



Vera Lúcia Mendes da Cunha | **Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes**

UMinho | 2015

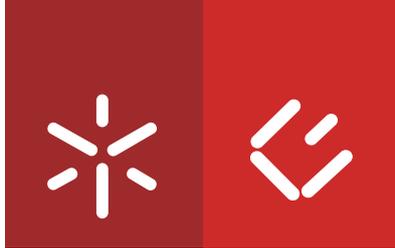


Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Vera Lúcia Mendes da Cunha

**Divulgação de Informação sobre o
Governo das Sociedades em Portugal:
Extensão e Determinantes**

novembro de 2015



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Vera Lúcia Mendes da Cunha

**Divulgação de Informação sobre o
Governo das Sociedades em Portugal:
Extensão e Determinantes**

Tese de Doutoramento em Contabilidade

Trabalho realizado sob a orientação da
Professora Lúcia Lima Rodrigues

DECLARAÇÃO DE INTEGRIDADE

Declaro ter atuado com integridade na elaboração da presente tese. Confirmo que em todo o trabalho conducente à sua elaboração não recorri à prática de plágio ou a qualquer forma de falsificação de resultados.

Mais declaro que tomei conhecimento integral do Código de Conduta Ética da Universidade do Minho.

Universidade do Minho, 6 de Novembro de 2015

Nome completo: Vera Lúcia Mendes da Cunha

Assinatura: Vera Lúcia Mendes da Cunha

AGRADECIMENTOS

Ingrata tarefa, a de pretender, em poucas linhas, esgotar as referências recebidas e merecedoras de gratidão, ao longo deste trabalho que agora é apresentado.

Deixamos a referência geral, tão necessária quanto sincera e de elementar justiça, a todos aqueles com quem se trabalhou, aprendeu e se enriqueceu e que contribuíram para que esta Tese fosse possível.

À Exma. Sra. Professora Doutora Lúcia Lima Rodrigues, minha Orientadora de Tese de Doutoramento, pelos inúmeros ensinamentos recebidos e colaboração prestada ao longo da realização da presente dissertação.

Ao Exmo. Sr. Professor Doutor Alexandre Silva, pela importante colaboração prestada, particularmente na fase de tratamento e análise de dados.

Às empresas cuja resposta às questões por nós realizadas, e disponibilidade demonstrada, viabilizaram a realização deste trabalho.

A todos os meus amigos, sem distinção, pelo apoio manifestado ao longo desta tese.

À minha família, pelo apoio, incentivo e afecto sempre demonstrados, ao longo do período de realização desta dissertação.

A todos eles, um Obrigado que se impõe!

RESUMO

O objetivo geral desta pesquisa é identificar os determinantes do nível da divulgação da informação sobre o governo das sociedades em Portugal, considerando o modelo de divulgação *comply or explain*. Na primeira fase, foi dada atenção à pressão social exercida pelo contexto macroeconómico e, numa segunda fase, pusemos a ênfase nos mecanismos de governo das sociedades para explicar as diferenças no nível de divulgação de informação. Metodologicamente, utilizamos uma amostra de empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre 2005 e 2011. Na análise estatística utilizou-se um modelo de regressão ordinal *logit*, enquadrado pelas teorias da agência, sinalização, *stewardship*, *stakeholders* e institucional. Através da análise de conteúdo da informação contida nos relatórios e contas anuais e nos relatórios de governo societário, construiu-se um índice de divulgação global, com as seguintes categorias: conselho de administração e estrutura de gestão, comissões especializadas, auditoria e gestão de riscos, estrutura de propriedade, conformidade e responsabilidade empresarial e transparência financeira. Os mesmos itens de informação foram agrupados em duas outras categorias: voluntária e recomendada ou obrigatória. Os resultados mostram uma evolução positiva do nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Indicam também quais as categorias de informação mais e menos divulgadas. Os resultados sugerem que os fatores explicativos da divulgação sobre o governo das sociedades em Portugal são o sistema legal, o desenvolvimento económico, a concentração da propriedade, a participação dos administradores no capital, a participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital, o tamanho do conselho de administração, a independência do conselho de administração, a estrutura de liderança, a qualidade da auditoria externa, o grau de internacionalização e o nível de endividamento. Os resultados mantêm-se constantes quando consideramos o índice de divulgação voluntária, mas ao considerar-se o índice de divulgação recomendada ou obrigatória, a participação dos administradores no capital, a independência do conselho de administração e o grau de internacionalização deixam de se mostrar explicativos. Finalmente, este estudo fornece um enquadramento teórico para a análise da divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

PALAVRAS-CHAVE: divulgação de informação, governo das sociedades, índice de divulgação.

ABSTRACT

The central purpose of this study is to identify the determinants of the level of corporate governance disclosure by Portuguese listed companies, based on a “comply or explain” model. First we analyze how the social pressure at the macroeconomic level influences corporate governance disclosure; second, we emphasize the corporate governance mechanisms to explain the differences of the level of corporate governance disclosure. The proposed approach was based on data of a sample of Portuguese companies listed on Euronext Lisbon from 2005 to 2011. An ordinal logistic regression model was used for statistical analysis, framed by agency theory, signaling theory, stakeholder’s theory, stewardship theory and institutional theory. The construction of the global corporate governance disclosure index rely on the data extracted from the firm’s corporate governance and annual reports using content analysis. The disclosure index was classified into the following categories: board of directors and management structure, corporate committees, audit and risk management, ownership concentration, corporate responsibility and compliance and financial transparency. The same information items were gathered in two other disclosure indexes: voluntary and mandatory or recommended. Our results reveal that the level of corporate governance disclosure evolved positively, during the period 2005–2011. The categories of information that presents the highest and lowest level of disclosure are also specified. The results also suggest that the legal system, economic development, ownership concentration, board of director’s ownership, qualified foreign investor’s ownership, board size, board independence, leadership structure, external audit quality, internationalization degree and debt are the determinants of the level of corporate governance disclosure. The results remain the same when we consider the voluntary disclosure index, but once we consider the recommended or mandatory disclosure index, the variables board ownership, board independence and internationalization degree do not remain significant. Finally, this study provides a theoretical framework for the analysis of corporate governance disclosure.

KEYWORDS: information disclosure, corporate governance, disclosure index.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	v
RESUMO	vii
ABSTRACT	ix
ÍNDICE	xi
ÍNDICE DE FIGURAS	xiv
ÍNDICE DE GRÁFICOS	xv
ÍNDICE DE QUADROS	xvi
LISTA DE SIGLAS	xix
CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO	1
1.1 Enquadramento geral.....	1
1.2 Motivações da investigação.....	3
1.3 Objetivos e perguntas de investigação	4
1.4 Contributos da investigação	6
1.5 Estrutura da tese	8
CAPÍTULO 2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES	11
2.1 Introdução.....	11
2.2 O conceito de Governo das Sociedades	11
2.3 Diferentes teorias relacionadas com a divulgação de informação	14
2.3.1 A teoria da agência	15
2.3.2 A teoria dos custos de transação.....	19
2.3.3 A teoria dos <i>stakeholders</i>	23
2.3.4 A teoria do <i>stewardship</i>	25
2.3.5 A teoria da sinalização.....	27
2.3.6 A teoria da legitimidade	29
2.3.7 A teoria dos <i>proprietary costs</i>	31
2.3.8 A teoria institucional	33
2.4 Mecanismos de Governo das Sociedades.....	34
2.4.1 Mecanismo Externos	36
2.4.2 Mecanismo Internos	38
2.5 Enquadramento normativo e evolução do governo das sociedades	61
2.5.1 Legislação portuguesa no âmbito do governo das sociedades	63

2.6	Os problemas de agência e as empresas familiares	67
2.7	A diversidade de género nos conselhos de administração	70
2.8	Conclusões sobre o Governo das Sociedades.....	75
CAPÍTULO 3 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE AS PRÁTICAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES.....		77
3.1	Introdução.....	77
3.2	O conceito de divulgação de informação	77
3.3	Divulgação de informação obrigatória e voluntária	78
3.4	Consequências económicas e benefícios da divulgação de informação.....	85
3.4.1	Benefícios associados à divulgação de informação societária	85
3.4.2	Custos da divulgação de informação societária.....	88
3.5	Mensuração da informação divulgada.....	89
3.6	A divulgação de informação sobre o governo das sociedades	94
CAPÍTULO 4 HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO		97
4.1	Introdução.....	97
4.2	A relação entre o governo das sociedades e a divulgação de informação.....	97
4.3	ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – do contexto macroeconómico	99
4.3.1	Eficácia do sistema legal	100
4.3.2	Inflação	102
4.3.3	Desenvolvimento económico (PIB).....	103
4.4	ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário.....	105
4.4.1	Relação entre as variáveis caraterizadoras da estrutura de propriedade e a divulgação de informação.....	105
4.4.2	Relação entre as variáveis caracterizadoras da estrutura de gestão e de fiscalização e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades...	113
4.4.3	Relação entre as variáveis caraterizadoras das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades	132
4.5	Conclusões sobre as hipóteses formuladas.....	137
CAPÍTULO 5 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO		139
5.1	Definição da Amostra.....	140
5.2	O Índice de Divulgação	141
5.3	Definição teórica e operacional das variáveis	147
5.3.1	Variáveis do contexto macroeconómico.....	147

5.3.2	Variáveis relativas ao governo das sociedades.....	149
5.3.3	Variáveis de controlo.....	155
5.4	Modelo Empírico.....	160
5.4.1	O modelo de regressão ordinal	160
5.4.2	ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – macroeconómicos	162
5.4.3	ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário.....	162
CAPÍTULO 6 RESULTADOS E DISCUSSÃO.....		167
6.1	Introdução.....	167
6.2	Caraterização do Índice e Sub-índices de divulgação	167
6.3	ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades –macroeconómicos.....	181
6.3.1	Estatísticas descritivas	181
6.3.2	Análise Bivariada	182
6.3.3	Análise Multivariada	184
6.4	ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário.....	187
6.4.1	Estatísticas descritivas	187
6.4.2	Análise Bivariada	198
6.4.3	Análise Multivariada	204
CAPÍTULO 7 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E LINHAS FUTURAS DE INVESTIGAÇÃO		233
7.1	Resumo dos principais resultados	234
7.1.1	Caracterização da evolução e extensão de informação divulgada.....	236
7.1.2	Fatores determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades.....	238
7.2	Contributos deste estudo	243
7.3	Limitações e Pistas para futuras investigações.....	244
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		247
APÊNDICES		
APÊNDICE 2.1.....		277
APÊNDICE 5.1.....		283
APÊNDICE 5.2.....		292
APÊNDICE 6.1.....		296

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1	Mecanismos de governo das sociedades	35
------------	--	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 6.1	Relação entre as variáveis: TAMC e ID_GOVSoc	208
Gráfico 6.2	Relação entre as variáveis: TAMC e ID_InfV	214
Gráfico 6.3	Relação entre as variáveis: TAMC e ID_InfNV	218

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 2.1	Benefícios e Custos associados às diferentes Estruturas de Liderança	54
Quadro 3.1	Mensuração dos índices de divulgação auto construídos	91
Quadro 4.1	Estudos que utilizaram a variável “sistema legal”	102
Quadro 4.2	Estudos que utilizaram a variável “taxa de inflação”	103
Quadro 4.3	Estudos que utilizaram a variável “desenvolvimento económico”	104
Quadro 4.4	Estudos que utilizaram a variável “concentração da propriedade”	106
Quadro 4.5	Estudos que utilizaram a variável “participação dos administradores no capital”	110
Quadro 4.6	Estudos que utilizaram a variável “participação dos IQE no capital”	113
Quadro 4.7	Estudos que utilizaram a variável “tamanho do CA”	115
Quadro 4.8	Estudos que utilizaram a variável “independência do CA”	118
Quadro 4.9	Estudos que utilizaram a variável “estrutura de liderança”	122
Quadro 4.10	Estudos que utilizaram a variável “participação feminina no CA”	125
Quadro 4.11	Estudos que utilizaram a variável “remuneração com base em <i>stock options</i> ”	127
Quadro 4.12	Estudos que utilizaram a variável “comissão de auditoria”	128
Quadro 4.13	Estudos que utilizaram a variável “auditoria externa”	131
Quadro 4.14	Estudos que utilizaram a variável “grau de internacionalização”	133
Quadro 4.15	Estudos que utilizaram a variável “endividamento”	136
Quadro 4.16	Resumo das hipóteses formuladas.....	138
Quadro 5.1	Seleção das empresas que compõe a amostra	140
Quadro 5.2	Classificação das empresas por sector económico (em percentagem) ...	141
Quadro 5.3	Descrição do <i>Worldwide Governance Indicators</i>	148
Quadro 5.4	Variáveis dicotómicas da indústria, segundo o nível 1 do ICB.....	156
Quadro 5.5	Descrição das variáveis utilizadas no estudo dos determinantes da divulgação	158
Quadro 6.1	Caracterização do índice de divulgação de informação sobre governo societário	167
Quadro 6.2	Caraterização dos sub-índices de divulgação de informação de governo societário	168
Quadro 6.3	Caraterização dos sub-índices de divulgação Voluntária e Não Voluntária	171

Quadro 6.4	Incidência dos itens individuais do sub-índice CAG	172
Quadro 6.5	Incidência dos itens individuais do sub-índice CE.....	175
Quadro 6.6	Incidência dos itens individuais do sub-índice AGR	176
Quadro 6.7	Incidência dos itens individuais do sub-índice EP.....	178
Quadro 6.8	Incidência dos itens individuais do sub-índice CRE.....	179
Quadro 6.9	Incidência dos itens individuais do sub-índice TF	180
Quadro 6.10	Caracterização das variáveis macroeconómicas.....	182
Quadro 6.11	Teste de <i>Kolmogorov-Smirnov</i> (K-S).....	183
Quadro 6.12	Matriz de correlações bivariadas (Coeficientes de correlação de <i>Spearman</i>) Etapa 1	183
Quadro 6.13	Resultados das regressões ordinais <i>Logit</i> (Modelo 1).....	185
Quadro 6.14	Caracterização dos Conselhos de Administração.....	187
Quadro 6.15	Percentagem de empresas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO	191
Quadro 6.16	Percentagem de empresas que remuneram os membros do conselho de administração com base em <i>stock options</i>	191
Quadro 6.17	Percentagem de empresas que têm constituída uma Comissão de Auditoria	191
Quadro 6.18	Caracterização das Comissões de Auditoria	192
Quadro 6.19	Percentagem de empresas auditadas por uma BIG4	193
Quadro 6.20	Caracterização da Estrutura de Propriedade.....	194
Quadro 6.21	Percentagem de empresas em que o acionista controlador detém 50% ou mais do capital social	196
Quadro 6.22	Percentagem de empresas em que os membros do conselho de administração participam no capital social	196
Quadro 6.23	Grau de internacionalização das empresas.....	196
Quadro 6.24	Nível de endividamento das empresas	197
Quadro 6.25	Caracterização do número de anos desde que foi admitida à cotação....	197
Quadro 6.26	Matriz de correlações bivariadas (Coeficientes de correlação de <i>Spearman</i>) Etapa 2	199
Quadro 6.27	Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*OPC	201
Quadro 6.28	Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*BIG4	202
Quadro 6.29	Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*CAUD.....	202
Quadro 6.30	Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*AÇÕES_MCA.....	202
Quadro 6.31	Estatísticas do teste de Qui-Quadrado para OPC	203

Quadro 6.32	Estatísticas do teste de Qui-Quadrado para BIG4	203
Quadro 6.33	Estatística do teste de Qui-Quadrado – CAUD*AÇÕES_MCA.....	204
Quadro 6.34	Resultados das regressões ordinais <i>Logit</i> para ID_GOV Soc	205
Quadro 6.35	Resultados das regressões ordinais <i>Logit</i> para ID_InfV	212
Quadro 6.36	Resultados das regressões ordinais <i>Logit</i> para ID_InfNV.....	216
Quadro 6.37	Resumo dos resultados obtidos para as três variáveis dependentes (modelo 5).....	217
Quadro 6.38	Quadro resumo dos resultados obtidos e das teorias confirmadas	230
Quadro 7.1	Resumo dos principais resultados às questões de pesquisa.....	234

LISTA DE SIGLAS

AGR	- Auditoria e Gestão de Riscos
AIMR	- <i>Association for Investment Management and Research</i>
AcSB	- <i>Accounting Standards Board</i>
CA	- Conselho de Administração
CAG	- Conselho de Administração e Estrutura de Gestão
CALPERS	- <i>Califórnia Public Employees Retirement System</i>
CE	- Comissões Especializadas
CEO	- <i>Chief Executive Officer</i>
CGS	- Código de Governo das Sociedades
CGSP	- Código de Governo das Sociedades Português
CIFAR	- <i>Canadian Institute for Advanced Research</i>
CMVM	- Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
CRE	- Conformidade e Responsabilidade Empresarial
CSC	- Código das Sociedades Comerciais
CVM	- Código dos Valores Mobiliários
EIRIS	- <i>Ethical Investment Research Service</i>
EP	- Estrutura de Propriedade
EUA	- Estados Unidos da América
FASB	- <i>Financial Accounting Standards Board</i>
GSoc	- Governo das Sociedades
IASC	- <i>International Accounting Standards Committee</i>
IFRS	- <i>International Financial Reporting Standards</i>
IPCG	- Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
IQE	- Investidores Qualificados Estrangeiros
MCO	- Mercado de Cotações Oficiais
OCDE	- Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico
PIB	- Produto Interno Bruto

SEC	- <i>Securities and Exchange Commission</i>
SFAS	- <i>Statement of Financial Accounting Standards</i>
SGPS	- Sociedade Gestora de Participações Sociais
SOX	- <i>Sarbanes-Oxley Act</i>
SPSS	- <i>Statistical Package for Social Sciences</i>
TF	- Transparência Financeira
UE	- União Europeia
WGI	- <i>Worldwide Governance Indicator</i>

CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

1.1 Enquadramento geral

Esta tese de doutoramento tem por objetivo o estudo da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, a análise dos seus determinantes e evolução. A análise incide sobre as empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre os anos de 2005 a 2011, um mercado caracterizado por uma forte concentração da propriedade, ambiente legal com origem no direito civil e, um sistema menos eficiente de proteção aos acionistas.

