensão.

O coeficiente de **ENDIV**, que não se havia mostrado estatisticamente significativo nos três modelos de “*accruals*” estimados, apresenta sinal negativo sendo estatisticamente significativo, mas apenas para um nível de significância de 2%. Em consequência, esta evidência parece indicar que as empresas mais endividadas apresentam menor probabilidade de efectuar “*restatements*” de resultados. Isto contraria o referido na literatura, de que a existência de elevado endividamento e a pressão para a sua manutenção ao menor custo de capital possível pode ser um incentivo à manipulação dos resultados (e.g., Watts e Zimmerman, 1986).

Parece significar que a menor probabilidade de ocorrência de “*restatements*” em empresas mais endividadas resulta de uma maior monitorização feita a essas empresas pelas próprias entidades bancárias e demais credores que não pretendem ver deteriorado o risco de “*default*” e de mercado do seu crédito.

O coeficiente da variável “*dummy*” **NFE**, tal como se verificou em todos os modelos de “*accruals*” utilizados, mantém-se positivo e estatisticamente significativo ($p\text{-value}=0,00$). Desta forma, também sob a perspectiva dos “*restatements*” se verifica que, perante a necessidade de financiamento externo, existirão mais condições para práticas de “*earnings management*”.

O coeficiente de **EDF** apresenta-se positivo, tal como se tinha revelado, em termos de modelos de “*accruals*” discricionários, pelo Modelo de Jones Modificado (Dechow *et al.*, 1995) e também pelo Modelo de “*Cash-flows*” de Dechow e Dichev (2002). Contudo, esta variável não tem poder explicativo dado não se revelar estatisticamente diferente de zero ($p\text{-value}=0,93$). Se conjugarmos este resultado com o facto desta variável ter apresentado pelo Modelo original de Jones (1991) um coeficiente negativo e estatisticamente significativo para um nível de significância de 5% ($p\text{-value}=0,04$), parece ser de admitir que este não é factor de grande relevância para explicar o “*earnings management*”.

Por fim, no que diz respeito à variável **BM**, o sinal do coeficiente obtido é positivo mas não se mostra estatisticamente diferente de zero ($p\text{-value}=0,48$). Ao contrário dos modelos de “*accruals*”, não há sinal esperado para esta variável como explicativa da probabilidade de ocorrência de “*restatements*”. De facto, a utilização desta variável nos modelos de “*accruals*” serviu para controlar o potencial impacto do crescimento

sobre a manipulação dado que, tal como constatado por Young (1999), existe uma relação positiva entre o crescimento e a dimensão dos “*accruals*” discricionários.

Em suma, procedeu-se à análise da relação do nível de “entrincheiramento” com a probabilidade de ocorrência de “*restatements*” não só devido às limitações e à alegada fraca qualidade das estimativas obtidas através dos modelos de “*accruals*” bem como com o intuito de angariar maior robustez na evidência constatada recorrendo a esses modelos. Os resultados obtidos acerca do impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*”, utilizando como “*proxy*” da manipulação os “*restatements*”, corroboram a evidência encontrada pelos modelos de “*accruals*” sugerindo a ideia antagónica à que inicialmente se esperava de que as situações de maior nível de “entrincheiramento” da gestão estão associadas a uma menor ocorrência de práticas de manipulação de resultados⁶⁴.

⁶⁴ Para além dos diversos testes enunciados ao longo desta dissertação foram realizados testes adicionais de sensibilidade de forma a obter mais conforto e robustez das conclusões extraídas neste estudo.

Assim foi também testado o impacto do “entrincheiramento” no “*earnings management*” utilizando como “*proxy*” os “*accruals*” discricionários obtidos pelo modelo de Jones original (1991) e pelo modelo de Jones modificado (Dechow et al., 1995) mas usando ambos os modelos sem termo independente. Os resultados obtidos não se revelaram qualitativamente diferentes dos apresentados neste estudo.

Para além disso procedemos à divisão da amostra de trabalho em sub-amostras tendo em conta o valor das medianas das respectivas variáveis DAC (modelo original de Jones, 1991), DIM, ENDIV e BM. Os resultados obtidos, nomeadamente no que diz respeito à principal variável deste estudo (E_Index), não sofreram alterações qualitativas.

