

Governo das Sociedades e Custos de Financiamento

Jorge Manuel Afonso Alves
Escola Superior de Tecnologia e de Gestão
Instituto Politécnico de Bragança
Jorge@ipb.pt

1- Introdução

De acordo com Asquith et al. (2004), as pesquisas em contabilidade argumentam que a informação contabilística tem um papel importante nos contratos de dívida por afectarem indirectamente as taxas de juro. Por sua vez, Jensen e Mackling (1976) sugerem que várias características dos contratos têm um papel fundamental na redução dos custos de financiamento ou taxas de juro, sendo que algumas dessas características se referem à forma de governo das sociedades. Assim, pensamos que os mecanismos de governação das sociedades e a manipulação dos resultados têm uma grande influência na determinação dos custos de financiamento das empresas.

Se é verdade que muito se tem escrito sobre governo das sociedades e manipulação de resultados, o mesmo não se pode dizer relativamente à forma como estes dois aspectos se relacionam com os custos de financiamento suportados pelas empresas. Deste modo, com o presente trabalho pretendemos efectuar uma revisão da literatura sobre o modo como possam estar relacionados o governo das sociedades, a manipulação de resultados e os custos de financiamento. Para analisar essa relação, partimos da seguinte afirmação: o governo das sociedades influencia o nível de manipulação de resultados e os custos de financiamento das empresas.

O trabalho em apreço encontra-se organizado em mais três partes. Na primeira parte, analisamos a relação entre governos das sociedades e manipulação de resultados e abordamos o modo como alguns dos mecanismos ou variáveis de governo das sociedades podem reduzir a manipulação dos resultados. Na segunda parte, apresentam-se alguns estudos que demonstram o relacionamento da manipulação dos resultados e do governo das sociedades com os custos de financiamento. Na última parte, são apresentadas as principais conclusões e as questões em aberto sobre a matéria tratada.

2- Governo das Sociedades

2.1- Governo das Sociedades e Manipulação de Resultados¹

A manipulação dos resultados depende da eficácia dos mecanismos adoptados pelo governo das sociedades. Neste sentido, Dechow et al. (1996) verificaram que empresas que manipulam resultados são empresas onde provavelmente: i) o quadro de directores é dominado pela gestão; ii) o *Chief Executive Officer* (CEO)² exerce, simultaneamente, as funções de *Chairman of the Board*³; iii) o CEO é também um dos fundadores da empresa; iv) não existe um comité de auditoria; v) não existe um *blockholder* exterior à direcção. Beasley (1996) concluiu que empresas que não manipulam os resultados têm um quadro de directores com uma percentagem significativamente mais elevada de membros externos do que empresas que manipulam os resultados.

Ao examinar se o comité de auditoria e as características do quadro de governação da empresa estão relacionados com a manipulação dos resultados, Klein (2002) verifica que existe: i) uma relação negativa entre a independência do comité de auditoria e os *accruals* anormais; ii) uma relação negativa entre a independência dos directores da empresa e os *accruals* anormais; um aumento significativo de *accruals* anormais quando se verificam diminuições de independência dos directores e do comité de auditoria. Esta conclusão é reforçada quando a diminuição de independência dos administradores e do comité de auditoria é acompanhada de um reduzido número de directores externos. Também Prawitt et al. (2006) concluíram que as funções exercidas pela auditoria interna moderam o nível de manipulação de resultados nas suas empresas.

Laux e Laux (2006) concluíram que esquemas de compensação baseados na contabilidade encorajam o CEO a manipular os resultados e que a forma de remuneração do CEO e o nível de monitorização são substitutos na redução da manipulação de resultados. A existência de um comité de auditoria deve ser ponderada através de uma análise custo/benefício, isto é, será necessário comparar os custos da sua existência com a remuneração adicional que é necessário atribuir ao CEO para que não

¹ Esta designação resulta da expressão inglesa “earnings management” e que pode ser traduzida para português, segundo Moreira (2006), como manipulação de resultados. Por sua vez e para Healy e Wahlen (1999), earnings management significa o resultado das escolhas contabilísticas dos gestores no sentido de, através das demonstrações financeiras, obterem um ganho específico para si próprios ou para as empresas que dirigem.