Neste estudo a divulgação de informação é considerada um paradigma multidimensional composto por diversos fatores. A literatura sugere, de resto, que a divulgação de informação é um fenómeno complexo, atribuível não só às empresas, mas também a fatores de natureza cultural, legal, política e económica, e como tal, considera que a envolvente específica de cada país determina as características e as práticas divulgadoras das empresas. O tema da divulgação de informação empresarial é transversal a diversas disciplinas, de interesse para profissionais e académicos de diversas áreas, tendo originado um grande número de trabalhos teóricos e empíricos em diversas matérias – económica, comunicação, marketing, financeira, contabilística, organização de empresas, entre outras. Para responder à questão “porque divulgam as empresas informação relativa ao governo das sociedades?” são considerados diferentes fatores, relacionados com a envolvente macroeconómica das empresas, a estrutura de propriedade, as estruturas de gestão e de fiscalização das empresas e as características particulares das empresas.

O tema do governo das sociedades constitui o domínio de investigação do presente estudo, presumindo-se que a divulgação de informação representa, neste contexto, um elemento central para o bom funcionamento do governo das sociedades.

Por se considerar que a divulgação de informação é um paradigma multidimensional e por se considerar que o domínio do governo das sociedades apresenta algumas especificidades que o distinguem de outros contextos institucionais, procura-se neste estudo avaliar a multidimensionalidade da divulgação de informação pelas empresas portuguesas e a multidimensionalidade do governo das sociedades. Com base nestas duas

perspetivas será possível compreender melhor a divulgação de informação sobre as práticas de governo societário.

O governo das sociedades compreende um “conjunto de mecanismos de controlo interno e externo que procuram harmonizar os conflitos entre acionistas e gestores, resultantes da separação entre propriedade e controlo” (Berle e Means, 1932, p. 396), onde se incluem instrumentos que permitem avaliar e responsabilizar os gestores da sociedade pelo seu desempenho e administração. Sem os sistemas de controlo de governo das sociedades, os administradores mais facilmente tendem a desviar-se dos interesses dos acionistas. Como mecanismos de governo societário existem, entre outros, a estrutura de propriedade, o conselho de administração, a criação de uma comissão de auditoria, a estrutura de capital, a política de remuneração, a concorrência no mercado de produtos, a existência de mercados de aquisições hostis e a publicação regular de relatórios e outros documentos de comunicação por parte das empresas.

É com o objetivo de criar mecanismos de proteção dos interesses dos investidores, bem como, de facilitar o controlo dos órgãos de administração, por parte do mercado, que diversas entidades nacionais e supranacionais com poderes ao nível legislativo e regulamentar têm vindo a publicar os denominados “códigos de melhores práticas de governo das sociedades”. Em Portugal, desde 1999 até à presente data, as recomendações emitidas pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) sofreram uma evolução bastante significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à sua envolvente regulamentar. Com a publicação recente do Regulamento n.º 4/2013, de 18 de Julho e das Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades de 2013, existem hoje mais de 50 recomendações com impacto direto no governo das sociedades, em geral, e no governo das sociedades cotadas, em particular.

Em Portugal, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades (*comply*) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (*explain*). Este modelo de informação de origem britânica (*comply or explain*) é hoje imposto em termos europeus.

1.2 Motivações da investigação

Foram vários os motivos que estiveram na origem da escolha deste tema. Em primeiro lugar, prosseguir a linha de investigação iniciada com a dissertação de mestrado, procurando aprofundar o estudo do tema do governo das sociedades e dedicando uma atenção nova à temática da divulgação de informação. Também são fatores de motivação, a pertinência desta questão para o adequado funcionamento do mercado de capitais e a maior proteção dos investidores. Finalmente, o número diminuto de estudos teóricos e empíricos existentes sobre o governo das sociedades em Portugal, foi sem dúvida um importante incentivo para a escolha deste tema. Existe alguma literatura sobre esta temática, mas são escassos ou praticamente inexistentes os estudos e as pesquisas que analisam, em particular, os determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades em Portugal.

Este estudo é realizado num contexto caracterizado pela forte concentração da propriedade e pela existência de conselhos de administração dominados por representantes dos acionistas controladores, pelo que a sua análise poderá contribuir com novas perceções e possibilitar as comparações entre os países desenvolvidos da Europa continental.

Além disso, apesar da forte concentração da propriedade, o Código de Governo das Sociedades Português (CGSP) assenta no modelo anglo-saxónico “*comply or explain*”, onde a propriedade é relativamente dispersa. Isto coloca desde já uma questão que é a de tentar perceber se o CGSP pode, efetivamente, melhorar os padrões de governo das sociedades das empresas portuguesas cotadas em bolsa com estruturas de propriedade concentradas. Para tal contribui também a dimensão temporal da amostra (dados de 2005 a 2011).

Com efeito, a literatura recente tem versado a importância da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades (Lokman *et al.*, 2014; Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012; Samaha *et al.*, 2012; Ntim *et al.*, 2012; Al-Moataz e Hussaney 2012; Mallin e Ow-Young, 2012; Chan e Cheung, 2012; Pahuja e Bhatia, 2010) e o seu papel na melhoria da eficiência do mercado de capitais (Chen *et al.*, 2007; Healy e Palepu, 2001; Bushman e Smith, 2001), e do desempenho das empresas (Black *et al.*, 2006; Klapper e Love, 2004).

Alguns estudos que têm dedicado atenção à temática da divulgação de informação, assumem que os gestores dispõem de mais informações do que os investidores, sobre o valor dos resultados futuros esperados. Healy e Palepu (2001) admitem um conjunto de motivações contratuais, políticas ou de governo societário que impelem os gestores das empresas a divulgar mais informação do que a estritamente necessária. Por outro lado, a divulgação de informação também pode ocorrer face à exigência dos investidores, que procuram avaliar o risco associado ao grau de incerteza dos fluxos de caixa futuros, dos seus investimentos. Os gestores procuram, assim, responder às exigências do mercado, divulgando informação voluntária que permita aos investidores estimar o valor da empresa, simplificar a gestão da sua carteira de valores mobiliários, e realizar outras decisões de investimento (Meek *et al.*, 1995).

1.3 Objetivos e perguntas de investigação

Considerando a relevância e a atualidade do tema do governo das sociedades, este estudo tem como principais objetivos analisar a evolução, a extensão e os determinantes da divulgação de informação, relativa ao governo das sociedades, das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* no período entre 2005 e 2011. Em concreto este estudo coloca as seguintes perguntas de investigação:

- Qual a evolução e a extensão da informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas em bolsa, entre 2005 e 2011?
- Quais os fatores determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, considerando um índice de divulgação de informação global, um índice de divulgação de informação voluntária e um índice de divulgação de informação recomendada ou obrigatória?

Em resposta à segunda pergunta de investigação, consideramos um conjunto alargado de possíveis determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Para tal dividimos o presente estudo em duas etapas. Na primeira etapa analisam-se os fatores do contexto macroeconómico - sistema legal, inflação e desenvolvimento económico, que definem a consciencialização dos *stakeholders* para a importância do governo das sociedades e, portanto, o nível de pressão exercido sobre as empresas. Na

segunda etapa, analisamos os fatores relacionados com o governo das sociedades: (1) caraterizadores da estrutura de propriedade - concentração acionista, participações dos administradores no capital social e participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital social; (2) caraterizadores da estrutura de gestão e fiscalização das empresas - tamanho do conselho de administração e independência do conselho de administração, estrutura de liderança, participação feminina no órgão de administração, atribuição de planos de *stock options* aos administradores, existência de uma comissão de auditoria e qualidade da auditoria externa e, por fim, (3) caraterizadores das empresas – grau de internacionalização e nível de endividamento. Ou seja, analisam-se os fatores que determinam as respostas das empresas às pressões sociais e, portanto, o nível de divulgação das empresas.

Muitos destes fatores são interdependentes, na medida em que estão inter-relacionados, embora na maioria das vezes apareçam analisados separadamente. Se por um lado, o contexto macroeconómico influencia os fatores de governo societário, por outro lado, como sugerem as teorias da empresa, as características específicas de governo societário de cada empresa podem ser o reflexo das características do contexto macroeconómico. Por exemplo, as atividades de internacionalização das empresas estão intimamente relacionadas com as políticas macroeconómicas do país de origem (Dong e Stettler, 2011). Para Glaum *et al.* (2012), os incentivos ao nível das empresas são relativamente mais importantes do que os fatores macroeconómicos nos países com elevado nível de desenvolvimento económico e grandes instituições, enquanto nos países menos desenvolvidos ocorre o inverso.

Escolhemos como documentos de análise os relatórios e contas anuais e de governo das sociedades, publicados anualmente pelas empresas. Escolhemos estes documentos por constituírem o principal meio de difusão de informação aos *stakeholders* das empresas e, em particular, porque a publicação do relatório de governo das sociedades é obrigatória para todas as empresas de capital aberto ao investimento cotadas na *Euronext Lisbon*. Face à necessidade de divulgação de informação relativa ao governo das sociedades segundo a filosofia *comply or explain*, e da existência de um modelo de relatório sobre a

estrutura e as práticas de governo societário¹, a informação relativa ao governo das sociedades divulgada pelas empresas, não se pode considerar totalmente voluntária. Por essa razão, depois de construído o índice principal, optou-se por agrupar os mesmos itens de informação em duas outras categorias: (1) uma relativa a informação inteiramente voluntária, e outra, (2) relativa a informação recomendada pela CMVM e informação obrigatória, constante de outros normativos legais.

Definimos os seguintes objetivos específicos para dar resposta aos objetivos gerais e às perguntas formuladas:

- Apresentar os fundamentos teóricos do governo das sociedades;
- Explorar a relação entre a divulgação de informação e o governo das sociedades;
- Apontar algumas questões relevantes na pesquisa sobre o governo das sociedades e formular as hipóteses de estudo;
- Construir um índice de divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades em Portugal, tendo por base estudos empíricos prévios e as recomendações da CMVM sobre o governo societário;
- Caracterização da evolução do governo das sociedades em Portugal;
- Identificar os determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, utilizando o método de regressão ordinal *logit*.

1.4 Contributos da investigação

Com este estudo esperamos contribuir para a literatura relativa ao governo das sociedades. Não obstante tratar-se de uma problemática com uma relativa maturidade científica, particularmente, no panorama internacional, apresenta ainda algumas lacunas empíricas no contexto nacional. Em primeiro lugar, em Portugal, não se conhecem estudos que tenham analisado a relação entre a qualidade da estrutura de governo das sociedades e a

¹ De acordo com o Regulamento 4/2013, em vigor, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado sujeitas a lei pessoal portuguesa, devem divulgar um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário, de acordo com o modelo constante deste regulamento.

divulgação de informações sobre o governo das sociedades nos relatórios anuais, nem com base na construção de um índice que avalie a qualidade do governo das sociedades em Portugal. Também a nível internacional, são ainda escassos os estudos que analisaram esta relação.

Por outro lado, este estudo espera poder acrescentar à literatura mais ampla de governo das sociedades, a compreensão do grau de internacionalização das empresas e da participação feminina no órgão de administração ao contexto da divulgação de informação. Inclusivamente, o estudo utiliza em simultâneo um conjunto de mecanismos de governo das sociedades mais amplo que outros estudos anteriores, incluindo um índice de governo das sociedades originalmente concebido, variáveis macroeconómicas, variáveis relacionadas com a estrutura de propriedade, com as estruturas de gestão e fiscalização e com as características das empresas.

O principal índice utilizado neste estudo analisa um total de 82 itens de informação. Numa segunda fase, agruparam-se os mesmos itens de informação em duas outras categorias: (1) uma de informação totalmente voluntária, e outra, (2) de informação recomendada e informação obrigatória, a que correspondem respetivamente dois índices de divulgação. Este processo de distinção permite avaliar a sua evolução no período em análise. Permite ainda, distinguir quais os determinantes que influenciam as duas categorias de informação divulgadas.

Uma vez que, neste estudo procedemos à análise da informação divulgada, durante um período de sete exercícios económicos, entre 2005 e 2011, esperamos contribuir para o conhecimento da evolução verificada neste período nos níveis de divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. De referir que, neste período, as recomendações da CMVM sofreram uma evolução bastante significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à envolvente regulamentar. A análise temporal contribui ainda para a produção de resultados mais robustos.

Finalmente, este estudo permite contextualizar o tema do governo das sociedades no âmbito dos países desenvolvidos da Europa continental, em contraste com estudos desenvolvidos nos países anglo-saxónicos e (ou) aqueles desenvolvidos nos países

emergentes. Além disso, Portugal tem um ambiente legal baseado no direito civil, enquanto os países anglo-saxónicos possuem um ambiente legal baseado no direito comum.

1.5 Estrutura da tese

Além do presente capítulo introdutório, onde é feita a contextualização do tema de estudo, apresentando-se as motivações e os objetivos da pesquisa, a importância do estudo, a contribuição esperada e a estrutura do documento, este trabalho inclui duas partes interligadas e a conclusão. A primeira parte, relacionada principalmente com contribuições teóricas e revisão da literatura, inclui três capítulos. O capítulo dois introduz a problemática do governo das sociedades; o terceiro capítulo explora a relação entre a divulgação de informação e o governo das sociedades; o capítulo quatro analisa algumas questões relevantes na pesquisa sobre o governo das sociedades e identifica as hipóteses formuladas. A segunda parte da tese é dedicada às contribuições empíricas, incluindo dois capítulos, onde se apresentam a metodologia de investigação (capítulo 5) e, por fim, os resultados e a discussão dos dados (capítulo seis).

Por último, no capítulo sete, são apresentadas as conclusões do estudo.

Mais especificamente, no segundo capítulo apresenta-se a problemática do governo das sociedades, procedendo-se à análise dos principais desenvolvimentos teóricos e conceptuais relacionados com o tema investigado. Entre as teorias mais utilizadas encontramos a teoria dos custos de agência, a teoria da sinalização, a teoria dos *stakeholders*, a teoria do *stewardship* e a teoria institucional. Posteriormente, expõe-se os diferentes mecanismos de governo das sociedades, a que se segue um resumo do sistema de governo das sociedades existente em Portugal. Finalmente, abordam-se duas questões importantes: o problema dos custos de agência no âmbito das empresas familiares e, a diversidade de género nos conselhos de administração.

O capítulo três centra-se numa questão importante para o “bom” governo das sociedades: a divulgação de informação empresarial. Neste capítulo é apresentado o conceito e a importância da divulgação de informação empresarial, procedendo-se à distinção entre

divulgação voluntária e divulgação obrigatória de informação. Seguidamente, são analisadas as consequências económicas e os benefícios da divulgação de informação, e apresentadas algumas medidas para a sua mensuração. Terminamos este capítulo com uma abordagem teórica à divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

O capítulo quatro apresenta o modelo de pesquisa proposto. A partir da revisão da literatura são indicadas as principais premissas que estiveram na base das hipóteses formuladas. Serão, então, apresentadas as hipóteses que se pretendem testar no presente estudo.

No capítulo cinco, descreve-se o método de investigação e os procedimentos de análise empíricos. Assim, descreve-se a amostra que serve de base ao nosso estudo e são apresentadas as variáveis estudadas. Depois, é apresentado o índice de divulgação e as fases que envolveram a construção do índice de divulgação. Finalmente, é apresentado o método usado para testar o modelo e as hipóteses formuladas, e expostos alguns aspetos relevantes da técnica de regressão ordinal *logit*.

Em seguida, no capítulo seis, analisam-se e discutem-se os principais resultados empíricos obtidos neste trabalho. Portanto, na segunda secção apresentamos a análise descritiva dos índices e sub-índices de divulgação, na terceira secção apresentamos a descrição das variáveis explicativas, dos resultados da análise bivariada e da análise multivariada relativos à primeira etapa do estudo, e, por fim, na quarta secção apresentamos a descrição das variáveis explicativas, dos resultados da análise bivariada e da análise multivariada relativos à segunda etapa da investigação.

No último capítulo, encerra-se o estudo com as principais conclusões e contributos para o conhecimento. São discutidas algumas implicações práticas deste estudo e, para terminar, são apresentadas algumas linhas futuras de investigação.

CAPÍTULO 2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS SOBRE O GOVERNO DAS SOCIEDADES

2.1 Introdução

Este capítulo pretende apresentar os principais desenvolvimentos teóricos relacionados com as práticas de governo das sociedades. Tratando-se de um tema vasto e complexo a revisão da literatura que se inicia procura incidir nos eixos temáticos nos quais se desenvolve este campo do conhecimento.

A análise realizada no âmbito deste capítulo começa, em primeiro lugar (secção 2.2), pela apresentação do conceito de governo das sociedades. Em seguida (secção 2.3), são enunciadas diferentes teorias que servem de enquadramento teórico a este campo do conhecimento. Seguidamente (secção 2.4), são analisados alguns dos mecanismos de governo das sociedades – internos e externos. Posteriormente, é feito o enquadramento normativo e evolutivo do governo das sociedades (secção 2.5), introduzimos o problema de agência no âmbito das empresas familiares (secção 2.6) e, por fim, concluímos (secção 2.7) com a análise da diversidade de género nos conselhos de administração.

2.2 O conceito de Governo das Sociedades

O “governo das sociedades” é um conceito relativamente novo, quer nos debates públicos quer a nível académico, embora o seu estudo não o seja. O estudo tem as suas raízes nos trabalhos de, entre outros, Berle e Means (com a publicação em 1932 do livro “The Modern Corporation and Private Property”) e, mais cedo ainda, de Adam Smith (com a publicação em 1776 do seu livro “The Wealth of Nations”).

Shleifer e Vishny (1997) definem governo das sociedades como o conjunto de mecanismos através dos quais os fornecedores de recursos asseguram o retorno dos seus investimentos².

² Uma definição semelhante é apontada por La Porta *et al.* (2000).