4 – CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E “CAMINHOS” FUTUROS

Este estudo teve como principal finalidade avaliar que tipo de impacto tem o chamado “entrincheiramento” da gestão na ocorrência de práticas de manipulação dos resultados contabilísticos, designadas na literatura anglo-saxónica como “*earnings management*”.

A literatura acerca do “*earnings management*” é deveras extensa incidindo sobre aspectos diversos relacionados, por exemplo, com as suas motivações, o tipo de práticas de manipulação mais habitualmente utilizadas, o desenvolvimento de modelos que afirmam da existência de “*earnings management*”.

Este trabalho procurou dar mais um contributo ao estudar o impacto que a presença do “entrincheiramento” tem no “*earnings management*”. De acordo com a revisão da literatura efectuada, constatou-se que este tema não se encontra suficientemente estudado. Anteriores estudos (e.g., Morck *et al.*, 1988 e Warfield *et al.*, 1995) já se propuseram a relacionar o “*insider ownership*”, uma das determinantes do “entrincheiramento”, com o “*earnings management*”. Outros estudos debruçaram-se sobre o impacto individual de alguns outros factores que também podemos considerar como determinantes do “entrincheiramento” (e.g., Xie, 2003).

O estudo que aqui foi desenvolvido foi substancialmente diferente dado que pretendeu aferir da possível relação entre “*earnings management*” e “entrincheiramento”, mas em que a *proxy* utilizada para medir o grau de “entrincheiramento” foi um índice construído a partir de seis determinantes deste fenómeno.

Partindo da evidência revelada por alguma literatura (e.g., Morck *et al.*, 1988) e pela intuição, definiu-se a hipótese nula de que maiores níveis de “entrincheiramento” estariam associados a um maior nível de “*earnings management*”. No entanto, ao contrário do que se esperava, os resultados obtidos, mesmo quando sujeitos a testes de robustez, evidenciam uma relação inversa entre elevado grau de “entrincheiramento” e a ocorrência de práticas de manipulação de resultados. Os resultados empíricos deste estudo sugerem que o estado de “entrincheiramento” da gestão, visto como a situação em que a mesma se encontra imune aos mecanismos de controlo e de

“*governance*” dada a existência de factores limitativos do poder e do controlo directo por parte dos accionistas, não é, ao invés do que “*a priori*” se esperava, potenciador de práticas de manipulação de resultados.

Foram introduzidas algumas variáveis de controlo no modelo as quais são normalmente utilizadas em muitos dos estudos existentes sobre “*earnings management*”. Procedeu-se ao controlo para os tradicionais factores como a Dimensão e o Endividamento bem como para outras variáveis que alguma literatura considera importante ter em linha de conta dado o impacto que podem ter no “*earnings management*” como é, por exemplo, a necessidade de financiamento externo, o estado de dificuldade financeira da empresa e o “*Book-to-market ratio*”. Mesmo controlando para todas estas variáveis, bem como para o ano e a indústria à qual pertence a empresa, os resultados obtidos foram qualitativamente idênticos em todos os modelos de “*accruals*” assim como no modelo em que o “*earnings management*” é medido através dos “*restatements*” de resultados.

No que concerne às variáveis de controlo utilizadas, elas comportaram-se, na sua maioria, de acordo com o que era expectável tendo em conta o disposto na literatura. Dos resultados empíricos obtidos relativamente a estas variáveis, sobressai a robustez da variável necessidade de financiamento externo sugerindo que nas situações em que as empresas não geram recursos e têm, por isso, de recorrer a financiamento externo, são maiores os indícios de práticas de manipulação de resultados.

Todos os resultados obtidos, incluindo os que decorreram de algumas análises adicionais de sensibilidade, são coerentes e contrariam a hipótese inicial de que quanto maior o “entrincheiramento” da gestão maior seria o nível de “*earnings management*”. Uma explicação intuitiva para a relação inversa encontrada pode estar relacionada com o facto de que perante uma situação de “entrincheiramento” a gestão não vê os seus lugares em perigo, pelo que não sentirá então muitas pressões para divulgar resultados distorcidos aos “*stakeholders*”.

Uma possível limitação existente neste trabalho reside no facto de não se controlar para a existência de compensações dos executivos indexadas a resultados, uma das

motivações do “*earnings management*”. Embora seja uma limitação do presente estudo, a falta de dados estatísticos a tal obviou.