² Em português pode ser designado por administrador-delegado (Alves, 2005).

³ Presidente da direcção, segundo nossa tradução.

receba incentivos em manipular os resultados. A remuneração adicional do CEO é, por sua vez, função do grau de manipulação dos resultados. Desta forma, se existe uma grande possibilidade de manipulação dos resultados, o CEO tende a exigir uma elevada compensação, para a qual a melhor estratégia a adoptar pela empresa será a constituição do comité de auditoria, pois, tenderá a apresentar um custo mais baixo do que a opção de incrementar a compensação do CEO.

De seguida, tentamos analisar de que modo alguns dos mecanismos ou variáveis de governo das sociedades podem limitar ou incrementar a manipulação dos resultados.

2.2 – Mecanismos de Governo das Sociedades

2.2.1 – Investidores Institucionais

De acordo com Alves (2005), é natural que se apele aos investidores institucionais para que reforcem o seu envolvimento na fiscalização e controlo do governo das sociedades, dado que gerem grandes carteiras, têm mais informação e têm uma importância reconhecida no mercado de capitais. Neste sentido, Guercio e Hawkins (1999) e Hartzell e Starks (2003) verificaram que a intervenção no governo das sociedades, nas entidades participadas, pelos investidores institucionais assume um papel importante na mitigação dos problemas de agência entre os gestores e os accionistas, ou seja, os investidores institucionais podem limitar o comportamento dos gestores. Os resultados obtidos por Guercio e Hawkins (1999) e Hartzell e Starks (2003) sugerem, também, que a intervenção dos investidores institucionais é no sentido de aumentar o valor e performance da empresa. Tehranian et al. (2006) referem que o aumento da monitorização, por parte dos investidores institucionais, pode estar associado com a baixa utilização de *accruals* discricionários. No entanto, os autores salientam que é possível que os gestores se possam sentir forçados a satisfazer as metas de resultados destes investidores e assim aproveitem mais a manipulação de resultados.

2.2.2 – Participações Sociais dos Directores e do CEO

Ao contrário do referido para os investidores institucionais e onde se verifica que um aumento da sua fiscalização pode limitar a manipulação dos resultados, a existência de acordos de compra de acções por parte dos directores e do CEO pode, em nossa opinião, impulsionar a manipulação dos resultados. Esta convicção é partilhada por Tehranian et al. (2006), os quais referem que a detenção, por parte dos directores e do

CEO, de elevados níveis de opções de compra de acções da empresa pode encorajá-los a utilizar *accruals* discricionários para aumentar a performance aparente da empresa e, desse modo, aumentarem a sua riqueza pessoal. Assim, os autores concluem que as opções de compra de acções tornam a riqueza dos gestores sensível ao preço das acções, o que pode ter um grande impacto na manipulação de resultados.

2.2.3 – Características do Quadro de Directores

2.2.3.1- Percentagem de Directores Externos Independentes

Para Firstenberg e Malkiel (1980), um director externo independente é uma pessoa que não tem negócios materiais ou relações económicas com a empresa e/ou ligações familiares com a gestão. Estes autores referem ainda que os directores externos são importantes porque podem acrescentar valor para a empresa em determinadas áreas, dada a sua experiência.

Brickley et al. (1994) verificaram que a reacção do valor médio das acções no mercado aquando do anúncio de *poison pills* é positiva quando o quadro de directores é constituído maioritariamente por directores externos e negativa quando isso não acontece. Estes autores encontraram, ainda, evidência que sugere que os directores externos servem os interesses dos accionistas. Assim, a existência de directores externos independentes ajudará, por uma lado, a mitigar o conflito de interesses ente agentes e principais e, por outro lado, estará também associada com a fraca utilização de *accruals* discricionários. No entanto, Alves (2005) refere alguns aspectos que põem em causa a performance e independência dos administradores/directores externos, a saber, o facto de os directores não executivos serem nomeados pelos executivos, sendo que aqueles podem vir a perder o seu lugar se estes forem despedidos; os directores não executivos de umas empresas são directores executivos de outras e membros do mesmo círculo social; e o facto de os directores não executivos possuírem fracos recursos ao seu dispor e falta de tempo para se dedicarem à empresa.