Zingales (1998) refere que a afetação da propriedade, a estrutura de capital, os sistemas de incentivos dos gestores, os *takeovers*, os conselhos de administração, a pressão dos investidores institucionais, a competição no mercado de fatores, a estrutura organizacional, etc., podem ser vistos como instituições que afetam o processo através do qual as quasi-rendas são distribuídas. Consequentemente, Zingales (1998) define governo das sociedades como “*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents³ generated by a firm*” – ou seja, um conjunto de restrições que moldam a negociação *ex-post* dos resultados gerados pelas empresas⁴.

John e Senbet (1998) propõem uma outra definição, referindo que o governo das sociedades é um meio através do qual as várias partes interessadas (*stakeholders*) exercem o controlo da ação dos diretores e gestores da sociedade e, assim, protegem os seus interesses.

A Comissão de Mercado de Valores Mobiliários entende por governo das sociedades um sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2003). A CMVM não procura impor modelos rígidos e uniformes, mas antes contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e favorecer todas as pessoas com interesses na atividade societária – investidores, credores e trabalhadores. O governo das sociedades encerra, nessa medida, duas vertentes: no plano interno, envolve um conjunto de regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; no plano externo, respeita à avaliação do desempenho das sociedades, feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, domínio em que a atuação dos investidores institucionais apresenta importância capital.

As várias definições apresentadas surgem associadas à perspetiva do problema de agência, que ocorre quando existem conflitos de interesses entre acionistas, gestores,

³ “A quasi-rent represents the difference between what two parties generate together and what they can obtain in the marketplace” (Zingales, 1998) – uma quase renda representa a diferença entre o que as duas partes contratuais obtêm conjuntamente e o que podem obter no mercado de capitais.

⁴ Williamson (1994) apresenta uma definição semelhante.

credores e trabalhadores de uma empresa, originados pela separação entre a propriedade e o controlo.

Para efeitos deste estudo, entenderemos o governo das sociedades, em sentido amplo, como o conjunto de práticas que garantem a transparência e a igualdade nas relações entre gestores e acionistas, tendo como consequência direta a maximização do valor da empresa e a valorização do retorno do investimento para os acionistas. Além disso, a responsabilidade social intrínseca ao negócio passa a considerar os conflitos entre acionistas e restantes partes interessadas. Inclui-se, assim, no âmbito do governo das sociedades, as várias condicionantes internas e externas ao funcionamento da sociedade e a forma como são satisfeitas as diferentes partes interessadas na sociedade.

O fundo de pensão *California Public Employees Retirement System* (CALPERS) está associado à origem da aplicação do conceito de governo das sociedades, sendo reconhecido como o pioneiro no movimento de melhores práticas de governo das sociedades (Silveira, 2002). A falência de grandes empresas provocou gigantescos prejuízos e abalos no mercado financeiro internacional. Em contrapartida, o mercado tem vindo a questionar a forma de administração dos conflitos de interesses e a independência da auditoria, com o surgimento de propostas de desvinculação das atividades de auditoria das de consultoria. Esta exposição de evidências conduz à reflexão de que um importante instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais deva ser o governo das sociedades, pois proporciona segurança aos investidores, valoriza as empresas e reduz o custo de captação de fundos.

São várias as razões que contribuíram para o interesse crescente do governo das sociedades (Farinha, 2003):

- as revelações de importantes escândalos financeiros, de negócios mal sucedidos, a divulgação do pagamento de elevadas quantias aos gestores e, mais recentemente, o número elevado de fraudes contabilísticas praticadas pelos gestores (ex. Enron nos EUA);
- a adoção de medidas que impedem o êxito das ofertas públicas de aquisição;

- a comparação dos sistemas de governo das sociedades dos vários países do mundo, especialmente entre os EUA, a Alemanha e o Japão (Shleifer e Vishny, 1997).

Sendo o conceito de governo das sociedades, como se referiu, bastante amplo e complexo, desenvolveram-se ao longo do tempo várias teorias tendentes a enquadrar este tema. As teorias mais relevantes no âmbito dos estudos do governo das sociedades são a teoria da agência, a teoria dos custos de transação, dos *stakeholders* e teoria do *stewardship*. Na secção que se segue, são apresentadas estas teorias e as teorias da sinalização, da legitimidade, dos custos de propriedade e a teoria institucional, no âmbito do tema da divulgação de informação.

2.3 Diferentes teorias relacionadas com a divulgação de informação

Muito embora sejam várias as teorias que procuram explicar as práticas de divulgação de informação por parte das empresas, os principais desenvolvimentos têm-se centrado na teoria da agência, sendo não só a mais desenvolvida, mas aquela onde assentam grande parte dos processos e modelos de governo das sociedades. O tema do governo das sociedades mantém uma estreita relação com áreas tão diferentes como o direito, a economia, as finanças, o comportamento organizacional, a gestão, a ética e a política, e por isso, é desejável a articulação das várias teorias, na medida em que nenhuma destas consegue explicar isoladamente os incentivos inerentes à divulgação voluntária de informação. Assim, à semelhança de outros estudos (Haniffa e Hudaib, 2006; Ntim *et al.*, 2012; Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012), é adotado um quadro teórico alargado na análise da divulgação de informação sobre o governo das sociedades para uma maior compreensão do assunto.

Segundo Lopes e Rodrigues (2007) as teorias da agência e da sinalização, com forte impacto nos mercados de capitais mais desenvolvidos, terão menor impacto no caso português, caracterizado por uma forte concentração da propriedade nas mãos das famílias e cujas políticas de financiamento são orientadas para os bancos.

2.3.1 A teoria da agência

O problema da agência foi, primeiramente, analisado por Jensen e Meckling (1976)⁵ e recebeu importantes contribuições de Fama e Jensen (1983a) e (1983b). Este problema ocorre quando os gestores não atendem ao princípio da maximização do valor dos acionistas e tomam decisões com o intuito de maximizar a sua utilidade pessoal.

A teoria da agência enfatiza a essência contratual das empresas. Segundo Jensen e Meckling (1976) a visão contratual assenta na ideia de que “a empresa é simplesmente uma forma de ficção legal que serve como um *nexus* de relações contratuais entre indivíduos, sendo também caracterizada pela existência de um conjunto de direitos residuais (*residual claims*) sobre os ativos e os *cash-flows* da empresa e que, normalmente, podem ser vendidos sem a necessidade de permissão dos restantes contratantes”. Quer isto dizer que uma empresa não é um indivíduo, mas uma forma de “ficção legal” que resulta de um processo no qual os conflitos de interesses são colocados em confronto dentro do quadro de relações contratuais. Neste sentido, o comportamento da empresa é comparado ao comportamento do mercado, isto é, o resultado de um processo complexo de equilíbrio.

Jensen e Meckling (1976, 308) definem a relação de agência como “o contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) incumbem a outra pessoa (o agente) de realizarem algum tipo de serviços em seu favor, envolvendo a delegação ao agente de alguma autoridade para tomar decisões”. Segundo os autores, como ambas as partes da relação são, por hipótese, maximizadoras da utilidade, existem razões para acreditar que o agente não agirá sempre em função dos interesses do principal. Se por um lado o principal (acionista) procura que o agente (gestão) maximize o valor da empresa, por outro lado o agente pode estar centrado na maximização do seu benefício. Por exemplo, a gestão pode utilizar o capital investido pelos acionistas para obter benefícios pessoais, para fixar

⁵ Jensen e Meckling (1976) procuram dar uma nova perspectiva ao estudo da relação de agência, acrescentando alguns aspectos comportamentais relacionados com a gestão e oferecendo uma nova visão sobre a estrutura de capital à qual chamaram teoria da estrutura de propriedade (*ownership structure*).

salários demasiado elevados ou tomar decisões de investimento prejudiciais aos interesses dos investidores.

Segundo a teoria da agência a relação entre principal e agente caracteriza-se por:

- assimetria de informação – o agente dispõe de mais informação sobre o detalhe das tarefas a executar do que o principal;
- conflitos de interesses entre as partes envolvidas (principal e agente);
- existência de comportamentos oportunistas por parte dos agentes que conduzem a custos mais elevados para o principal.

A divergência de interesses entre o agente e o principal pode resultar em problemas de “seleção adversa⁶” e risco moral. O problema da “seleção adversa” é criado pela informação assimétrica, nomeadamente a incapacidade do principal avaliar corretamente a informação revelada pelo agente. Esta situação de privilégio permite ao agente atuar em seu benefício e em prejuízo do principal. O problema do risco moral ocorre quando a ação do agente não é observável, tornando-se mais difícil exigir um comportamento adequado. Para Leventis e Weetman (2004), os efeitos da seleção adversa podem ser reduzidos através da divulgação voluntária de informação.

Gomez-Mejia e Wiseman (2007) argumentam que existem ainda outros fatores responsáveis pelos problemas de agência, tais como: o contexto social em que atuam o agente e o principal e os mecanismos de controlo. Segundo os autores, as raízes culturais e o contexto social em que o agente opera que influenciam a sua consciência e o seu comportamento individual. Acrescem ainda, que quanto menor for a capacidade de programação das tarefas do agente, maior será a necessidade de controlo da atuação do agente.

⁶ Akerlof (1970), identificou e analisou o problema da assimetria de informação no contexto da venda de carros em segunda mão, no qual os vendedores sabem melhor que os compradores, a qualidade dos carros que vendem. Segundo Akerlof se existem bons e maus carros em segunda mão, mas os compradores não conseguem discriminá-los, ambos são vendidos ao mesmo preço médio (seleção adversa). Consequentemente, os bons carros saem do mercado.

Na relação entre o principal e o agente, o principal pode limitar as divergências, atribuindo incentivos ao agente e, em seguida, supervisionando o seu comportamento. Desta forma, o principal incorre em custos na tentativa de alinhar os interesses do agente com os seus, os quais são chamados de custos de agência⁷. Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma das despesas de supervisão (*monitoring*) por parte do principal para limitar o comportamento oportunista do agente, das despesas com a concessão de garantias contratuais (*bonding costs*) por parte do agente, e das perdas residuais.

A teoria da agência pressupõe a existência de custos de agência provenientes da relação contratual entre as partes envolvidas. Neste sentido, a divulgação de informação desempenha um papel importante no âmbito da gestão dos contratos entre agente e principal. Assim, se por um lado, o principal suporta custos de monitorização que lhe permitem aumentar o seu conhecimento sobre a ação do agente, por outro lado, tal situação encoraja o agente a divulgar informação adicional para assim, mostrar ao principal que está a agir de acordo com os seus interesses.

A consideração do tipo de estruturas organizacionais mais comuns em Portugal, caracterizadas por uma esmagadora maioria de pequenas e médias empresas⁸ e uma forte concentração da propriedade, conduz a alterações, no modo de analisar as relações de agência. Chung (1993) salienta que nas empresas em que existe sobreposição dos papéis de agente e principal, o risco moral é mais elevado, pois não existe um agente moderador da ação do principal. Para Vilabella e Silvosa (1997), a probabilidade de ocorrência de problemas de “seleção adversa” ou “risco moral” é mais acentuada, no contexto das pequenas e médias empresas, em consequência da maior assimetria de informação.

Em empresas com o capital mais concentrado, os administradores estão mais próximos do(s) acionista(s) controlador(es), uma vez que este(s) tem o poder de determinar a sua composição, sendo os cargos de topo frequentemente ocupados por este(s), por membros

⁷ Em Portugal, dado que a concentração da propriedade é elevada, o conflito entre accionistas e gestores tende a ser reduzido, uma vez que, muitas vezes, são os proprietários que ocupam as funções de administração das empresas.

⁸ Em 2013, segundo dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), 99,9% das empresas não financeiras em Portugal enquadravam-se na categoria de pequenas e médias empresas (PME).

da família que detém o controlo ou por amigos. Esta proximidade, por um lado, torna mais eficiente o controlo da administração e permite que os incentivos estejam, à partida, mais alinhados, uma vez que administradores e acionistas controladores são frequentemente a mesma pessoa, existindo uma vontade única de criar valor para a empresa a médio e longo prazo (Abreu, 2013). Por outro lado, permite beneficiar os acionistas controladores em detrimento dos pequenos accionistas. Pese embora, os problemas de comportamento oportunista da administração seja pouco relevante nas empresas de elevada concentração acionista a possibilidade de extração de benefícios privados pelo accionista controlador é um risco potencial. Em Portugal, a elevada concentração da propriedade num número reduzido accionistas é, ainda, potenciada pela limitada proteção dos acionistas minoritários, o que facilita a extração de benefícios pelo acionista controlador. A concentração da estrutura acionista pode, ainda, conduzir a uma avaliação ineficiente do risco e a uma menor propensão para investir em projetos potencialmente lucrativos (Fama e Jensen, 1985). Além disso, os accionistas controladores podem nomear pessoas politicamente bem relacionados para a administração de topo sem a devida atenção para a sua capacidade para desempenhar essas funções (Haniffa e Hudaib, 2007). Tais práticas podem ter um impacto adverso sobre a divulgação voluntária de informação e o desempenho financeiro das empresas. Assim, a aplicação do quadro teórico da agência torna-se importante no contexto português.

A teoria da agência tem sido aplicada no estudo da divulgação de informação sobre o governo das sociedades (Lokman *et al.*, 2012; Mallin e Ow-Yong, 2012; Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012). Existem ainda vários estudos que analisam o impacto do governo das sociedades na divulgação de informação (Ho e Wong, 2001; Eng e Mak, 2003; Cheng e Courtenay, 2006; Lim *et al.*, 2007; Akhtaruddin *et al.*, 2009; Allegrini e Greco, 2013). Os resultados encontrados sugerem que a promoção de estruturas sólidas de governo das sociedades encorajam o aumento da transparência da informação divulgada pelas empresas. Chakroun e Matoussi (2012) analisam a relação entre os mecanismos internos e externos de governo das sociedades (estrutura de propriedade, composição do conselho de administração) e a divulgação voluntária de informação nos relatórios e contas anuais, para uma amostra de empresas da Tunísia. Os resultados

corroboram a hipótese de que os mecanismos de governo das sociedades, internos e externos, beneficiam a divulgação de informação por parte das empresas.

2.3.2 A teoria dos custos de transação⁹

O princípio desta abordagem, cuja origem remonta aos estudos de Coase realizados em 1937 (Williamson e Masten, 1999), pretendia analisar em que circunstâncias os movimentos de integração vertical, bem como a realização de contratos que limitam substancialmente a conduta das partes e/ou estabelecem vínculos de reciprocidade, têm como objetivo a criação de ganhos de eficiência, e não algum tipo de limitação da concorrência. Williamson (1994) define custos de transação como sendo “os custos de funcionamento do sistema económico”. Por outras palavras, os custos de transação são gastos que surgem das interações entre agentes económicos, em virtude de problemas de coordenação.

Como ponto de partida para a compreensão das transações procura-se perceber o comportamento dos agentes envolvidos. São de destacar dois fatores importantes: a racionalidade limitada e o oportunismo. O conceito de racionalidade limitada (*bounded rationality*) é entendido como uma limitação dos agentes económicos em prever e descrever todas as contingências que possam acontecer futuramente. Assim, os contratos completos são inviáveis, possibilitando a existência de atitudes oportunistas de ambas as partes devido às imperfeições dos termos contratuais.

Por outro lado, a possibilidade de se verificarem conflitos na adaptação das relações contratuais a eventuais imprevistos é ampliada pelo aparecimento de comportamentos oportunistas, seja pela via da obtenção de benefícios privados para os gestores em detrimento dos acionistas, seja pela manipulação ou ocultação de informações e/ou intenções relativamente à outra parte da transação¹⁰.

⁹ Tradução do termo *economics of transaction costs*.

¹⁰ Assim, Williamson (1994) conclui que a necessidade de implementar esforços para evitar ou atenuar o oportunismo e os seus efeitos constitui um factor gerador de custos de transação, visto que, se as condutas dos agentes pudessem ser consideradas fiáveis, a mera promessa de manter a relação contratual, conforme estabelecido inicialmente, seria o suficiente para possibilitar a adaptação da transação a qualquer evento imprevisto.

Para Williamson (1994), as principais implicações das hipóteses comportamentais já referidas são: (1) os contratos, mesmo os complexos, são necessariamente incompletos; (2) a confiança entre as diversas partes envolvidas não pode ser unicamente estabelecida a partir da existência de um contrato, pois todo o contrato implica riscos; e (3) é possível acrescentar valor através de outras formas organizacionais que procurem minimizar a racionalidade limitada e defender as transações contra o oportunismo dos agentes envolvidos.

O autor identifica dois tipos de custos de transação: os custos gerados antes da transação, *ex-ante*, como a elaboração e a negociação dos contratos, e os custos *ex-post*, originados após a concretização do negócio, de monitorização das imposições contratuais, de resolução de conflitos que possam existir e de readaptação dos termos contratuais às novas circunstâncias.

Os custos *ex-ante* verificam-se, essencialmente, nos casos em que é difícil estabelecer as condições pré-contratuais, de forma que a transação seja efetuada de acordo com os parâmetros planeados e esperados. O problema principal encontra-se na definição do próprio objeto de transação, o que exige longas negociações para garantir a qualidade e as características desejadas do bem ou serviço transacionado ou, ainda, para evitar problemas com o pagamento.

A teoria dos custos de transação enfatiza os custos de transação *ex-post*. Segundo Williamson, tais custos assumem quatro formas possíveis: (1) custo de inadaptação, quando a transação não se processa conforme planeado; (2) custos associados ao esforço de corrigir os problemas de desalinhamento *ex-post*; (3) custos de instalação e manutenção das estruturas de governo que gerem as transações; (4) custos necessários para garantir o cumprimento efetivo do acordo.

Neste contexto, importa referir que a realização de transações de compra e venda nos mercados pode gerar custos não negligenciáveis associados à impossibilidade de

realização de contratos completos. Logo, quanto menor a especificidade dos ativos¹¹, menor a incerteza e maior a frequência das transações e conseqüentemente menores serão os custos associados à utilização do mercado enquanto mecanismo coordenador das interações mercantis.