Por fim, no que diz respeito a “caminhos futuros”, deverá ser aprofundado em investigação futura o tema central desta dissertação, que consiste em aferir da relação existente entre a situação em que possamos concluir que a gestão se encontra “entrincheirada” e o seu impacto ao nível de práticas de manipulação dos resultados contabilísticos. Tendo em linha de conta a evidência empírica obtida, não esperada à partida, de que maiores níveis de “entrincheiramento” estão associados a menores níveis de “*earnings management*”, é deveras pertinente aprofundar o estudo desta relação recorrendo, por exemplo, a diferentes “*proxies*” do fenómeno do “entrincheiramento”. A título de exemplo é de destacar o que se referiu, no capítulo da revisão da literatura, acerca das “*dual class recapitalizations*” como determinante significativa do “entrincheiramento”, a qual foi excluída do presente estudo pelo facto da amostra de dados ser de reduzida dimensão. Poder-se-ia proceder à reexecução deste mesmo estudo incluindo esta importante determinante, desde que assegurada a qualidade da amostra de dados para o efeito.

A motivação para futura investigação é grande tendo em conta a conclusão algo intrigante que a evidência empírica obtida sugere. Senão vejamos, o índice de “entrincheiramento” utilizado é constituído pelos mecanismos (considerados segundo Bebchuk *et al.* (2004) como limitadores do poder dos accionistas) que, segundo os autores, mais negativamente contribuem para a riqueza dos accionistas. Contudo, atendendo aos resultados deste estudo, parece que quanto maior a presença desses mecanismos, menor é o “*earnings management*” e, como tal, melhor deveria ser a percepção do mercado sobre os resultados contabilísticos dessas empresas e, consequentemente, menor deveria ser a penalização aplicada ao valor das acções destas empresas. Indo mais ao fundo da questão, o que deverá ser questionado no futuro, será a própria noção negativa do “entrincheiramento”. Será que faz mesmo sentido encarar o “entrincheiramento” da gestão como uma má notícia para o accionista?

BIBLIOGRAFIA

- Abarbanell, J. e R. Lehavy (2003), “Can Stock Recommendations Predict Earnings Forecast Errors?” *Journal of Accounting Research*, Vol. 41, Nº 1, pp. 1–31.
- Abbott, L., S. Parker e G. Peters (2003), “Audit Committee Characteristics and Restatements”, *Auditing, A Journal of Practice and Theory*, Vol. 23, Nº 1, pp. 69-87.
- Agrawal, A. e C. R. Knoeber (1996), “Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, Nº 3, pp. 377-397.
- Amat, O., J. Perramon e E. Oliveras (2003), “Earnings Management in Spain. Some Evidence from Companies Quoted in the Spanish Stock Exchange”, disponível em <http://www.ssrn.com>.
- Balsam, S., J. Krishnan e J. Yang (2003), “Auditor Industry Specialisation and Earnings Quality”, *Auditing: A journal of practice and theory*, Vol. 22, pp.71-97.
- Barth, M., W. Beaver, J. Hand e W. Landsman (1999), “Accruals, Cash flows, and Equity Values”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 4, Nº 3, pp. 205-229.
- Bartov, E. (1993). “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation”, *Accounting Review*, Vol. 68, Nº 4, pp. 840–856.
- Bartov, E., D. Givoly e C. Hayn (2002), “The Rewards to Meeting or Beating Earnings Expectations”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, Nº 2, pp. 173–204.
- Bartov, E., F. A. Gul, J. S. L. Tsui, (2001), “Discretionary-Accruals Models and Audit Qualifications”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, pp. 421-452.
- Beasley, M. S. (1996), “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *Accounting Review*, Vol. 71, Nº 4, pp. 443–465.
- Beatty, A., S. L. Chamberlain e J. Magliolo (1995), “Managing Financial Reports of Commercial Banks: the Influence of Taxes, Regulatory Capital and Earnings”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, Nº 2, pp. 231-261.