2.2.3.2- Dimensão da Direcção

Jensen (1993) defende que uma direcção com poucos membros é mais eficiente na monitorização das acções do CEO. O autor refere que uma direcção com sete ou oito

elementos é provavelmente pouco eficiente na monitorização e facilmente controlada pelo CEO. Yermack (1996) também encontrou evidência consistente com a teoria de que as direcções com poucos directores são mais eficazes do que as direcções constituídas com um elevado número de directores. Se um reduzido número de directores aumenta a monitorização, também é provável que isso se possa associar a uma menor utilização de *accruals* discricionários. Esta ideia é corroborada por Epps (2006), a qual verificou, por uma lado, que as empresas que anualmente elegem os seus directores possuem uma direcção constituída por poucos elementos e têm menos *accruals* discricionários; por outro lado, concluiu que empresas com 75 a 90% de directores independentes ou empresas que possuem uma direcção constituída por um número de directores entre 9 e 12, têm elevados níveis de *accruals* discricionários.

Apesar de algumas variáveis do governo das sociedades apresentadas possuírem a capacidade de limitar a manipulação dos resultados, verifica-se que contêm, ainda, algumas limitações, sendo necessário procurar outras soluções, como sejam (Alves, 2005): criação de novas organizações constituídas com base em capital de risco; constituição de novas organizações baseadas no capital humano; adopção de códigos de boas práticas; e maior intervenção dos investidores institucionais.

3- Governo das Sociedades, Manipulação de Resultados e Custos de Financiamento

Nesta secção pretendemos analisar de que forma o governo das sociedades e a manipulação dos resultados podem influenciar os custos de financiamento suportados pelas empresas.

Em nossa opinião e de acordo com algumas ideias constantes no estudo desenvolvido por Akerlof (1970), as empresas manipulam os resultados na tentativa de obterem menores custos de financiamento, escondendo informação às entidades que as financiam. No entanto, correm o risco de violar os acordos de pagamento, vindo, desse modo, o custo de financiamento aumentado. A esta conclusão chegaram Dechow et al. (1996), os quais conferiram que uma das mais importantes motivações que as empresas usam para a manipulação dos resultados é o desejo de aumentar o financiamento a baixo custo e evitar restrições aos acordos de dívida. Os autores verificaram, ainda, que as empresas que manipulam os resultados vêm aumentar, de forma significativa, o seu custo de capital quando a manipulação é tornada pública.

Dado o elevado risco de as empresas que obtêm crédito manipularem, no presente ou no futuro, os resultados, as entidades que concedem financiamento tendem a analisar, para evitar a assimetria de informação, minuciosamente o comportamento e as garantias apresentadas por essas empresas, dependendo dessa análise, sobretudo, o valor das taxas de juro a praticar. Estamos em crer que uma das melhores garantias que as empresas podem oferecer é a sua qualidade de governação da sociedade e que esta é também uma das garantias preferidas pelos financiadores. Esta reflexão é corroborada no estudo desenvolvido por Schauten e Blom (2006), onde os resultados obtidos suportam a ideia de que as entidades que concedem financiamento – bancos - usam a qualidade da governação das sociedades na sua avaliação do perfil de risco da empresa.

Do exposto anteriormente, facilmente se infere que mecanismos eficazes de governo das sociedades, por um lado, mitigam a manipulação de resultados e, por outro lado, permitem aos financiadores obter garantias de que a empresa cumprirá os acordos estabelecidos, podendo assim praticar taxas de juro mais baixas. O que acabamos de referir é confirmado por diversos estudos que a seguir se apresentam.

Anderson et al. (2003) concluíram que as grandes empresas que ainda pertencem às famílias fundadoras registam baixos custos de financiamento e que os seus resultados são consistentes com a ideia de que tais empresas têm estruturas de incentivos que resultam em menos conflitos de agência entre proprietários e entidades financiadoras. Num estudo posterior, Anderson et al. (2004) verificaram que o custo da dívida está inversamente relacionado com a independência dos directores e positivamente relacionado com o tamanho da direcção. Os autores concluíram, outrossim, que a total independência dos comités de auditoria está significativamente associada com um baixo custo de financiamento e que os custos de dívida também estão negativamente relacionados com a dimensão dos comités de auditoria e com a frequência das suas reuniões.