O desenvolvimento de instituições especificamente direcionadas para a gestão e coordenação das transações resulta, então, do esforço dos agentes envolvidos em diminuir os custos mencionados. Para isso, procuram criar “estruturas de gestão” (*governance structures*) apropriadas, percebidas como estruturas contratuais – explícitas ou implícitas – no âmbito das quais se realiza a transação. Estas “estruturas de gestão” equivalem a formas institucionais particulares (de mercado, hierárquicas ou híbridas), que diferem em termos de mecanismos de incentivo e de controlo de comportamentos, e possuem capacidades distintas em termos de flexibilidade e adaptabilidade.

Williamson (1988) procurou esclarecer em que pontos é que a teoria da agência e a teoria dos custos de transação seriam convergentes ou divergentes. Na perspetiva deste autor, os aspetos convergentes seriam:

→ *Discricionariade da gestão*: muito embora a teoria dos custos de transação encare a empresa como uma estrutura de governo e a teoria de agência veja a empresa como um *nexus* de contratos (contrariamente à teoria neoclássica que considera a empresa como uma função de produção cujo objetivo principal é a maximização dos lucros), os pressupostos comportamentais em que se fundamentam (racionalidade limitada, oportunismo, informação assimétrica, riscos morais, entre outros) são os mesmos, embora sejam designados de forma diferente.

→ *Eficiência contratual*: ambas as abordagens reconhecem as dificuldades que existem em redigir contratos completos. Contudo, mesmo sabendo das dificuldades práticas, as partes envolvidas procuram fazer o melhor possível, sabendo que terão que redefinir incentivos, reorganizar as “estruturas de gestão”, corrigir possíveis erros e adaptarem-se

¹¹ Williamson (1994) define especificidade de activos como “investimentos duráveis realizados para viabilizar determinadas transações e que não podem ser reutilizadas por causa da eventual perda do seu valor”.

de forma mais efetiva às mudanças inesperadas. Assim, a teoria de agência concentra-se, essencialmente, nas cláusulas *ex-ante*, e a teoria dos custos de transação concentra-se nas estruturas *ex-post*.

→ A teoria de agência e a teoria dos custos de transação estão alicerçadas no princípio de seleção natural, princípio que assenta na capacidade de as empresas reduzirem os custos (de agência ou de transação) realizando “contratos eficientes dentro das organizações”.

Quanto aos principais aspetos divergentes, eles seriam:

1. *Unidade de análise*: enquanto a teoria de agência foca a atenção nos indivíduos, a teoria dos custos de transação analisa a eficiência das organizações por meio da análise das transações. Desta forma, o interesse desta última opção é alinhar as transações (que diferem nos seus atributos) com as “estruturas de gestão” (cujos custos e competências também diferem), de uma forma diferenciada (que permita reduzir os custos de transação). Entre as várias formas pelas quais as transações podem diferir, a mais importante, para Williamson (1988), é a especificidade dos ativos. Ou seja, o quanto aquele ativo é relevante para uma determinada transação.

2. *Custos de agência versus custos de transação*: enquanto a teoria de agência procura determinar *ex-ante* os custos de agência, a teoria dos custos de transação dá importância aos custos *ex-post* (supra citados).

3. *Preocupação organizacional*: o cuidado com a redação de cláusulas *ex-ante* e a consequente predisposição para resolver judicialmente quaisquer desavenças indicam a ausência de definição organizacional num primeiro plano de preocupações da teoria de agência. Para a teoria de custos de transação, as soluções definidas nos tribunais não são eficazes e só devem ser levadas a cabo em última instância.

Em suma, a teoria dos custos de transação e a teoria da agência têm mais pontos em comum do que diferenças em relação à essência contratual das empresas e à necessidade de um sistema de governo das sociedades que regule a relação entre os gestores e os acionistas. Em contrapartida, os seguidores da teoria dos *stakeholders* consideram que

esta relação deve ser mais abrangente, devendo considerar os interesses de todas as partes envolvidas na empresa. A teoria dos *stakeholders* é analisada na secção seguinte.

2.3.3 A teoria dos *stakeholders*

A teoria dos *stakeholders* argumenta que existem outros grupos - credores, empregados, clientes, fornecedores, sociedade, governo, grupos de interesse - de quem a empresa é responsável, para além dos acionistas (Freeman e Reed, 1983). Freeman e Reed (1983) sugerem que os gestores das empresas deveriam desenvolver novos conceitos, processos e técnicas para analisar o impacto estratégico dos *stakeholders* na empresa. Acrescentam ainda que os *stakeholders* devem participar no processo de tomada de decisão e que, por sua vez, o conselho de administração deve ter a responsabilidade de gerir os diferentes interesses dos *stakeholders*, perante a existência de várias combinações possíveis do poder de voto, do poder económico e poder político no âmbito do sistema de governo das sociedades. Esta visão é corroborada por Freeman e Evan (1990), que conceptualizam a empresa como um conjunto de contratos multilaterais entre todos os *stakeholders*. No entanto, estes argumentam que a visão contratual da empresa não é, provavelmente, suficiente para explicar completamente o desenvolvimento das empresas modernas. Outros conceitos e teorias são necessários para complementar e reforçar a teoria dos contratos viáveis.

Na perspetiva de Donaldson e Preston (1995), a teoria dos *stakeholders* pode ser caracterizada como descritiva, instrumental, normativa e relevante para a gestão. É descritiva porque descreve, e por vezes explica, os comportamentos específicos e as características das empresas. É instrumental, na medida em que permite identificar as ligações entre a gestão dos *stakeholders* (*stakeholder management*) e a realização dos objetivos das empresas, em termos de desempenho convencional (rendibilidade, crescimento, estabilidade, etc.). Pretende descrever o que poderá acontecer perante determinados comportamentos das empresas. O carácter normativo é utilizado para interpretar a função da empresa, incluindo a identificação de princípios morais ou filosóficas que norteiam a gestão da mesma. Finalmente, é relevante para os gestores

porque, porque também recomenda atitudes, estruturas, e práticas que, tomadas em conjunto representam a “*stakeholder management*”.

Donaldson e Preston (1995) salientam ainda que a teoria dos *stakeholders* não determina que todos os interessados na empresa estejam igualmente envolvidos em todos os processos e decisões da empresa; não quer isto dizer que eles não possam (ou não devam) ser identificados. Para os autores é essencial fazer a distinção entre os *stakeholders* que influenciam e os que estão interessados na empresa (os grandes investidores, por exemplo, podem ser ambos).

Jensen (2001) também concorda com a teoria dos *stakeholders* sobre a atenção que deve ser dispensada a qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou ser afetado pelo desenvolvimento das atividades organizacionais. Considera, no entanto, que esta teoria é imperfeita porque viola a proposição de que qualquer organização deve ter apenas um objetivo principal: a maximização do valor de mercado da empresa. Acrescenta ainda, que as empresas que adotam a teoria dos *stakeholders* acabam por confrontar-se com problemas de liderança, conflitos, ineficiências e, possivelmente, com o próprio fracasso.

Jensen (2001) propõe, entretanto, uma abordagem que designa por “*enlightened value maximization*” ou “*enlightened stakeholder theory*”, que permite, a longo prazo, que uma empresa possa avaliar o desempenho do gestor tendo por base o critério da maximização do valor de mercado. Esta abordagem, por um lado, admite que uma organização não consegue criar riqueza se ignorar os interesses dos seus *stakeholders*, mas, por outro, acentua que nenhum *stakeholder* pode ver os seus interesses integralmente satisfeitos, pelo que é indispensável gerir os *tradeoffs* entre os vários grupos em competição. Ao reconhecer que uma empresa não consegue criar riqueza ignorando os interesses dos seus *stakeholders*, Jensen procura resolver os problemas resultantes da multiplicidade de interesses, através da especificação de um objetivo principal: a maximização do valor de mercado da empresa a longo prazo.

Refletindo sobre a aplicação desta teoria ao contexto português, podemos perceber a existência de impedimentos à sua efetividade. Como referimos anteriormente, o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades assenta na

filosofia “*comply or explain*”. Este modelo de informação funciona perfeitamente em contextos sociais em que estrutura de propriedade das empresas é dispersa. Em Portugal, onde as empresas cotadas são caracterizadas pela forte concentração da estrutura acionista, a tendência será em privilegiar os grandes acionistas, ignorando os interesses dos *stakeholders*.

2.3.4 A teoria do *stewardship*

A teoria do *stewardship* desenvolvida nos finais dos anos noventa, tentou responder às incertezas levantadas pela teoria da agência, definindo as relações com base em premissas comportamentais (Donaldson e Davis, 1991). Davis *et al.* (1997) alargam o entendimento da teoria do *stewardship* através das dimensões psicossociais. Sugerem que os gestores valorizam mais os aspetos de auto realização, prestígio, realização profissional, responsabilidade, altruísmo, crenças, respeito pela autoridade e a motivação intrínseca pela satisfação na realização das suas tarefas.

A teoria do *stewardship* assume que os gestores podem ser menos oportunistas e egoístas do que o evocado, podendo de facto estar interessados em contribuir para um bem coletivo, acreditando que o seu desempenho transparente servirá os interesses da organização (Donaldson e Davis, 1991). Sugere, portanto, que os gestores são de confiança (Siebels e Knyphausen-Aufseb, 2012). Os gestores maximizam o desempenho da organização, trabalhando sob a premissa de que tanto administradores quanto acionistas querem o benefício da organização. Sentem-se motivados para responder aos interesses da organização, porque acreditam que podem beneficiar se a organização prosperar.

Os pressupostos mais importantes desta abordagem teórica são os seguintes: (1) os interesses dos agentes estão alinhados com os interesses dos proprietários (Davis *et al.*, 1997); (2) no pressuposto que os gestores são de confiança, a estrutura de liderança do conselho de administração mais adequada é a que propõe a acumulação das funções de CEO e de Presidente do conselho de administração (Donaldson e Davis, 1991; Siebels e Knyphausen-Aufseb, 2012). Com efeito, os gestores têm acesso a informações

privilegiadas sobre a empresa, o que os torna altamente competentes para trabalhar em prol da empresa (Nicholson e Kiel, 2007); e (3) os gestores procuram maximizar o valor das empresas utilizando eficazmente os seus recursos (Davis *et al.*, 1997; Nicholson e Kiel, 2007). Desde logo porque, a forma como utiliza esses recursos pode afetar a sua reputação e as perspetivas de carreira futura. Tendo em vista os argumentos referidos, a teoria do *stewardship* pode contribuir para a melhoria do governo das sociedades.

De acordo com a discussão anterior, a teoria do *stewardship* diverge da teoria da agência, em particular, porque sugere que a confiança mútua entre *insiders* e proprietários limita os problemas de agência (Davis *et al.*, 1997; Nicholson e Kiel, 2007). Os seguidores da teoria de *stewardship* tendem a eliminar as estruturas de controlo, porque as entendem como desnecessárias, daí que um bom sistema de governo das sociedades é aquele que é capaz de transferir a máxima autonomia para os gestores.

O Código de Governo das Sociedades Português recomenda que “o conselho de administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efectiva capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da actividade dos membros executivos” e, que de entre os administradores não executivos do conselho de administração “deve contar-se um número adequado de administradores independentes, tendo em conta a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista, que não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores” [recomendações II.1.2.1 e II.1.2.2, do CGS de 2010]. Além disso, o código de governo das sociedades recomenda que “caso o presidente do conselho de administração exerça funções executivas, o conselho de administração deve encontrar mecanismos eficientes de coordenação dos trabalhos dos membros não executivos, que designadamente assegurem que estes possam decidir de forma independente e informada”, divulgando-os no relatório de governo da sociedade [recomendação II.2.3, do CGS de 2010]. Assim, o código de governo das sociedades tem como objetivo melhorar a prestação de contas por parte das empresas, aumentando a supervisão e o acompanhamento da gestão. Isto contrasta diretamente com os pressupostos da teoria do *stewardship*, que sugere que os gestores são pessoas confiáveis e isentos de qualquer tipo de controlo. Não obstante, será apropriado utilizar a teoria do *stewardship* no contexto empresarial português, onde as estruturas de propriedade familiar são comuns, sendo também comum a nomeação das

peças da família para o conselho de administração. Pelo que, é provável considerar o CEO e os membros do conselho de administração nomeados pessoas confiáveis (Siebels e Knyphausen-Aufseb, 2012).

2.3.5 A teoria da sinalização

O estudo de Akerlof (1970) constitui uma importante referência teórica neste domínio na medida em que procura caracterizar o desempenho do mercado de capitais a partir do conceito de informação incompleta e assimétrica. Este estudo mostra que a assimetria de informação conduz à ineficiência do mercado (fenómeno de anti-selecção) e que os disfuncionamentos associados ao problema da qualidade de informação conduzem os atores a incorrer em custos associados à produção de informações complementares (sinais) e tentar compensar esta ineficiência do mercado.

Na sequência dos trabalhos de Akerlof, Spence (1973) mostrou que os agentes económicos melhor informados podem sinalizar as suas informações privadas aos agentes económicos menos informados. Esta perspetiva teórica pressupõe que em muitas das relações contratuais, uma das partes dispõe de mais informação que a outra sobre informações relevantes. Esta teoria permite compreender algumas das motivações inerentes à divulgação voluntária de informação.

Fazendo a analogia, a partir do conceito estabelecido por Spence (1973), para o mercado de capitais, é possível compreender melhor as motivações dos gestores em sinalizar ao mercado a qualidade da sua empresa. Desta forma diferenciam-se das restantes empresas e permitem que os investidores e os credores avaliem a sua capacidade de criação de riqueza e reduzam o risco que lhe está associado (Botosan, 1997; Watson *et al.*, 2002).

A emissão do sinal é uma resposta ao problema de seleção adversa observado por Akerlof. A falta de informação aumenta o risco de compra e empurra os produtos de melhor qualidade para fora do mercado. Ocorre a seleção adversa: no limite só ficam no mercado os produtos de menor qualidade.

Este fenómeno de seleção adversa impede o funcionamento correto dos mercados de capitais. Em condições ideais, o problema de seleção adversa (possibilidade de escolher uma empresa incompetente ou desonesta) teria que solucionar-se através do princípio de divulgação total, segundo o qual, não é possível ocultar informação privilegiada aos mercados de capitais.

A resposta do mercado aos sinais emitidos pelos gestores de uma empresa depende de uma série de fatores como: a credibilidade do sinal (significa que a qualidade da empresa é verificável; quando o sinal é falso e revelado, as divulgações futuras deixam de ser credíveis), a sua relevância em relação à determinação da distribuição dos futuros retornos do capital, assim como a disponibilidade e propriedade dos sinais alternativos. A sinalização exige da gestão medidas que convençam o mercado do valor da empresa, o que implica incorrer em custos (Watson *et al.*, 2002; Macagnan, 2007)

Estes custos divergem dos custos de agência e recaem sobre os gestores, pelo que os gestores têm incentivos para assinalar (sinal) a maior qualidade da empresa. No entanto, se a empresa apresenta um desempenho inferior à média do sector, são os investidores que suportam os custos de assimetria de informação, e não os gestores, porque na falta de sinais, em princípio, o mercado valoriza a empresa como uma média empresa.

Em suma, a divulgação voluntária de informação por parte de uma empresa e o facto de submeter as contas a uma auditoria, podem ser considerados como instrumentos para reduzir os conflitos de interesses e conseqüentemente os custos de agência, mas também podem ser vistos como mecanismos para assinalar ao mercado a melhor posição competitiva de uma empresa face aos concorrentes.

Existem outras teorias que explicam a divulgação voluntária de informação, cabe assinalar a este efeito a teoria da legitimidade e a teoria dos custos de propriedade. Analisamos em seguida as duas teorias.

2.3.6 A teoria da legitimidade

Embora muitos investigadores empreguem o termo legitimidade, poucos são aqueles que o definem com clareza (Suchman, 1995). A teoria da legitimidade é definida como “uma percepção generalizada ou assunção de que as ações de uma entidade são desejáveis, adequadas ou apropriadas dentro de um qualquer sistema, socialmente construído, assente em normas, valores, crenças e definições” (Suchman, 1995, 574). No mesmo sentido, a legitimidade significa para Lindblom (1994) “uma condição ou um estatuto que se verifica quando o sistema de valores de uma entidade se adequa ao sistema de valores maior ao qual pertence a entidade” (Gray *et al.*, 1996). Quando existe uma disparidade real ou potencial entre os dois sistemas de valores, existe uma ameaça sobre a legitimidade da empresa. O ponto comum fundamental nas duas definições é que a legitimidade apenas existe quando as ações de uma empresa são consideradas aceitáveis no sistema social de que fazem parte. Como nota Ghazali (2007) a existência e a sobrevivência das empresas depende da sua legitimação por parte da sociedade. A legitimidade “depende de uma audiência coletiva e não de observadores particulares” (Suchman, 1995, 586).

Esta teoria considera que as empresas têm que continuamente dar sinais da legitimidade das suas ações e de que estas estão de acordo com os limites e as normas da sociedade que integram. Os limites e as normas sociais da envolvente alteram-se constantemente, pelo que as empresas têm que se adaptar permanentemente. Neste âmbito, surge o conceito de “contrato social”, explícito ou implícito, utilizado para representar as expectativas que a sociedade tem relativamente à forma como a empresa deve conduzir as suas operações (Brown e Deegan, 1998). As empresas serão penalizadas se não operarem segundo as expectativas da sociedade que integram.

A teoria da legitimidade compreende dois níveis de observação macro ou institucional e micro ou organizacional. O primeiro observa a questão da legitimidade do “sistema” como um todo e o segundo preocupa-se com a legitimidade das organizações individuais dentro do sistema capitalista (Gray *et al.*, 1996). Sob a instância da legitimidade organizacional, a relação entre uma empresa e a sociedade onde esta se insere é observada a partir de um quadro de dependência de recursos. Neste contexto, Tilling e Tilt (2010)

afirmam que a legitimidade é um recurso que as empresas se esforçam continuamente por obter. As empresas procuram gerir a legitimidade como forma de garantir a entrada contínua de capital, trabalho, tecnologia e clientes necessários à sua viabilidade, eliminar o excesso de regulação estatal, prevenir boicotes aos seus produtos ou outras atividades disruptivas por entidades externas (Neu *et al.*, 1998).