- Bebchuk, L., A. Cohen e A. Ferrell (2004), “What Matters in Corporate Governance?”, *Discussion Paper No. 491, Harvard Law School*, disponível em <http://www.ssrn.com>.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo e K. R. Subramanyam (1998), “The Effect of Audit Quality on Earnings Management”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, pp. 1-24.
- Beneish, M. D. (1999), “Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violate GAAP”, *Accounting Review*, Vol. 74, Nº 4, pp. 425–457.
- Berle Jr., A. e G. Means (1932), "*The Modern Corporation and Private Property*", Macmillan, New York
- Bernstein, L. (1993), *Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation*, R. Irwin, 5ª edição, pp. 1075.
- Berger, P., E. Ofek e D. Yermack (1997), “Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1411-1438.
- Bergstresser, D. e T. Philippon (2006), “CEO Incentives and Earnings Management: Evidence from the 1990s”, *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Boynton, C. E., P. S. Dobbins e G. A. Plesko (1992), “Earnings Management and the Corporate Alternative Minimum Tax”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 30 (Suplemento), pp. 131–154.
- Burgstahler, D. e I. Dichev (1997), “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Nº 1, pp. 99-126.
- Burgstahler, D. e M. Eames (2003), “Earnings Management to Avoid Losses and Small Decreases: Are Analysts Fooled?” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, Nº 2 pp. 253–294.
- Burns, N. e S. Kedia (2006), “The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting”, *Journal of Financial Economics* 79, 35-67.
- Bushee, B. (1998), “The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behaviour” *Accounting Review*, Vol. 73, Nº 3, pp. 305–333.
- Bushman, R. e A. Smith (2001), “Financial Accounting Information and Corporate Governance”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, pp. 237-333.
- Cahan, S. F. (1992), “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: a Refined Test of the Political-cost Hypothesis”, *Accounting Review*, Vol. 67, Nº 1, pp. 77-95.

- Chaney, P. e C. Lewis (1998), “Income Smoothing and Underperformance in Initial Public Offerings”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 4, Nº 1, pp. 1-29.
- Cheng, Q. e T. Warfield (2003), “Stock-Based Compensation, Insider Trading, and Earnings Management”, *Working paper, University of Wisconsin*.
- Cloyd, C. B., J. Pratt e T. Stock (1996), “The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Positions: Public and Private Firms”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34, pp. 23-43.
- Cole, R. e H. Mehran (1998), “The Effect of Changes in Ownership Structure on Performance: Evidence from the Thrift Industry”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, pp. 291-317.
- Collins, J. H., D. A. Shackelford e J. Wahlen (1995), “Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings and Taxes” *Journal of Accounting Research*, Vol. 33, Nº 2, pp. 263–291.
- Davidson, R. J., J. Goodwin-Stewart e P. Kent (2005), “Internal Governance Structures and Earnings Management”, *Accounting and Finance*, Vol. 45, Nº 2, pp. 241-267.
- DeAngelo, L. E. (1986), “Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A study of Management Buyouts of Public Stockholders”, *The Accounting Review*, Nº 61, pp.400-420.
- DeAngelo, H. e L. E. DeAngelo (1991), “Union Negotiations and Corporate Policy”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, Nº 1, pp. 3–43.
- DeAngelo, H., L. E. DeAngelo e D. Skinner (1994), “Accounting Choice in Troubled Companies”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Nºs 1/2, pp. 113–143.
- Dechow, P. M. (1994), “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Nº 1, pp. 3-42.
- Dechow, P. M. e C. Schrand (2004), “*Earnings Quality*”, Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. M. e I. D. Dichev (2002), “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *Accounting Review*, Vol. 77 (Suplemento), pp. 35–59.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan e A. P. Sweeney (1995), “Detecting Earnings Management”, *Accounting Review*, Vol. 70, Nº 2, pp. 193–226.