Schauten e Blom (2006) encontraram evidência através da qual concluíram que a performance do governo das sociedades está negativamente relacionada com o custo da dívida. Os resultados encontrados pelos autores evidenciam que as empresas com um governo forte têm baixos custos de financiamento enquanto que às sociedades com fraca performance de governação estão associados elevados custos de financiamento, com uma diferença de cerca de 1,4%.

Os estudos apresentados, confirmam a nossa asserção inicial, ou seja, que existe uma relação entre governo das sociedades, manipulação de resultados e custos de

financiamento, sendo possível concluir que mecanismos adequados de governo das sociedades reduzem a possibilidade de manipulação de resultados e são um bom indicador para que as entidades que concedem crédito possam cobrar taxas de juro mais baixas.

Conclusão

Determinadas variáveis do governo das sociedades podem diminuir a possibilidade de manipulação de resultados, nomeadamente uma forte intervenção dos investidores institucionais, a existência de um número significativo de directores externos independentes e uma direcção constituída por um número reduzido de directores.

Através de alguns estudos recentes, é possível verificar que as empresas que possuem uma estrutura eficaz de governo da sociedade obtêm baixos custos de financiamento. Estes resultados confirmam a nossa afirmação inicial, ou seja, o governo das sociedades influencia o nível de manipulação de resultados e o valor das taxas de juro, tendo-se verificado que as empresas que apresentam mecanismos de governação eficazes oferecem boas garantias de não manipulação dos resultados e consequentemente registam custos de financiamento mais baixos.

Como linhas de investigação futura, pensamos que seria de todo interessante analisar se o que concluímos, com base em estudos de empresas de outros países, também se verifica para as empresas cotadas em Portugal.

Referências

- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quartly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alves, C. F. (2005). Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades. In Almedina (Ed.), *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações* (pp. 21-74). Coimbra.
- Anderson, R. C. e Mansi, S. A. e Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Anderson, R. C. e Mansi, S. A. e Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting & Economics*, 37, 315-342.
- Asquith, P. e Beatty, A. L. e Weber, J. P. (2004). *Performance Pricing in Bank Debt Contracts*, from <http://ssrn.com/paper=597701>

- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *Accounting Review*, 71, 433-465.
- Brickley, J. A. e Coles, J. L. e Terry, R. L. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35, 371-390.
- Dechow, P. M. e Sloan, R. G. e P. Sweeney, A. (1996). Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13, 1-36.
- Epps, R. W. (2006). *Corporate Governance and Earnings Management: The Effects of Board Composition, Size, Structure and Board Policies on Earnings Management*: SSRN.
- Firstenberg, P. B. e Malkiel, B. G. (1980). Why corporate boards need independent directors. *Management Review*, 26-38.
- Guercio, D. D. e Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of Financial Economics*, 52, 293-340.
- Hartzell, J. C. e Starks, L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation. *Journal of Finance*, 58, 2351- 2374.
- Healy, P. M. e Wahlen, J. M. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13 (4), 365-383.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance* 48, 831- 880.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 33, 375-400.
- Laux, C. e Laux, V. (2006). *Board Committees, CEO Compensation, and Earnings Management*, from <http://ssrn.com/paper=887492>
- Moreira, J. A. C. (2006). Manipulação para evitar perdas: o Erro do conservantismo. *Portuguese Journal of Accounting and Management*, 3, 33-63.
- Prawitt, D. F. e Smith, J. L. e Wood, D. A. (2006). *Internal Audit Function Characteristics and Earnings Management*, from <http://ssrn.com/paper=916081>
- Schauten, M. e Blom, J. (2006). *Corporate Governance and the Cost of Debt*, from <http://ssrn.com/paper=933615>
- Tehrani, H. e Millon Cornett, M. e Marcus, A. J. e Saunders, A. (2006). *Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance*, from <http://ssrn.com/paper=886142>
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.