Sendo uma preocupação constante das empresas, a legitimidade não constitui um fim em si mesma mas um processo com diferentes fases. O processo de legitimação, dependendo da fase em que se encontre, optará por uma estratégia mais proactiva ou mais reactiva. A obtenção da legitimidade é a primeira fase deste processo. As empresas obtêm-na por meio das competências demonstradas, serviços prestados aos clientes e disponibilidade de recursos financeiros (Tilling e Tilt, 2010). Após a obtenção da legitimidade, a fase seguinte é procurar mantê-la, procurando manter o nível de desempenho, garantindo a continuidade das operações e transpondo eventuais obstáculos (Ashford e Gibbs, 1990). Tilling e Tilt (2010) notam que as necessidades da sociedade são dinâmicas e modificam com o tempo. Como tal a manutenção da legitimidade implica que o desempenho da empresa possa acompanhar tais alterações e prever desafios futuros. Outra forma de resposta às mudanças na sociedade pode ser a ampliação da legitimidade. Esta é considerada crucial para obter a confiança de potenciais novos clientes (Ashford e Gibbs, 1990). A última fase é a defesa da legitimidade, em que a empresa procura dar respostas sempre que a legitimidade é ameaçada ou desafiada Tilling e Tilt (2010). Lindblom (1994), citado por Gray *et al.* (1996), descreve quatro estratégias de legitimação que uma empresa poderá adotar nestas situações:

- educar e informar o público relevante sobre as mudanças verificadas no desempenho da empresa e nas suas atividades;
- alterar a perceção do público relevante sem que se altere o seu comportamento;
- ocultar ou desviar a atenção do motivo de preocupação para outros factos que sejam positivos;
- modificar as expectativas externas relativamente ao seu desempenho.

Ao divulgarem voluntariamente informação os gestores podem comunicar com os *stakeholders* (acionistas ou outros investidores, credores, estruturas de governo, entre outros) e, assim, demonstrar que a empresa é socialmente responsável e que desenvolve a sua atividade em conformidade com os valores que lhe são impostos pela sociedade (Gray *et al.*, 1996).

O Relatório e Contas é considerado um importante meio de legitimação. Legitimação que pode ocorrer quer por meio de divulgação de informação obrigatória – realizada nas demonstrações financeiras com base nos regulamentos e códigos aplicáveis, quer por meio de divulgação de informação voluntária realizadas em outras secções do relatório anual da empresa (Shehata, 2014).

2.3.7 A teoria dos *proprietary costs*

A literatura neste domínio (Verrecchia, 1983; Wagenhofer, 1990; Feltham e Xie, 1992; Newman e Sansing, 1993; Darrough, 1993; Suijs, 2005) não considera os conflitos de interesse entre os gestores e os acionistas concentrando-se sobretudo, nos fatores que podem conduzir as empresas a reduzir o nível de comunicação ao mercado financeiro.

À luz desta teoria, a decisão das empresas de divulgarem informações voluntárias é influenciada pelo receio de que esta abertura possa prejudicar a posição competitiva da empresa. “Quando a empresa divulga informação ao mercado, transfere para os seus concorrentes (presentes e potenciais) informação confidencial sobre as suas fontes de criação de valor, o que faz com que perca a exclusividade do conhecimento das suas vantagens competitivas” (Ferreira, 2008, p. 19). As consequências da divulgação dependem de outros fatores, tais como a natureza competitiva do mercado (Darrough, 1993), o tipo de informação privada que é divulgada e o grau de ameaça de entrada de novas empresas no mercado (Darrough e Stoughton, 1990; Feltham e Xie, 1992).

No momento de decidir se divulga ou não informação voluntária, uma empresa deve conhecer os custos e os benefícios associados a essa informação. A avaliação e a quantificação dos potenciais custos ou benefícios inerentes à política de divulgação não

é uma tarefa fácil, uma vez que depende de perceções subjetivas e do tipo de custo envolvido. Além disso, a divulgação de informação pode produzir, em simultâneo, efeitos opostos e contraditórios sobre diferentes grupos de utilizadores (Lev, 1992). Existem custos que podem ocorrer diretamente com a divulgação de informação, como sejam os custos da recolha, da preparação (onde se incluem os honorários de auditoria) e da publicação da informação, ou de forma indireta. Os custos indiretos são de diversa índole, podendo incluir-se nesta categoria os custos produzidos pela desvantagem competitiva (custos de propriedade), os custos legais (Lev, 1992), os custos decorrentes da falta de credibilidade da informação, ou outros custos resultantes das pressões exercidas por entidades externas às empresas (bancos, sindicatos ou outras).

Verrecchia no seu artigo “Discretionary Disclosure”, publicado em 1983, analisa o risco associado à decisão da gestão de divulgar ou não, informações sobre os ativos de uma empresa. Verrecchia (1983) mostra que, quando existem custos de propriedade e a informação não é divulgada, o mercado fica na incerteza se a empresa retém a informação porque esta representa “más notícias” ou simplesmente porque não é boa o suficiente para justificar incorrer nos custos relacionados com a sua divulgação, e o mercado reage de forma menos negativa do que aconteceria na ausência de tais custos. Tal como Verrecchia (1983), outros autores que se baseiam nesta teoria consideram que o nível de retenção de informação aumenta com a expectativa de existirem custos de propriedade (Darrough e Stoughton, 1990; Wagenhofer, 1990).

Por outro lado, existem benefícios associados à divulgação de informação que influenciam as empresas a divulgar ou não, mais informação do que a legalmente exigida. Estes benefícios decorrem essencialmente da redução da assimetria de informação entre os gestores e *stakeholders*, evitando assim os problemas de risco moral e seleção adversa (Diamond e Verrecchia, 1991). Adicionalmente, torna-se de maior interesse para os analistas financeiros, aumenta a credibilidade da informação junto dos investidores e aumenta a liquidez das ações da empresa (Healy e Palepu, 1993). Contribui ainda para a diminuição do custo do capital próprio (Botosan, 1997).

Os estudos de Diamond e Verrecchia (1991), Welker (1995), Healy *et al.* (1999), Leuz e Verrecchia (2000) e de Gelb e Zarowin (2002) interessam-se em particular sobre o

impacto da divulgação voluntária de informação sobre a liquidez das ações das empresas. Diamond e Verrecchia (1991) mostram que a divulgação voluntária de informação reduz as assimetrias de informação entre os investidores informados e não informados. Esta redução melhora a confiança dos investidores e aumenta o número de transações sobre as ações da empresa. No final, aumenta a liquidez da empresa no mercado.

2.3.8 A teoria institucional

Também importante para os objetivos deste estudo é o facto de o contexto institucional no qual a divulgação de informação é produzida e utilizada ser constantemente negligenciado. As abordagens da “Nova Economia Institucional” (*New Institutional Economics*), da “Nova Sociologia Institucional” (*New Institutional Sociology*), e da “Velha Economia Institucional” (*Old Institutional Economics*) adequam-se à análise da divulgação de informação e ao papel legitimador das práticas de governo das sociedades. Por um lado, a “Nova Economia Institucional” está relacionada com a “Economia dos custos de transação”, desenvolvida na secção 2.3.2; por outro lado, a “Nova Sociologia Institucional” refere que as organizações são uma consequência das pressões exercidas pelo meio ambiente institucional em que atuam; por último, existe uma teoria do pensamento antigo, a “Velha Economia Institucional”, que rejeita pressupostos de racionalidade individual e individualismo metodológico e assume, pelo contrário, que os comportamentos individuais dos agentes económicos são moldados pelas normas e valores partilhados num mesmo contexto social.

O conceito de isomorfismo institucional, que aparece no centro da teoria institucional, propõe uma leitura dos princípios que originam a homogeneidade das estruturas organizacionais ou do comportamento dos gestores e que se podem aplicar à divulgação de informação. Como nos sugerem DiMaggio e Powell (1983, 150), no âmbito do isomorfismo institucional podem ser identificados três tipos de pressões: (1) o isomorfismo coercivo, que decorre da influência política e do problema da legitimação; (2) o isomorfismo mimético, resultante da normalização das respostas às incertezas e, (3) o isomorfismo normativo, associado à profissionalização. A premência da legitimação social ocorre como consequência de pressões informais ou subtis da sociedade ou de

pressões formais e impostas por parcerias de enquadramento institucional fortes (DiMaggio e Powell, 1983).

Neste sentido, Aguilera e Jackson (2003) sustentam que a diversidade institucional entre países impede a internacionalização imediata das “melhores práticas” de governo das sociedades. Com efeito, tais práticas não obedecem a uma lógica de mimetismo puro, mas estão sujeitas a um processo de adaptação a normas, regras e comportamentos, característicos do contexto específico em que estas se aplicam. A necessidade de legitimação organizacional, também propicia que estas práticas sejam reproduzidas e institucionalizadas nos vários países. Deste modo, a abordagem da teoria institucional é importante para perceber como é que os vários países conceptualizam e concretizam às práticas de governo das sociedades.

Com base no postulado de que os fatores institucionais, tais como a legislação (isomorfismo coercivo) e as pressões sociais, influenciam a adoção de práticas por parte das organizações que procuram impulsionar a divulgação de informação sobre o governo das sociedades, Turrent e Rodríguez-Ariza (2012) desenvolveram um trabalho de comparação entre o comportamento divulgador de empresas espanholas e mexicanas. Concluíram que o nível de divulgação de informação é significativamente diferente entre os dois países. Confirmam, ainda, à luz da teoria institucional, que o nível de transparência das empresas pode ser explicado pela aplicação das normas legais, pelo PIB *per capita* e pela taxa de inflação.

Na secção seguinte são abordados os vários tipos de mecanismos de governo das sociedades aplicáveis às empresas.

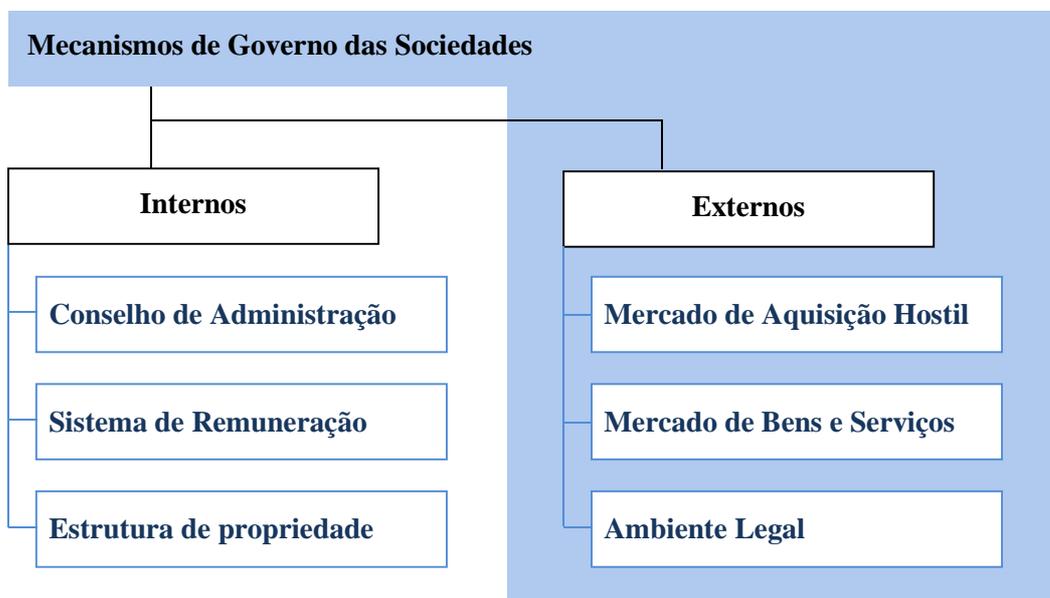
2.4 Mecanismos de Governo das Sociedades

A diminuição dos efeitos causados pelo problema de agência depende da existência de mecanismos internos e externos, a que damos o nome de Governo das Sociedades, que harmonizem a relação entre acionistas e gestores e entre acionistas controladores e acionistas minoritários (Shleifer e Vishny, 1997; Becht *et al.*, 2002).

Como se reconhece, em Portugal, compete à CMVM regulamentar, supervisionar, fiscalizar e promover os mercados de valores mobiliários. A CMVM veio transpor para o contexto nacional a reflexão relativa ao governo das sociedades, através da apresentação de um conjunto de recomendações, dirigidas principalmente a todas as empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Em suma, à semelhança da prática seguida em outros países, tais recomendações surgem no pressuposto de que os mecanismos de governo das sociedades podem minimizar a magnitude dos problemas inerentes à separação entre o controlo e a gestão das decisões, como sugerido por Jensen e Meckling (1976).

A distinção entre mecanismos internos e externos não implica, necessariamente, que uns podem substituir os outros, ou que uma empresa tem a liberdade de adotar mecanismos internos menos restritivos, de modo a contornar as ações disciplinares mais severas ou as sanções impostas pelos mecanismos externos. Cremers e Nair (2005) concluem que os mecanismos internos e externos são complementares e não substitutos. A figura seguinte ilustra os diferentes mecanismos de governo das sociedades que iremos abordar neste estudo.

Figura 2.1 – Mecanismos de governo das sociedades



2.4.1 Mecanismo Externos

Os mecanismos externos de governo das sociedades derivam do funcionamento dos vários mercados competitivos de uma economia de mercado. Os mecanismos mais estudados na literatura são: o mercado de aquisição hostil (Manne, 1965; Fama e Jensen, 1983a; Jensen e Meckling, 1976; Shivdasani, 1993), o mercado competitivo do setor de atuação (Fama e Jensen, 1983a; Hart, 1983); e o ambiente legal (Jensen e Meckling, 1976; La Porta *et al.*, 1997).

Neste estudo, optou-se por explicitar, de uma forma resumida os vários mecanismos externos de governo das sociedades.

2.4.1.1 Mercado de Aquisição Hostil

Uma empresa poderá ser alvo de uma oferta de aquisição quando a equipa de gestão é ineficiente ou não atende ao princípio da maximização do valor dos acionistas. Manne (1965), citado por Lohrke *et al.*, (2004), argumenta que quanto mais baixo for o valor das ações de uma empresa mais atrativa se torna para os investidores externos. Desta forma, a aquisição permite melhorar o nível de eficiência operacional e aumentar o lucro refletido na valorização do preço das ações da empresa. Além disso, a ameaça de aquisição incentiva os gestores a dirigirem as empresas em benefício dos acionistas, sob pena de perderem o emprego.

A literatura dos EUA que trata o tema dos mercados de aquisições indica que este é um mecanismo importante de governo das sociedades¹². O mercado de aquisições no Reino Unido é também muito ativo. Franks e Mayer (1996) examinaram as aquisições hostis no Reino Unido e descobriram que estas são sucedidas de alterações significativas nos membros do conselho de administração e de reestruturações significativas. Por outro lado, as tentativas de aquisição hostis na Alemanha têm sido raras, devido presumivelmente à grande concentração da propriedade que caracteriza o mercado de capitais.

¹² Holmstrom e Kaplan (2001) fazem uma revisão alargada deste tema.

Em geral, o mercado de aquisições é um mecanismo de governo das sociedades de menor importância. Este interesse reduzido no mercado de aquisições não é, possivelmente, uma surpresa dada a elevada concentração da propriedade na maioria dos países à volta do mundo (Denis e McConnell, 2003).

2.4.1.2 Mercado de bens e serviços

A concorrência no mercado bens e serviços é um mecanismo importante de controlo das ações e das decisões dos gestores. As empresas, de capital disperso ou PME, que não se mantenham competitivas, podem facilmente perder a posição que ocupam no mercado e, eventualmente, ir à falência. Neste contexto, Hart (1983) refere que a concorrência do mercado impede maiores ganhos por parte das empresas, estas têm que se manter competitivas se querem sobreviver. As empresas terão que racionalizar os seus custos e melhorar a produtividade em todos os níveis do processo de exploração. Todo este processo contribui para limitar as ações discricionárias das empresas que se afastam da persecução dos interesses dos acionistas. A inexistência de um bom sistema de governo das sociedades possibilitará ao gestor (ou acionista controlador) explorar os recursos que contribuem para o fraco desempenho das empresas.

2.4.1.3 Ambiente Legal

O sistema jurídico de um país é composto de normas legais e de regulamentos que visam proteger os investidores das tentativas de expropriação por parte dos gestores. La Porta *et al.* (1997, 2000) referem que para que as leis funcionem como mecanismo de governo das sociedades, a estrutura legal de cada país deve ser forte e obrigar ao cumprimento das normas.

As regras contabilísticas e a Certificação Legal das Contas são importantes para garantir algum tipo de padronização das demonstrações financeiras das empresas. O mandato da empresa de auditoria e a independência dos auditores podem funcionar como um mecanismo de governo das sociedades. A publicação de “Códigos das Melhores Práticas de Governo das Sociedades” nos principais países desenvolvidos pretendeu promover um

conjunto de regras relativas ao exercício da direção e do controlo das sociedades cotadas. As regras constantes do *Sarbanes-Oxley Act* (SOX) nos Estados Unidos enquadram-se neste tipo de mecanismo.

O sistema de proteção dos investidores pode ter repercussões no desenvolvimento económico de um país. La Porta *et al.*, (1999) referem que um sistema de proteção legal rigoroso contribui para o crescimento económico dos países e permite que as empresas se financiem no mercado de capitais.

Os mecanismos externos referidos, em particular o mercado de aquisições hostis, assumem maior importância nos mercados em que a propriedade é relativamente dispersa e onde a monitorização do desempenho das empresas é mais ativa (Aoki, 1995, citado por Khanna e Palepu, 2000).

2.4.2 Mecanismo Internos

Os mecanismos internos de governo das sociedades são aqueles diretamente controlados pelas empresas para assegurar que os investidores não serão expropriados. Na vertente interna, os mecanismos analisados são: a estrutura de propriedade (Jensen e Meckling, 1976; Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1986), o Conselho de Administração (Fama, 1980; Baysinger e Butler, 1985; Weisbach, 1988; Hermalin e Weisbach, 1991; Yermarck, 1996), e os sistemas de remuneração dos gestores (Murphy, 1985; Jensen e Murphy, 1990; Mehran, 1995). A maioria dos referidos mecanismos integra o índice de divulgação de informação do governo das sociedades construído para este estudo.