- Dechow, P. M., R. G. Sloan e A. P. Sweeney (1996), “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC.” *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, Nº 1, pp. 1–36.
- Dechow, P. M., S. Richardson e I. Tuna (2003), “Why Are Earnings Kinky? An Examination of the Earnings Management Explanation” *Review of Accounting Studies*, Vol. 8, Nºs. 2 e 3, pp. 355–384.
- DeFond, M. L. e J. Jiambalvo (1994), “Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, Nºs. 1 e 2, pp. 145–176.
- DeGeorge, J. e R. Zeckhauser (1999), “Earnings Management to Exceed Thresholds”, *Journal of Business*, Vol. 72, Nº 1, pp. 1-33.
- Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- Demsetz, H. e K. Lehn (1985), "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93, pp. 1155-1177.
- Easterwood, C. (1997), “Takeovers and Incentives for Earnings Management: An Empirical Analysis” *Journal of Applied Business Research*, Vol. 14, Nº 1, pp. 29–47.
- Eddey, P. e S. Taylor (1999), “Directors’ recommendations on Takeover Bids and the Management of Earnings: Evidence from Australia Takeovers”, *ABACUS*, Vol. 35, Nº 1, pp. 29-45.
- Erickson, M. e S. Wang (1999), “Earnings Management by Acquiring Firms in Stock for Stock Mergers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 27, Nº 2, pp. 149–176.
- Fama, E. e M. Jensen (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 327-349.
- Farinha, Jorge, 2003, “Corporate Governance: a Review of the Literature”, DP 2003-06, C.E.T.E.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson e K. Schipper (2003a), “Earnings Quality and the Pricing Effects of Earnings Patterns”, *Working Paper Duke University*, pp.53.
- Frankel, R., M. Johnson e K. Nelson (2002), “The Relation between Auditors’ Fees for Non-Audit Services and Earnings Quality”, *Accounting Review*, Vol. 77 (Suplemento), pp. 71–105.

- Friedlan, J. (1994), “Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Nº 2, pp. 1-31.
- Gabrielsen, G., J. D. Gramlich e T. Plenborg (2002), “Managerial Ownership, Information Content of Earnings, and Discretionary Accruals in a Non-US Setting”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 29, Nºs 7 e 8; pp. 967-988.
- Gao, P. e R. Shrieves (2002), “Earnings Management and Executive Compensation: A Case of Overdose of Option and Underdose of Salary?” *Working paper, University of Tennessee, Knoxville*.
- Gaver, J., K. Gaver e J. Austin (1995), “Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, Nº 1, pp. 3–28.
- Gillan, S.L. (2005), “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 381– 402.
- Gillan, S.L. e Starks, L.T. (1998), “A survey of shareholder activism: motivation and empirical evidence”, *Contemporary Finance Digest*, Vol. 2/3, pp. 10 – 34.
- Gompers, P., J. Ishii e A. Metrick (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.
- Guay, W. R., S. P. Kothary e R. L. Watts (1996), “A Market-based Evolution of Discretionary Accrual Models”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 34 (Suplemento), pp. 83-105.
- Guenther, D. A. (1994), “Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act”, *Accounting Review*, Vol. 69, Nº 1, pp. 230-243.
- Guidry, F., A. Leone e S. Rock (1999), “Earnings-based Bonus Plans and Earnings Management by Business-Unit Managers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 26, Nºs. 1 e 3, pp. 113-142.
- Hall, S. C. e W. W. Stammerjohan (1997), “Damage Awards and Earnings Management in the Oil Industry”, *Accounting Review*, Vol. 72, Nº 1, pp. 47– 65.
- Healy, P. M. (1985), “The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, Nºs. 1–3, pp. 85–107.
- Healy, P. M. e K. G. Palepu (1993), “The effect of Firms’ financial Disclosure Strategies on Stock Prices”, *Accounting Horizons*, Vol. 7, Nº 1, pp. 1–11.

- Healy, P. M. e J. Wahlen (1999), “A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Settings”, *Accounting Horizons*, Vol. 13, n. 4, pp. 365-383.
- Heron, R. e E. Lie (2001), “Operating Performance and the Method of Payment in Takeovers”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, Nº 1, pp. 137-155.
- Holthausen, R., D. Larcker e R. Sloan (1995), “Annual Bonus Schemes and the Manipulation of Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 19, Nº 1, pp. 29–74.
- Jaggi, B. e P. Lee (2002), “Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring”, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 17, Nº 4, pp. 295–324.
- Jarrell, G. e A. Poulsen (1988), “Dual-Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: the Recent Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 129-152.
- Jensen, M. e W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 1, pp. 305-360.
- John, K. e L. Senbet (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 371-403.
- Jones, J. (1991), “Earnings Management during Import Relief Investigations”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 193-228.
- Kasznik, R. (1999), “On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, Nº 1, pp. 57–82.
- Kasznik, R. e M. McNichols (2002), “Does Meeting Expectations Matter? Evidence from Analyst Forecast Revisions and Share Prices”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, Nº 3, pp. 727–759.
- Key, K. G. (1997), “Political Cost Incentives for Earnings Management in the Cable Television Industry”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23, Nº 3, pp. 309–338.
- Klein, A. (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 375-400.

- Krishnan, G. V. (2003), “Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management?”, *Accounting Horizons*, Vol. 17 (Suplemento), pp. 1–16.
- Leuz, C., D. Nanda e P. D. Wysocki (2003), “Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, pp. 505-527.
- Lev, B. (1969), “Industry Average as Targets for Financial Ratios”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 7, Nº 2, pp 290-299.
- Liberty, S. E. e G. L. Zimmerman (1986), “Labour Union Contract Negotiations and Accounting Choices” *Accounting Review*, Vol. 61, Nº 4, pp. 692–712.
- Makar, S. D., P. Alam e M. A. Pearson (1998), “Antitrust Merger Investigations and the Quality of Reported Earnings”, *Journal of Applied Business Research*, Vol. 14, Nº 4, pp. 89–100.
- Marques, O. (2005), “Corporate Governance”, Finanças Empresariais, Mestrado em Finanças, Resumo da 3ª Sessão, *Faculdade de Economia do Porto*.
- Matsumoto, D. (2002), “Management’s Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises”, *Accounting Review*, Vol. 77, Nº 3. pp. 483–514.
- Maydew, E. L. (1997), “Tax-Induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 35, Nº 1, pp. 83–96.
- McNichols, M. F. (2000), “Research Design Issues in Earnings Management Studies”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, pp. 313-345.
- McNichols, M. F. (2002), “Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors”, *Accounting Review*, Vol. 77 (Suplemento), pp. 61-69.
- Morck, R., A. Shleifer e R. Vishny (1988), "Managerial Ownership and Market Valuation – An Empirical Analysis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- Moreira, J. “Earnings Management to Avoid Losses: Evidence for Portuguese Private Firms”, *Working Paper, Faculty of Economics, University of Porto*.
- Moyer, S. (1990), “Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choices in Commercial Banks”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 13, Nº 2, pp. 123–154.
- Myers, J. N., L. A. Myers e T. C. Omer (2003), “Exploring the Term of the Auditor-Client Relationship and the Quality of Earnings: A Case for Mandatory Auditor Rotation?”, *The Accounting Review*, Vol. 78, Nº 3, pp. 779-799.

- Myers, L. e D. Skinner (2002), “Earnings Momentum and Earnings Management”, *Working paper, University of Michigan Business School*.
- Nelson, K. K. (2000), “Rate Regulation, Competition and Loss Reserve Discounting by Property-Casualty Insurers”, *Accounting Review*, Vol. 75, Nº 1, pp. 115-138.
- Palmrose, Z., V. Richardson e N. Scholz (2004), “Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, Nº 1, pp. 59-90.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope e S. Young (2005), “Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32 (7-8) , pp. 1311–1346.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope e S. Young (2000), "Detecting Earnings Management Using Cross-Sectional Abnormal Accrual Models", *Accounting and Business Research*, Vol. 30, Nº 4, pp. 313-326.
- Penman, S. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York: McGraw-Hill.
- Perry, S. e T. Williams (1994), “Earnings Management Preceding Management Buyout Offers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 18, Nº 2, pp. 157–179.
- Persons, O. S. (1995), “Using Financial Statement Data to Identify Factors Associated with Fraudulent Financial Reporting”, *Journal of Applied Business Research*, Vol. 11, Nº 3, pp. 38-46.
- Petroni, K. R. (1992), “Optimistic Reporting in the Property-Casualty Insurance Industry”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, Nº 4, pp. 485-508.
- Rangan, S. (1998), “Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, Nº 1, pp. 101–122.
- Rajgopal, S., M. Venkatachalam e J. Jambalvo (1999), “Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and the Extend to which Stock Prices Reflect Future Earnings”, *Working Paper, University of Washington*.
- Reynolds, J. K. e J. R. Francis (2001), “Does Size Matter? The Influence of Large Clients on Office-Level Auditor Reporting Decisions”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 30, pp. 375-400.
- Richardson, S., A. Tuna, e M. Wu (2003), “Predicting Earnings Management: The Case of Earnings Restatements.”, *Working paper, University of Pennsylvania*.