2.4.2.1 Estrutura de Propriedade

A estrutura de propriedade é tida como um mecanismo importante de governo das sociedades. Constitui também uma característica central de distinção dos sistemas financeiros (Lehman e Weigand, 2000).

a) *Composição da Estrutura Acionista*

Um aspeto importante relacionado com a estrutura da propriedade é a composição da estrutura acionista (particulares, famílias, bancos, *holdings*, investidores institucionais, Estado, empresas não-financeiras). Os vários tipos de acionistas têm diferentes interesses, diferentes expectativas em relação às empresas, diferentes sistemas de responsabilização e utilizam diferentes incentivos para monitorizar os gestores. Como referem Lehmann e Weigand (2000, 162): “O comprometimento dos proprietários e a sua vontade de intervir pode depender de quem sejam esses proprietários. Por outras palavras, a alocação dos direitos de controlo pode ser um determinante mais importante do grau de controlo exercido pelos proprietários do que a concentração da propriedade”.

Por exemplo, os proprietários de grandes blocos de ações ou os investidores institucionais com elevadas participações no capital exercem maior pressão para que exista uma monitorização e um controlo mais efetivo sobre os gestores do que os detentores de pequenas participações (Hoskisson *et al.*, 1994), pois têm incentivo para assumir os custos necessários com a monitorização do desempenho (Alchian e Demsetz, 1972; Shleifer e Vishny, 1986). Um exemplo dessa dinâmica é o fundo de pensão CALPERS, nos EUA, que reúne regularmente com os gestores das empresas em que investe. Por outro lado, os investidores financeiros podem estar interessados em retornos de curto prazo sobre seus investimentos, enquanto os *corporate investors* (empresas) pretendem o estabelecimento de uma relação de longo prazo (Douma *et al.*, 2006).

b) *Concentração da propriedade*

Excetuando os EUA e o Reino Unido, o modelo de governo das sociedades mais comum na Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE) e nos países desenvolvidos é a concentração da propriedade (Demsetz e Lehn, 1985; Shleifer e Vishny, 1986; La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000). Tal constatação veio contrariar o modelo de propriedade dispersa, originalmente idealizado por Berle e Means (1932) e depois propagado por Jensen e Meckling (1976).

Em Portugal¹³, podemos apontar para um modelo geral de governo das empresas (Cunha, 2005), com as seguintes características:

- Estrutura de propriedade com forte concentração das acções;
- Uma grande maioria de empresas portuguesas são detidas por um número relativamente reduzido de proprietários, ao contrário do que acontece nos países Anglo-Saxónicos;
- As *holdings* e as famílias são as principais categorias de investidores, sendo que as *holdings* são normalmente controladas pelas famílias;
- O controlo é efectuado por estruturas de propriedade complexas e piramidais;
- Possui um sistema interno de propriedade empresarial (“insider system”).

Claessens *et al.*, (2000), ao analisarem a separação entre a propriedade e controlo de 2.980 empresas de nove países do Leste Asiático, concluíram que cerca de dois terços das empresas possuíam um único acionista com o controlo efetivo dos direitos de voto que eram, normalmente, famílias (com exceção para o Japão). Igualmente, La Porta *et al.*, (1999) analisaram as vinte maiores empresas de vinte e sete países, tendo em vista observar em quantas dessas empresas havia pelo menos um grande acionista ou bloco de acções (*blockholder*). Se definirmos uma sociedade de capital disperso como sendo aquela em que nenhum acionista detém 10% do capital da sociedade então 100% das vinte maiores empresas do Reino Unido e 80% das vinte maiores empresas dos Estados Unidos tinham o seu capital disperso. Em contrapartida, na Alemanha 35% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso, em França 30%, em Espanha e em Itália 15%, na Grécia 5% e em Portugal e na Bélgica nenhuma das vinte maiores empresas tinha o seu capital disperso. Em vez de uma estrutura de propriedade dispersa, conclui-se que cerca de 64% das grandes empresas apresentam acionistas controladores, que, à exceção do Japão, são na sua maioria o Estado ou as famílias, e, neste último caso, muitas das vezes descendentes dos sócios fundadores. Em 2003, Anderson e Reeb, constataram que as empresas controladas por famílias representam um terço das empresas do índice S&P 500 e que, contrariamente ao expectável, são as empresas familiares que têm melhor

¹³ Mota (2003) e Alves e Mendes (2001a e 2001b)

desempenho. Maury (2006) ao analisar uma amostra composta por empresas da Europa Ocidental (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Irlanda, Itália, Noruega, Portugal, Reino Unido, Suécia e Suíça), concluiu que as empresas familiares têm melhores resultados do que as empresas não familiares.

A elevada concentração da propriedade e a presença de grandes acionistas controladores, atrás constatada, tem vantagens e desvantagens para as empresas. Shleifer e Vishny (1986) referem que a existência de grandes acionistas controladores pode ajudar o problema de *free-riding*¹⁴, de monitorização da gestão e assim, diminuir os custos de agência. Além disso, La Porta *et al.* (1999) alegam que a existência de grandes acionistas contribuiria para a redução dos custos de agência nos países com fraca proteção legal. Contudo, os acionistas controladores podem prosseguir determinadas estratégias que maximizam a sua riqueza ao invés de aumentarem os lucros de todos os acionistas. Esta divergência de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, essencialmente, nos países em que é fraca a proteção aos acionistas minoritários, constituem outra forma de custos de agência. Outro custo importante, descrito por Shleifer e Vishny (1997) ocorre quando o número de grandes acionistas é reduzido e consequentemente, o seu risco é maior. Nestes casos, dado que as suas participações são elevadas, os acionistas procuram minimizar o seu risco ora diversificando excessivamente a empresa ora reduzindo prudentemente o número de projetos em que participa. Finalmente, a probabilidade dos acionistas controladores se apropriarem de fluxos de caixa superiores aos que lhe são devidos é especialmente alta caso possuam direitos de controlo significativamente maiores do que seus direitos de fluxo de caixa, isto é, poder de tomada de decisão superior ao poder de voto (Silveira, 2002). De um modo geral, as principais desvantagens da concentração da propriedade são a possibilidade de expropriação de outros investidores e a expropriação proveniente da realização de projetos pouco inovadores ou atividades que não são maximizadoras de valor.

O debate sobre a relação entre estrutura de propriedade e o desempenho remonta ao estudo de Berle e Means (1932), que sugere uma correlação inversa entre a dispersão da

¹⁴ Neste caso o “free-rider” não suporta quaisquer custos inerentes à melhoria do governo das sociedades (estes são suportados totalmente pelo investidor activo), mas beneficia da valorização dessas mesmas sociedades (Alves, 2000).

propriedade acionista e o desempenho das empresas. Demsetz (1983) desafia esta abordagem ao argumentar que a estrutura da propriedade é uma variável endógena que reflete as decisões dos acionistas de uma empresa. Este argumenta que a estrutura de propriedade, concentrada ou dispersa, deve ser aquela que privilegia a maximização do lucro dos acionistas. Por conseguinte, não deve haver uma relação sistemática entre as variações na estrutura da propriedade e as variações no desempenho das empresas.

De acordo com o quadro teórico proposto, alguns estudos empíricos apontam para a existência de uma relação positiva entre a estrutura da propriedade e o desempenho das empresas, enquanto outros sugerem que a concentração da propriedade não conduz necessariamente a um melhor desempenho da empresa.

A variedade de resultados pode ser atribuída à natureza endógena da estrutura de propriedade. No seu estudo, Demsetz e Lehn (1985) tratam a concentração da propriedade como uma variável endógena e entre os fatores que determinam a estrutura de propriedade destacam-se o tamanho da empresa, a volatilidade do preço das ações e o sector de atividade. Os referidos autores não encontraram qualquer relação entre a concentração de propriedade e o desempenho das empresas. A endogeneidade da estrutura de propriedade também é sustentada por outros estudos empíricos (Agrawal e Knoeber, 1996; Loderer e Martin, 1997; Cho, 1998; Himmelberg *et al.*, 1999; Demsetz e Villalonga, 2001). Demsetz e Villalonga (2001) mostram que a concentração da propriedade não influencia o valor da empresa e confirmam o seu carácter endógeno. Tal resultado também foi constatado por Welch (2003) numa pesquisa realizada sobre uma amostra de empresas australianas. Por sua vez, Dilling-Hansen (2007) constata, para uma amostra de 1.564 pequenas e grandes empresas dinamarquesas, uma relação não linear e endógena entre a estrutura de propriedade e o valor das empresas. Verificou ainda que as pequenas empresas evidenciam uma concentração da propriedade mais elevada comparativamente a outras empresas e, simultaneamente, um desempenho mais fraco.

Grant e Kirchmaier (2005) obtiveram evidências que contrariam a posição de Demsetz e Lehn (1985), referindo que a estrutura de propriedade em países como a Alemanha, Espanha, França, Itália e Reino Unido, não é coincidente com o princípio de maximização do valor da empresa. Grant e Kirchmaier (2005) constatam que tais estruturas variam entre

países e têm um impacto significativo no valor da empresa. Em síntese, mostram que a participação de acionistas dominantes diminui o valor das empresas. Lehmann e Weigand (2000) também constataram uma relação negativa entre a concentração da propriedade e o desempenho de uma amostra de empresas alemãs, para o período entre 1991 e 1996. Os estudos meta-analíticos realizados por Dalton *et al.*, (2003) e Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) também não observam uma relação significativa entre a estrutura de propriedade e o desempenho das empresas. Contudo, Sánchez-Ballesta e García-Meca (2007) referem que esta relação é moderada pelo ambiente institucional. Segundo estes autores a relação entre a estrutura de propriedade e desempenho das empresas é mais forte nos países da Europa Continental, onde a proteção legal dos investidores é menor, do que nos países anglo-saxónicos.

Outra explicação possível para as diferenças encontradas poderá ter a ver com as diferenças no sistema de proteção legal aos investidores. Segundo La Porta *et al.* (1997; 1999), a estrutura de propriedade é determinada pelo sistema legal de cada país. Os autores constataram que os países de ambiente legal com origem no direito comum concedem um maior grau de proteção aos investidores, enquanto os países de ambiente legal com origem no direito civil francês, como é o caso português, exercem uma menor proteção. Para os autores, a concentração da propriedade pode ser a resposta para a falta de proteção aos investidores, que observaram uma correlação negativa significativa entre a concentração da propriedade e a qualidade da proteção legal aos investidores.

Vários estudos sugerem a existência de uma relação não linear (quadrática) entre a concentração da propriedade e o desempenho das empresas (Morck *et al.*, 1988, McConnell e Servaes, 1990; Hermalin e Weisbach, 1991, Holderness *et al.*, 1999; Thomsen e Pedersen, 2000, Bhabra, 2007), o que indica que as empresas moderadamente concentradas obtêm melhor desempenho. Thomsen e Pedersen (2000), ao analisarem uma amostra de grandes empresas de doze países europeus (Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Itália, Holanda, Noruega, Reino Unido e Suécia), no período entre 1991 e 1996, concluíram que o desempenho da empresa melhora com a concentração da propriedade. Esta tendência inverte-se quando a concentração da propriedade é superior a 66%, devido ao efeito de entrincheiramento e aumento crescente do risco. Outra justificação para estes resultados prende-se com o facto da proteção legal

aos acionistas minoritários nestes países ser muito pequena. Claessens *et al.* (2002), ao estudarem a concentração da propriedade de oito países do Ásia de Leste (Coreia do Sul, Hong Kong, Filipinas, Indonésia, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia), mostraram que existe uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e os direitos sobre os fluxos de caixa detidos pelos maiores acionistas (efeito de incentivo). Contudo, constatam uma relação inversa quando os direitos de controlo dos maiores acionistas excedem os direitos sobre os fluxos de caixa (efeito de entrincheiramento). Resultados semelhantes foram encontrados na Coreia (Joh, 2003; Baek *et al.*, 2004; Lee, 2008). Parte da variação nos resultados pode, de igual modo, ser atribuído à existência de diferentes sistemas de governo das sociedades no mundo, facto que contribuiu para o aparecimento de estudos transnacionais. É o caso dos estudos efetuados por Thomsen e Pedersen (2000) e Claessens *et al.* (2002), citados anteriormente, de Lemmon e Lins (2003) e de Maury (2006). Maury (2006), que limitou a sua análise às empresas familiares de alguns países da Europa Ocidental, constatou que o controlo familiar aumenta o desempenho destas empresas. O referido autor verificou ainda um melhor desempenho por parte das empresas familiares comparativamente às empresas não familiares. Mais recentemente, Lisboa (2007) procurou analisar o impacto da estrutura de propriedade no desempenho das empresas de nove países da Europa Continental (Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Itália e Portugal), entre 2000 e 2004, tendo observado diferenças entre países e entre sectores de atividade. Também não observou qualquer relação entre a estrutura de propriedade e o desempenho.

c) Participação dos gestores no capital da empresa

As teorias económicas postulam dois efeitos opostos sobre a participação dos gestores no capital das empresas: o efeito de incentivo e o efeito de entrincheiramento. A participação dos gestores no capital da empresa é tida como uma forma de alinhar os interesses de gestores e acionistas e de minimizar os custos de agência (efeito de incentivo), uma vez que os gestores também assumem uma parte dos custos que resultarem das suas decisões discricionárias contrárias à maximização do valor da empresa. A partir deste efeito é esperada uma relação positiva entre a participação dos gestores no capital e o desempenho.

Por outro lado, os gestores que possuem um número elevado de ações das empresas podem incorrer em estratégias que ignoram os interesses dos pequenos acionistas. Nesta situação, a concentração da propriedade torna os gestores imunes ao controlo exercido pelos pequenos acionistas (efeito de entrincheiramento). Quando o efeito de entrincheiramento é superior ao efeito de incentivo, é esperada uma relação negativa entre a participação dos gestores no capital e o desempenho.

Tendo em consideração os dois efeitos anteriores, é possível esperar uma relação não linear entre participação dos gestores no capital e o desempenho. Esta perspetiva teórica encontra fundamentação empírica em vários estudos realizados desde a década de oitenta. Os resultados do estudo de Morck *et al.* (1988) sugerem que o Q de Tobin aumenta quando os gestores detêm participações no capital entre 0% e 5%, diminui quando a participação dos gestores se situa entre os 5% e os 25% e volta a aumentar quando é superior a 25%. No entanto, esta relação é relativamente fraca e instável, pois ao excluirmos as grandes empresas da amostra obtiveram resultados diferentes Short e Keasey (1999) utilizando dados do Reino Unido sugerem uma relação semelhante. De forma análoga, Drakos e Bekiris (2010) observam um impacto positivo sobre o valor das empresas cotadas na Bolsa de Valores de Atenas, quando a participação acionista dos gestores é modelizada como variável endógena. McConnell e Servaes (1990) documentam igualmente uma relação não linear entre a participação dos gestores no capital e o desempenho, mas neste caso, em forma de U-invertido. Os resultados dos vários estudos sugerem a existência de um efeito de incentivo e de um efeito de entrincheiramento.

Outros estudos observam relações com formas funcionais ainda mais complexas. Por exemplo, Hermalin e Weisbach (1991) encontram uma relação em forma de W-invertido, Cui e Mak (2002) relatam uma relação em forma de W, enquanto Davies *et al.* (2005) observa uma curva dupla em forma de “bossa de camelo” entre a participação dos gestores no capital e o desempenho.

Cheung e Wei (2006) analisaram a relação entre a participação dos gestores no capital e o desempenho na presença de custos de ajustamento¹⁵. Estes autores concluíram que perante a ausência custos de ajustamento existe uma relação positiva entre a participação acionista dos gestores e o desempenho. Quando se introduzem os custos de ajustamento no modelo, concluem que a anterior relação não é estatisticamente significativa. Florackis *et al.* (2009) defendem um modelo de estimação semi-paramétrico e encontram evidências da existência de um efeito de incentivo quando a participação dos gestores no capital se situa abaixo dos 15%.

A falta de consenso na literatura existente pode ser alternadamente explicada pelo argumento de endogeneidade (Himmelberg *et al.*, 1999), pelo argumento de custos de ajustamento (Cheung e Wei, 2006) e pela utilização de diferentes medidas de desempenho (Haniffa e Hudaib, 2006).

2.4.2.2 O Conselho de Administração

Segundo Fama e Jensen (1983a), o Conselho de Administração constitui o vértice comum do sistema de controlo das decisões. Este conselho detém o poder para contratar, despedir e compensar os administradores de topo e de ratificar e monitorar as decisões importantes. A literatura sobre conselhos de administração recai sobre questões como: o tamanho do conselho (Jensen, 1993; Yermack, 1996; Eisenberg *et al.* 1998), a composição e independência do conselho (Baysinger e Butler, 1985; Morck *et al.*, 1988; Hermalin e Weisbach, 1991; Lawrence e Stapledon, 1999; Bhagat e Black, 1999, 2000), ou a eficiência do conselho de administração na execução das suas tarefas específicas (Core *et al.*, 1999, Hermalin e Weisbach, 2000).