- Safdar, I. (2003), “Executive Stock Option Exercise, Earnings Management, and Stock Returns”, *Working paper, University of Rochester*.
- Santos, A. dos e I. R. G. Grateron (2003), “Contabilidade Criativa e Responsabilidade dos Auditores”, *Revista Contabilidade e Finanças – USP*, Vol. 32, pp. 7-22.
- Schipper, K. (1989), “Commentary on Earnings Management”. *Accounting Horizons*, Vol. 3, N.º 4, pp. 91-102.
- Schipper, K. e L. Vincent (2003), “Earnings Quality”, *Accounting Horizons*, Vol. 17 (Suplemento), pp. 97-110.
- Scholes, M. S., G. P. Wilson e M. A. Wolfson (1990), “Tax Planning, Regulatory Capital Planning, and Financial Reporting Strategy for Commercial Banks” *Review of Financial Studies*, Vol. 3, N.º 4, pp. 625–650.
- Scholes, M. S., G. P. Wilson e M. A. Wolfson (1992), “Firms’ Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 30 (Suplemento), pp. 161–191.
- Shivakumar, L. (2000), “Do Firms Mislead Investors by Overstating Earnings before Seasoned Equity Offerings?” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29, N.º 3, pp. 339–371.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783.
- Shleifer, A. e R. Vishny (1989), “Management Entrenchment: the Case of Manager-Specific Investments”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, pp. 123-139.
- Smith, A. (1776), “*An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*”, reedição, editado por R. Campbell e A. Skinner, Clarendon Press, Oxford.
- Spathis, Ch., M. Doumpos e C. Zopounidis (2002), “Detecting Falsified Financial Statements: a Comparative Study Using Multicriteria Analysis and Multivariate Statistical Techniques”, *European Accounting Review*, Vol. 11, N.º 3, pp. 509–535.
- Stulz, R. (1988), “Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 25-54.
- Sweeney, A. (1994), “Debt-Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, N.º 3, pp. 281–308.

- Teoh, S., I. Welch e T. Wong (1998a), “Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings.” *Journal of Finance*, Vol. 53, N° 6, pp. 1935–74.
- Teoh, S., I. Welch e T. Wong (1998b), “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings” *Journal of Financial Economics*, Vol. 50, N° 1, pp. 63–99.
- Thomas, J. e X. Zhang (2000), “Identifying Unexpected Accruals: a Comparison of Current Approaches”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 19, N° 4-5, pp. 347-376.
- Warfield, T. D., K. L. Wild e J. J. Wild (1995), “Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, pp. 61-92.
- Watts, R. e J. Zimmerman (1986), *Positive Accounting Theory*, New Jersey: Prentice-Hall.
- Xie, B., W. N. Davidson e P. J. DaDalt (2003), “Earnings Management and Corporate Governance: the Role of the Board and the Audit Committee”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 9, pp. 295-316.
- Young, S. (1999), “Systematic Measurement Error in the Estimation of Discretionary Accruals: an Evaluation of Alternative Modelling Procedures”, *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vol. 26, N°s 7 e 8, pp. 833-862.

ANEXOS

Anexo I – “*Corporate Governance: a broad framework*”

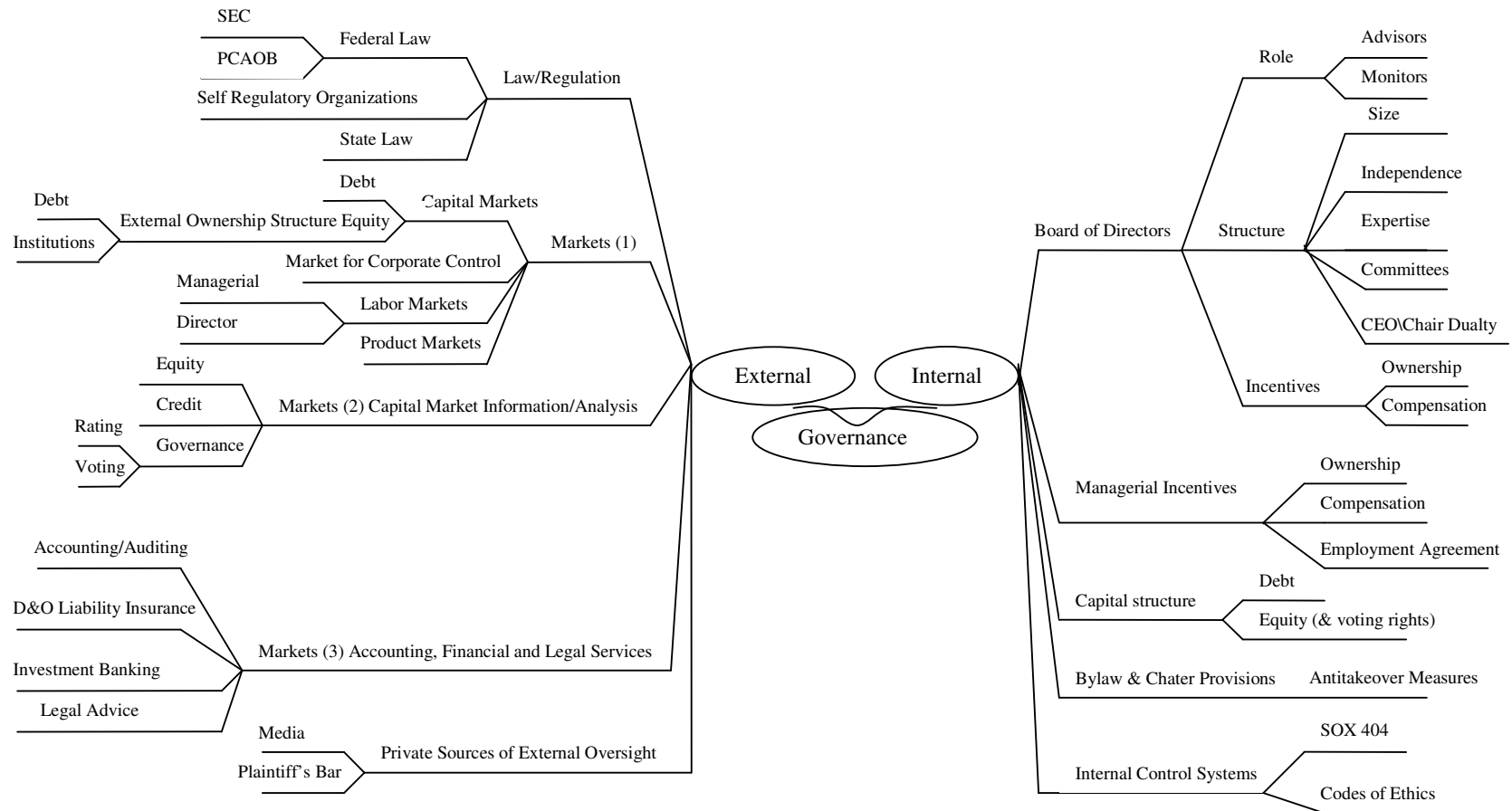


Figura retirada de: Gillan, S.L. (2005), “Recent Developments in Corporate Governance: An Overview”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 381– 402

Anexo II – Composição das Indústrias (Barth *et al.*, 1999)

Classe	Indústria	Códigos SIC
1	Remoção e Construção	1000-1999, excepto 1300-1399
2	Alimentação	2000-2111
3	Têxteis, Impressão e Publicação	2200-2799
4	Indústria Química	2800-2824, e 2840-2899
5	Indústria Farmacêutica	2830-2836
6	Indústrias Extractivas	2900-2999, e 1300-1399
7	Indústria de produtos duráveis	3000-3999, excepto 3570-3579, e 3670-3679
8	Computadores	7370-7379, 3570-3579, e 3670-3679
9	Transporte	4000-4899
10	“ <i>Utilities</i> ”	4900-4999
11	Retalho	5000-5999
12	Instituições Financeiras	6000-6411
13	Seguros	6500-6599
14	Serviços	7000-8999, excepto 7370-7379
15	Outros	> 9000

Nota: Esta agregação não considera as empresas do sector Agrícola e Pecuária (Códigos SIC 0-999) dada a sua expressão diminuta na análise a efectuar.