¹⁵ Cheung e Wei (2006) argumentam que os administradores internos não ajustam regularmente a participação que detém no capital das empresas de forma a evitar os custos que daí resultam. Portanto a participação accionista observada afasta-se do nível óptimo de participação accionista dada a dificuldade de uma rápida adaptação. Alguns exemplos: (1) restrições legais ao *insider trading*, (2) restrições das empresas ao *insider trading*, (3) restrição das operações de *short-selling* (ou seja, vender ações sem as deter), (4) Informação assimétrica, (5) Número de administradores internos, (6) Capacidade dos administradores internos de anteciparem os movimentos do mercado (*insider's market timing*) e, (7) Utilidade potencial para os investidores.

a) *O tamanho do Conselho de Administração*

Segundo Jensen (1993), quando os conselhos ultrapassam os sete ou oito membros têm menos probabilidade de funcionar efetivamente e são mais facilmente controláveis pelo CEO. Existem vários estudos empíricos que sustentam esta hipótese, a referir:

- Yermack (1996), através da observação de 452 grandes empresas americanas, descobriu uma relação inversa entre o valor de mercado da empresa, representado pelo Q de Tobin, e o tamanho dos conselhos de administração. Esta verificação é consistente com a visão de que conselhos mais pequenos são mais efetivos na monitorização do CEO e mais eficientes na tomada de decisão.
- Eisenberg *et al.*, (1998) constataram uma correlação negativa significativa entre o tamanho do conselho e a rentabilidade, numa amostra de pequenas e médias empresas finlandesas. Segundo os autores, os fatores que influenciam o tamanho do conselho de administração possivelmente diferem consoante a dimensão das empresas. Por exemplo, as pequenas e médias empresas caracterizadas por uma estrutura acionista concentrada têm menos problemas de agência entre gestores e acionistas. Os autores sugerem ainda que o tamanho ideal do conselho de administração varia em função da dimensão das empresas.
- O estudo de Mak e Yuanto (2005) corrobora os resultados dos autores anteriormente mencionados, mostrando que o valor de mercado de uma amostra de 550 empresas cotadas nas Bolsas de Valores de Singapura e de *Kuala Lumpur* na Malásia, é maior nos casos em que os conselhos de administração têm cinco membros.
- Bennedsen *et al.* (2008) analisaram a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho de uma amostra de 5.830 pequenas e médias empresas de capital fechado da Dinamarca, em 1999. As empresas foram divididas em dois grupos. O primeiro grupo incluía as empresas com conselhos de administração com 3 a 6 membros. O segundo grupo incluía os conselhos de administração com mais de 7 membros. Os autores não constataram qualquer relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho das empresas constantes do primeiro grupo. Já no segundo grupo de empresas observaram a existência de uma relação inversa entre o tamanho do conselho de

administração e o valor das empresas. Esses resultados sustentam a proposta de Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993), que afirmam que o efeito negativo do tamanho do conselho de administração ocorre apenas quando estes se tornam demasiado grandes.

Em síntese, os estudos analisados sugerem que os conselhos de administração com um número elevado de membros têm mais problemas de comunicação e de coordenação, maior dificuldade no exercício do controlo das sociedades, além de serem considerados, por vezes, um obstáculo à mudança.

No entanto, esta interpretação não é unanimemente aceite pela literatura. Estudos recentes (Boone *et al.*, 2007; Coles *et al.*, 2008; Guest, 2008; Linck *et al.*, 2008; Lehn *et al.*, 2009) mostram que o tamanho do conselho de administração é condicionado por um conjunto de características específicas das empresas, como o *Q de Tobin*, a rentabilidade e o tamanho das empresas. Outra crítica efetuada por esta corrente de investigação decorre do facto de os estudos anteriores não controlarem adequadamente os problemas de endogeneidade, uma vez que o desempenho das empresas tem um impacto negativo sobre o tamanho do conselho de administração (Wintoki *et al.*, 2009). A relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho também pode ser condicionada pelas diferenças culturais e legais de um país. Tratando-se de países com diferentes sistemas legais, as funções dos membros do conselho de administração também são diferentes e, como tal, a relação entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho das empresas pode variar em conformidade (Guest, 2009).

Boone *et al.*, (2007), Coles *et al.*, (2008), Guest (2008), Linck *et al.*, (2008) e Lehn *et al.*, (2009), ao analisarem os determinantes do tamanho do conselho de administração, constatam uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o tamanho das empresas. Estes resultados reforçam a expectativa de que o tamanho do conselho de administração deve ser tanto maior quanto maior a sua necessidade de informação e aconselhamento.

Sugerem ainda que o impacto do tamanho do conselho de administração no desempenho pode variar entre diferentes tipos de empresas. Coles *et al.* (2008) observam que as

empresas mais complexas, mais diversificadas e que se financiam em capital alheio ou dívida optam por ter conselhos de administração maiores. Nestas empresas, o *Q de Tobin* aumenta com o tamanho do conselho de administração.

b) A composição do Conselho de Administração

Fama e Jensen (1983a) argumentam que os conselhos de administração maioritariamente independentes estão em melhor posição para monitorizar as decisões e as ações da gestão, até porque os administradores independentes têm todo o interesse em manter o seu prestígio e reputação, sendo menor a probabilidade de que cedam a possíveis pressões. Weisbach (1988) encontram evidências empíricas de que os administradores executivos e não executivos têm comportamentos diferentes nas suas decisões para substituir o CEO. Este autor constata que as empresas com conselhos dominados por administradores independentes são mais propensas a demitir um CEO, em função do desempenho que possam ter, do que os conselhos dominados por administradores executivos.

Jensen (1993) sugere que o único membro executivo com assento no conselho de administração deveria ser o CEO. Este autor reforça a ideia de que os diretores executivos têm menor probabilidade de supervisionar o desempenho do CEO, dado que a evolução das suas carreiras depende em boa parte do próprio CEO.

Nos anos sessenta os conselhos de administração eram constituídos maioritariamente por administradores executivos. Nas duas últimas décadas verificou-se uma alteração deste modelo, tendo-se verificado o aumento da proporção de administradores não executivos e de administradores independentes nos conselhos de administração (Silva, 2009). Este novo modelo reproduz, em parte, o entendimento vigente de que o conselho de administração tem como missão monitorizar a gestão e de que apenas os administradores independentes podem exercer essa função eficazmente.

A figura do administrador não executivo independente é um conceito relativamente novo na Europa Continental, de tal forma que, só recentemente alguns dos códigos de governo das sociedades estabelecidos sublinham a necessidade das empresas nomearem

administradores independentes (Espanha, França, Portugal), com capacidade de supervisão, fiscalização e avaliação da atividade dos administradores executivos.

A representação dos administradores independentes no conselho de administração é também reforçada pelas alterações regulamentares aplicáveis às sociedades admitidas à cotação em bolsa. Nos últimos anos, os diversos casos de fraudes contabilísticas, financeiras e tributárias, verificados nos E.U.A, conduziram ao aparecimento, em Julho de 2002, do *Sarbanes-Oxley Act*. Esta lei reforçou as suas regras nesta matéria e, como tal, estabelece que as empresas em que não existam acionistas maioritários – com mais de 50% das ações – possuam conselhos de administração maioritariamente independentes e que determinadas comissões no seio desse conselho sejam compostas unicamente por administradores independentes. No Reino Unido, as regras de admissão à cotação da Bolsa de Valores de Londres obrigam as empresas a declararem se, e como, cumprem as recomendações do *Combined Code* e explicarem as razões para não o fazerem, quando for o caso. Em Portugal, segundo o “Código do Governo das Sociedades da CMVM” as sociedades cotadas devem contar com um número adequado de administradores independentes, correspondente a, pelo menos, um quarto da totalidade dos membros do conselho de administração.

Todavia, as evidências empíricas ainda não comprovaram que a presença de mais administradores independentes no conselho de administração é mais benéfica para as empresas. Acresce a esse facto, as revelações de importantes escândalos financeiros (como, por exemplo, a *Enron* e a *WorldCom*) ocorridos em empresas cujos conselhos de administração eram compostos essencialmente por administradores independentes.

Por exemplo, os estudos de Baysinger e Butler (1985), Hermalin e Weisbach (1991), Lawrence e Stapledon (1999), Bhagat e Black (2000), todos relatam relações estatisticamente não significantes entre a proporção de administradores não executivos no conselho e as medidas de rendibilidade ou de valor das empresas. Baysinger and Butler (1985) constatam ainda que as empresas com maior proporção de administradores independentes no início dos anos 1970 evidenciam, em média, um melhor desempenho financeiro no final dos anos 80. Da mesma forma, Rosenstein e Wyatt (1990) mostram

que a nomeação de administradores não executivos para o conselho de administração aumenta o valor de mercado das empresas.

Em contraste, alguns estudos (Agrawal e Knoeber, 1996; Yermack, 1996; Bhagat e Black, 1999; Dulewicz e Herbert, 2004; Andres *et al.*, 2005; Linck *et al.*, 2008) sugerem que empresas com uma elevada percentagem de administradores independentes podem ter um desempenho mais fraco. Estes estudos não mostraram, contudo, que a inclusão de administradores independentes no conselho melhora o posterior desempenho das empresas. Num estudo realizado no Reino Unido, Dahya e McConnell (2007) analisaram os resultados encontrados no âmbito da aplicação do Relatório *Cadbury*, publicado em 1992, que aconselhava a inclusão no órgão de administração de pelo menos três administradores independentes. Os autores constataram que as empresas que cumprem com esta recomendação observam uma melhoria significativa do seu desempenho operacional. Comparando a rentabilidade das empresas um ano antes e dois anos após a adoção do Relatório *Cadbury*, verificou-se um aumento médio do ROA de 7,76% para 9,71%. Os referidos autores constataram ainda um aumento do preço das ações após o anúncio da entrada de diretores não executivos no conselho de administração.

Finalmente, alguns estudos sugerem a existência de uma relação curvilínea entre o desempenho e a proporção de diretores independentes, sugerindo que alguns conselhos possuem demasiados diretores independentes (Byrd e Hickman, 1992; Barnhart e Rosenstein, 1998). Bhagat e Black (2002) partilham, no entanto, a ideia de que a independência do conselho de administração em relação à administração é um importante instrumento de governo das sociedades. Um resumo das principais pesquisas sobre este tema pode ser encontrado em Cunha (2005).

c) Estrutura de liderança do Conselho de Administração

Os estudos realizados sobre a estrutura de liderança do conselho de administração consideram duas perspetivas teóricas contrastantes. A primeira advoga a separação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO (Fama e Jensen, 1983a;

Jensen, 1993; OCDE, 2004) e a segunda propõe a acumulação das duas funções num só indivíduo (Brickley *et al.*, 1997).

Fama e Jensen (1983a) defendem que os custos de agência podem ser reduzidos através de um processo de decisão que separe a gestão e o controlo das decisões empresariais. Jensen (1993) também alude que a função do Presidente do conselho de administração é dirigir as reuniões do conselho e vigiar o processo de contratação, despedimento, avaliação e remuneração do CEO. A separação das duas funções é essencial para a eficácia do conselho de administração uma vez que o CEO não tem independência necessária para exercer a função de controlo sem atender ao seu interesse pessoal. Além da redução dos custos de agência de monitorização do comportamento do CEO, a separação das duas funções pode trazer outros benefícios para as empresas. Por exemplo, o Presidente do conselho de administração, independente do CEO, pode ter contactos importantes em bancos ou com o governo, e pode dar contribuições valiosas baseadas no conhecimento e na experiência adquirida, muitas vezes, em outras organizações.

Contudo, existem custos associados à separação das duas funções (Brickley *et al.*, 1997)¹⁶:

- Com a delegação das decisões no presidente do conselho de administração, é-lhe conferido mais poder, que este pode usar em benefício próprio. Neste caso, os acionistas passam a incorrer em custos de monitorização do presidente do conselho de administração (as empresas assumem novos custos de agência). Estes custos podem ser reduzidos quando o presidente detém uma participação no capital das empresas.
- Existem custos de transferência de informação especializada, conhecimento e competências entre o CEO e o Presidente do conselho de administração. Esta transferência de informações é, por vezes, dispendiosa e incompleta.
- Enquanto a acumulação das funções de CEO e de Presidente do conselho de administração, permite uma liderança clara e, possivelmente, uma implementação

¹⁶ Para uma análise mais aprofundada dos benefícios e dos custos associados às duas estruturas de liderança, ver Brickley *et al.*, (1997).

mais rápida das decisões; a segregação das duas funções pode criar rivalidade entre os dois titulares e, eventualmente, torna mais difícil identificar o (s) responsável (is) pela má gestão da empresa.

A segregação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO tem gerado algum consenso entre os profissionais da área, os acionistas “ativistas” e as entidades de regulamentação, de tal forma que tem levado muitas empresas, especialmente na Europa, a separarem as duas funções (Dahya e Travlos, 2000). No entanto, encontra pouco consenso entre os académicos. Os resultados dos estudos empíricos efetuados sobre esta temática não são conclusivos. Pi e Timme (1993), ao analisarem uma amostra de bancos americanos, no período entre 1987 e 1990, concluem que a rentabilidade do ativo (medida pelo ROA) é mais fraca no caso das empresas em que existe a acumulação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO (Brickley *et al.*, 1997). Os resultados de Rechner e Dalton (1991) apontam para conclusões semelhantes (Brickley *et al.*, 1997). Mais concretamente, estes autores encontram evidências de uma relação negativa entre a acumulação das duas funções e o aumento da rotação dos ativos e dos capitais próprios e da margem de lucro. Dahya *et al.* (1996), ao analisarem uma amostra de empresas do Reino Unido, no período entre 1989 e 1992, concluem que o mercado de capitais reage positivamente à separação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO e negativamente, quando se verifica a sua fusão. Autores como Dahya *et al.* (2002) e Goyal e Park (2002), constataram que a probabilidade de substituição do CEO na sequência de períodos de fraco desempenho é maior nas empresas em que existe a segregação das duas funções (Grinstein e Valles, 2008). Mais recentemente, Bhagat e Bolton (2008) também observam uma relação negativa entre a acumulação das duas funções e o desempenho operacional das empresas. Curiosamente, cerca de 80% das grandes empresas dos EUA adotam estruturas de liderança unitárias (Adams *et al.*, 2010).

Contrariamente, existem alguns estudos académicos que afirmam existir uma relação positiva entre a acumulação das funções de CEO e Presidente do conselho de administração e o desempenho das empresas (Donaldson e Davis, 1991; Boyd, 1995, Dahya e Travlos, 2000). Faleye (2007) analisou os determinantes da estrutura de liderança

do Conselho de Administração, tendo concluído que acumulação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO está positivamente correlacionada com a complexidade organizacional, a reputação do CEO e a posse de ações pelos gestores. Os resultados de Faleye (2007) demonstram que as empresas têm em conta os custos e os benefícios das estruturas de liderança alternativas.

Quadro 2.1 – Benefícios e Custos associados às diferentes Estruturas de Liderança

	<i>Acumulação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração</i>	<i>Separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração</i>
Benefícios	<ul style="list-style-type: none">- Capacidade de resposta rápida às exigências do ambiente externo;- Decisões mais rápidas e eficazes;- Obtenção de informações completas sobre o trabalho do dia-a-dia e do contexto da indústria;- Fácil formulação e implementação da estratégia.	<ul style="list-style-type: none">- Diminuição dos custos de agência;- Separação entre a gestão e o controlo das decisões empresariais;- Como existe maior discussão, aumenta a eficiência das decisões;- Reduz o problema do entrincheiramento da gestão.
Custos	<ul style="list-style-type: none">- Aumenta o problema do entrincheiramento da gestão;- Diminui o papel de controlo do conselho de administração;- Maior probabilidade de conflito entre a gestão e os acionistas;- Decisões individuais pouco eficientes.	<ul style="list-style-type: none">- Aumenta os custos de agência de controlo do comportamento do Presidente;- Fluxo de informação incompleta entre o CEO e o presidente do conselho de administração;- Compensação do Presidente;- Processo de decisão pouco consistente;- Falta de clareza que decorre da existência de dois porta-vozes;- Conhecimento incompleto das rotinas de trabalho por parte do Presidente;- Não existe um responsável pelo desempenho da empresa;- Diminuição da capacidade de se adaptar a um ambiente em rápida mudança.

Fonte: Elsayed (2010, p. 82)

No entanto, a maioria dos estudos revela que não existem diferenças significativas entre o desempenho das empresas em que existe a acumulação de funções e as empresas em que existe a separação das funções Presidente do conselho de administração e de CEO (Baliga *et al.*, 1996; Brickley *et al.*, 1997; Daily e Dalton, 1997). Baliga *et al.* (1996), num estudo realizado nos EUA, no período de 1986 a 1991, constatam que o mercado de

capitais não reage ao anúncio da alteração da estrutura de liderança do conselho de administração, qualquer que seja o sentido da mudança. Brickley *et al.* (1997) não obtiveram evidência empírica de que a acumulação de funções esteja associada com um desempenho mais fraco. Os resultados obtidos por Daily e Dalton (1997) indicam não haver diferenças no desempenho entre as duas estruturas de liderança.

Uma explicação para a variabilidade dos resultados obtidos pelos diferentes investigadores, apontada por Elsayed (2010), poderá ser o facto de o desempenho empresarial ser resultado, não só, das decisões e das características do anterior conselho de administração (tais como, estrutura, dimensão, composição e comportamento), mas também um determinante de uma ou mais dessas características.

Elsayed (2010) acrescenta ainda que o princípio “*one universal structure fits all*” relativo à estrutura de liderança do conselho de administração, em que se fundamenta a teoria da agência e a teoria do *stewardship*, é pouco realista, por diversas razões. Em primeiro lugar, aquele princípio não assume que existem custos e benefícios associados aos dois tipos de estrutura de liderança do conselho de administração (ver resumo no quadro 2.1). Em segundo lugar, ignora a possibilidade de existirem atores internos e externos às empresas (acionistas, administradores, empregados ou credores) e outras variáveis contextuais (por exemplo, o tamanho e idade das empresas, a dispersão e a estrutura de propriedade, o mandato e os atributos do CEO, o sector de atividade e/ou as diferenças culturais e geográficas entre países) suscetíveis de influenciar a escolha da estrutura de liderança do conselho de administração. Em terceiro lugar, ignora a natureza dinâmica dos mecanismos de governo das sociedades. Por exemplo, as práticas de governo das sociedades que, há dez anos atrás, eram consideradas pró-ativas, hoje podem ser consideradas reativas ou práticas insuficientes. Finalmente, não percebe a interdependência existente entre os mecanismos de governo das sociedades. Por exemplo, se existem mecanismos de governo das sociedades que restringem a ação do CEO, não é necessário incorrer em custos adicionais para separar as funções de Presidente do conselho de administração e de CEO (Faleye, 2007).

Não obstante, a separação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO varia entre países e empresas. A estrutura de liderança é condicionada

primeiramente pelo sistema legal de cada país. Nos países em que o órgão de administração assume uma estrutura dualista (composta por um Conselho Supervisor e um Conselho de Gestão), a convergência das funções é inexistente. Nos restantes países esta separação varia de empresa para empresa. Dey *et al.* (2009) referem ainda que a maioria dos estudos “falha” por não considerar que as empresas estão dispostas a escolher a estrutura de liderança que melhor se adapta ao seu ambiente.

Outras limitações apontadas a estes estudos prendem-se com o facto de (Grinstein e Valles, 2008):

- utilizarem amostras pequenas;
- analisarem apenas o comportamento das grandes empresas;
- considerarem sobretudo observações relativas à década de 80 e 90. Também por este facto não reproduzem o impacto dos escândalos financeiros verificados nos últimos anos nem as alterações regulamentares que se lhe seguiram.

Recentemente, Grinstein e Valles (2008), com base numa amostra de empresas do índice S&P 1500, para o período entre 2000 e 2004, constataram que, em 2004, a separação das funções de Presidente do conselho de administração e CEO ocorre em 31% das empresas analisadas, enquanto em 2000 esse valor ascendia a 24%. Os autores também encontram evidências de que, na maioria dos casos, a separação das duas funções ocorre quando o Presidente do conselho de administração e o CEO se aproxima da idade da reforma. Nesse momento, o Presidente do conselho de administração transfere a posição de CEO para outro indivíduo, até que este obtenha a experiência necessária para assumir igualmente a posição de presidente. Nos restantes casos, consideram que a separação das duas funções, entre 2000 e 2004, regista um acréscimo devido a problemas de agência. Em particular, observam um aumento da percentagem de presidentes independentes. As conclusões de Grinstein e Valles (2008) sugerem que, a nomeação de diretores independentes para a presidência do conselho de administração está associada ao mau desempenho anterior das empresas. Concluem ainda que o desempenho das empresas melhora, em média, no primeiro ano de mandato do novo Presidente independente. Finalmente, Grinstein e Valles (2008), procuram verificar se a presença de um Presidente independente está associada à manifestação de conflitos de agência na empresa, em períodos anteriores. Os conflitos de agência são medidos pelos “restatements” às demonstrações financeiras no

período entre 2000 e 2004. Concluem que a separação das duas funções e a escolha de um Presidente independente não está relacionada com o “restatement” das demonstrações financeiras. Não obstante, a resposta do mercado ao anúncio de “restatements” é significativamente negativa, em particular, nas empresas que não separam as duas funções.

Linck *et al.* (2008) ao analisarem os determinantes da estrutura de liderança do conselho de administração, no período entre 1990 e 2004, constataam que a acumulação das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO ocorre nos casos em que o CEO tem mais idade e o seu mandato é longo. Este resultado é consistente com a hipótese de que as empresas recompensam a elevada capacidade do CEO, atribuindo-lhe cumulativamente a função de Presidente do conselho de administração.

Os resultados de Dey *et al.* (2009), para uma amostra de empresas, entre 2001 e 2006, sugerem que a escolha da estrutura de liderança está relacionada com a envolvente económica das empresas, com a necessidade de partilha de informações, com os custos de agência e com o poder e/ou competência do CEO. Este estudo conclui ainda que o número de empresas que separa as funções de Presidente do conselho de administração e de CEO aumentou de 2001 para 2006, contudo não constataram qualquer reação positiva do mercado após o anúncio da separação das duas funções ou a melhoria do desempenho das empresas quando ocorre essa separação.

Os resultados de Lin *et al.* (2009) obtidos a partir de uma amostra de empresas chinesas, para os anos entre 1999 e 2002, também não encontram uma relação estatisticamente significativa entre a acumulação das funções de Presidente do conselho de administração e CEO e o desempenho.

Em geral, os vários estudos revelam a inexistência de uma relação inequívoca e sistemática entre a liderança do conselho de administração e o desempenho financeiro das empresas. Todavia, a literatura não rejeita a existência de tal relacionamento, pelo que é importante continuar a investigar, utilizando pesquisas mais robustas.

2.4.2.3 Remuneração dos executivos e planos de incentivo

Sob a perspectiva da teoria da Agência, a remuneração dos executivos é considerada um mecanismo de controlo que permite alinhar os interesses entre gestores e acionistas e incitar à criação de valor para os acionistas (Jensen e Murphy, 1990; Tosi *et al.*, 1997, Core *et al.*, 2003; Holmstrom e Kaplan, 2003). Num contexto de informação incompleta em que os contratos, mesmo os complexos, não conseguem acautelar todas as situações, é possível minimizar o risco de agência através da atribuição de benefícios salariais que premeiem o desempenho. Segundo Ehrenberg e Smith (2000), citado por Duarte (2006), os contratos de remuneração devem garantir aos executivos níveis competitivos de rendimento, para que estes se esforcem por incrementar o valor das empresas, maximizando o retorno do investimento realizado pelos acionistas. Porém, a remuneração dos executivos também pode ser encarada como um custo de agência dado que pode gerar comportamentos oportunistas por parte dos gestores, sempre que estes tenham interesses divergentes dos das empresas (Bebchuck e Fried, 2004).

Sobre os modelos de remuneração dos executivos baseados no desempenho das empresas, as principais empresas de consultoria de recursos humanos (HayGroup, Mercer, entre outros) revelam que os benefícios salariais - ações da própria empresa, bónus, planos de opções de compra de ações, participação nos resultados, planos de reforma, revisões salariais, entre outros – representam a componente que mais cresceu no total da remuneração dos executivos durante os anos noventa. Todavia, o elevado crescimento dos salários dos gestores, a queda dos mercados iniciada na Primavera do ano 2000 e a sucessão de escândalos empresariais como a Enron ou Worldcom intensificaram o conflito de agência entre gestores e acionistas (Kaplan, 2008). Inclusive, os factos enunciados vieram questionar a adequação dos benefícios salariais em vigor, com destaque para os planos de opções de compra de ações.

A literatura sobre a remuneração dos executivos tem crescido a um ritmo apenas rivalizado pelo crescimento da remuneração dos próprios executivos (Bruce *et al.*, 2005). Embora exista alguma falta de consenso sobre a relação entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas, a evidência empírica mais aceite aponta para a existência de uma relação positiva (Hall e Liebman, 1998; Zhou, 2000; Perry e Zenner,

2001; Hillegeist e Peñalva, 2004). Contudo, a maioria dos estudos realizados no âmbito da teoria da agência, revelam uma relação pouco significativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas.

Jensen e Murphy (1990) documentam uma sensibilidade pouco significativa entre a remuneração do CEO e o desempenho das empresas, durante a década de setenta e de oitenta (período durante o qual a atribuição de planos de opção de compra de ações tinha pouco significado). Os autores constataam que o CEO recebe, em média, apenas 3,25 dólares por cada 1.000 dólares de riqueza criada para os acionistas (amplamente citada por Estatística *Jensen-Murphy*).

Por outro lado, Hall e Liebman (1998) constataam uma forte correlação entre a remuneração do CEO e o desempenho das empresas, sugerindo que a sensibilidade tende a aumentar depois dos anos oitenta, com o aumento da atribuição de planos de opção de compra de ações. Com efeito, os seus resultados mostram uma sensibilidade pouco significativa da remuneração fixa e do bónus anual às flutuações do preço das ações, enquanto a componente da remuneração constituída por ações sobre ações e por ações da empresa é bastante sensível às flutuações do mercado.

Por sua vez, Perry e Zenner (2001) observam que a sensibilidade entre a remuneração do CEO e o desempenho das empresas é superior à observada por Jensen e Murphy (1990): a mediana da estatística *Jensen-Murphy*, no ano de 1996, situa-se entre 7 e 25 dólares por cada 1.000 dólares de valor criado para os acionistas. No contexto do Canadá, Zhou (2000) verifica que a sensibilidade da remuneração em espécie do CEO ao desempenho das empresas é de 5,62 dólares por cada 1.000 dólares. Hillegeist e Peñalva (2004) analisam o impacto dos planos de opção de compra de ações sobre o desempenho das empresas, durante o período de 1996 a 1999, tendo constatado que as empresas que obtêm melhor desempenho são as que atribuem planos de opção de compra de ações aos seus executivos como forma de incentivo.

Contrariamente, Core *et al.* (1999) documentam uma relação negativa entre a remuneração do CEO, quando esta é excessiva, e o retorno das ações. Os resultados encontrados por Brick *et al.* (2006) também apontam para as mesmas conclusões. Murphy

(2002) questiona os fatores que influenciam a relação entre o modelo de remuneração dos gestores e o desempenho das empresas e, conseqüentemente, a eficácia da atribuição de incentivos. O autor argumenta que a falta de uma relação inequívoca observável nos diferentes estudos, pode dever-se ao facto de os administradores executivos e não executivos não compreenderem o funcionamento dos contratos de incentivo. Por outro lado, Jensen e Murphy (1990) argumentam que a explicação para este cenário, reside em factores legais e políticos externos comuns a muitos países.

Os estudos empíricos realizados para empresas fora dos EUA, também documentam que a sensibilidade da remuneração ao desempenho é fraca (veja-se Conyon e Murphy (2000) e Buck *et al.* (2003) para o Reino Unido, Haid e Yurtoglu (2006) e Edwards *et al.* (2009) para a Alemanha, e Fernandes (2008) e Pereira e Esperança, 2009, para Portugal). Pereira e Esperança (2009) analisam os determinantes da remuneração variável das maiores empresas portuguesas, tendo concluído que existe maior propensão por parte das empresas de capital disperso para adotar modelos de remuneração variável, e que só as empresas familiares mais antigas beneficiam com a adoção destes modelos de remuneração. Já anteriormente, Duarte *et al.* (2006), haviam analisado os determinantes do pagamento de remuneração variável aos colaboradores das empresas portuguesas cotadas na Bolsa de Lisboa, no período entre 2002 e 2003. Os resultados obtidos mostram que o potencial de promoção e carreira constitui uma alternativa à utilização de remuneração variável e que a remuneração variável é utilizada para níveis hierárquicos mais elevados, em empresas de menor dimensão e para colaboradores com níveis de educação mais elevados. Os autores concluem também que existe uma relação positiva entre a probabilidade de existência de remuneração variável e a rendibilidade, mas apenas quando medida com base em indicadores contabilísticos. No entanto, os montantes de remuneração variável são mais elevados nas empresas com menor rendibilidade.

Firth *et al.* (2006) também observam uma relação positiva, embora a sensibilidade da remuneração ao desempenho das empresas chinesas cotadas propriedade de *blockholders* privados não seja significativa. Kato e Kubo (2006), ao analisar a remuneração do CEO de uma amostra de empresas japonesas cotadas e não cotadas, confirmam a existência de uma relação positiva.

Os resultados do estudo de Duffhues e Kabir (2008), tendo por base uma amostra de empresas cotadas na Bolsa de Valores de Amesterdão, apontam para uma relação negativa entre a remuneração dos executivos e o desempenho das empresas. Por outro lado, analisando uma amostra de empresas italianas, Brunello *et al.* (2001) constatam que a relação entre a remuneração e desempenho é maior nas empresas de capital estrangeiro, nas empresas cotadas e nas empresas multinacionais.

Outra constatação importante observada por Werner *et al.* (2005) é que a relação entre a remuneração de todos os trabalhadores e o desempenho das empresas é maior quando as empresas são controladas pelos proprietários ou quando os proprietários são também os gestores das empresas. Verificaram, ainda, que a remuneração total recebida pelo CEO quando este é membro da família é menor que quando são externos à empresa. Num outro estudo (Gomez-Mejia *et al.*, 2003) verificaram que a remuneração aumenta quando a propriedade familiar aumenta.

2.5 Enquadramento normativo e evolução do governo das sociedades

Os debates sobre a temática do governo das sociedades aumentaram consideravelmente nos últimos anos. As principais intervenções em matéria de governo das sociedades reagiram a situações de crise, procurando repor a segurança e a confiança nos mercados. O código Cadbury (1992) também surgiu na sequência de graves escândalos societários ocorridos no Reino Unido. Na Europa Continental, os Princípios emitidos pela OCDE, em 1999, seriam a reação à crise asiática verificada em 1997 e 1998. Os casos de fraudes contabilísticas, acesso a informação privilegiada e de evasão fiscal, de grandes empresas americanas como a Enron, a Worldcom e outras, levaram a um aumento do debate sobre este tema. Estes casos lançaram profundas preocupações sobre a adequação das soluções vigentes relativas a uma ampla gama de problemas, como o reforço da credibilidade da informação financeira e a eficiência dos sistemas de fiscalização das sociedades cotadas na Bolsa (Cunha, 2005).

O governo das sociedades desenvolveu-se a um ritmo e sistemas diferenciados, mesmo nos mercados e nos países economicamente mais evoluídos. Existe uma clara separação

entre o problema básico de governo das sociedades nas empresas da Europa Continental e nas empresas Anglo-Saxónicas. Com efeito, o sistema de governo das sociedades adotado por uma empresa reflete as características económicas, históricas, culturais e legais de um país. É ainda moldado pela estrutura de propriedade e de controlo empresarial e pelo papel desempenhado pelos mercados financeiros aí existentes. Tais diferenças contribuem para as diferenças encontradas entre os sistemas de governo das sociedades dos diversos países.

As primeiras pesquisas apontavam para dois sistemas de governo das sociedades que caracterizavam as estruturas dos diversos países: o sistema anglo-saxónico (EUA, Reino Unido e Canadá) e, o sistema nipo-germânico (Alemanha, Japão, Bélgica, Espanha, França, Holanda, Itália, Suíça e Portugal). Alguns autores fazem uma classificação diferente aos modelos referidos, referindo-se a eles como sistemas centrados no mercado (*market-centered governance systems*) e sistemas centrados nos bancos (*bank-centered governance systems*). Estes últimos são designados por sistemas centrados nos bancos devido ao papel central desempenhado pelas instituições financeiras (bancos e seguradoras) no financiamento das empresas.

Em Portugal, o tema do governo das sociedades é impulsionado essencialmente, pelo direito das sociedades, permanentemente renovado e pelo direito dos valores mobiliários, a que se juntaram as recomendações e regulamentos da CMVM e o papel interventivo do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG). Todos procuram intervir no debate sobre o governo das sociedades, quer a nível nacional como internacional.

Refira-se o papel recente do IPCG, criado em Maio de 2004, com um âmbito de atuação centrado no governo das sociedades. Uma das primeiras missões levadas a cabo por este Instituto foi a elaboração, em 2006, do Livro Branco sobre o governo das sociedades em Portugal. No início do ano de 2009, lançou sob a forma de ante-projecto, o “Código de Bom Governo das Sociedades” (IPCG, 2009), que se assume como um conjunto de princípios e de recomendações. No entanto, este documento não pretende entrar em conflito com as recomendações da mesma natureza emanadas pela CMVM.

Uma síntese dos principais marcos regulatórios internacionais e nacionais considerados mais importantes são apresentados nos quadros A.2.1 e A.2.2 constantes do apêndice 2.1.

2.5.1 Legislação portuguesa no âmbito do governo das sociedades

Código das Sociedades Comerciais

O Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo D.L. n.º 262/86, de 2 de Setembro, encerra um conjunto de disposições relacionadas com a direção e o controlo da generalidade das sociedades comerciais portuguesas, destacando-se os normativos relacionados com a organização e funções da administração, com o exercício do direito de voto e com os órgãos de fiscalização das sociedades. O CSC tem sido objeto de várias alterações, sendo que a mais recente, e com maior impacto em matéria de governo societário, ocorreu com a publicação do D.L. n.º 76-A/2006, de 29 de Março.

As modificações mais importantes trazidas por este diploma compreendem: (1) a introdução de novos conceitos, (2) a administração e fiscalização das sociedades anónimas, e (3) novos deveres legais cometidos aos membros dos órgãos de administração e fiscalização (Cunha, 2010). Primeiro, este novo diploma procura delimitar novos conceitos, designadamente de “grande sociedade anónima”¹⁷ e de “membro independente do órgão de administração”¹⁸. Segundo, procura flexibilizar as estruturas de administração, permitindo a adoção de uma de três modalidades:

- a) Modelo clássico (monista ou latino), com um único órgão de administração (o conselho de administração ou, nas sociedades com capital inferior a 200 000 euros, o administrador único), um órgão de fiscalização (um fiscal único, que deve ser revisor oficial de contas ou sociedade de revisores oficiais de contas, ou um conselho fiscal) [art. 278º, n.º1, al. a) e, n.º 2; 390º, n.º 2 e 413º, n.º1]. O conselho de administração possui simultaneamente funções de supervisão e de gestão. Este pode ainda, delegar a gestão corrente da sociedade numa comissão executiva ou em administradores delegados. Este modelo prevalece em Espanha, Itália, Portugal e Bélgica. Corresponde ao modelo clássico português.

¹⁷ Por “grandes empresas ou sociedades anónimas” entendem-se as sociedades que, durante pelo menos dois anos consecutivos, cumprem dois dos três limites seguintes: (i) total do balanço de 100 milhões de euros, (ii) vendas líquidas e outros proveitos de 150 milhões de euro, e (iii) número médio de trabalhadores durante o exercício de 150 (CSC, art. 413º).

¹⁸ A definição de “membro independente” do órgão de administração, veio estender aos membros dos órgãos de administração a lista das incompatibilidades descritas no art. 414-A do CSC, até então de aplicação exclusiva aos membros dos órgãos de fiscalização e, ao mesmo tempo, criou a figura genérica do membro independente (aplicável aos membros do conselho fiscal, do conselho geral e de supervisão, da mesa da assembleia geral e aos administradores que integram a comissão de auditoria).

- b) Modelo dualista, em que existe um conselho de administração executivo (ou, um único administrador quando o seu capital não exceda os 200 000 euros), um conselho geral e de supervisão e um revisor oficial de contas [ou uma sociedade de revisores oficiais de contas - art. 278º, n.º1, al. b) e, n.º 2; 424º, n.º 2]. A tarefa de fiscalização é obrigatoriamente cometida a uma comissão para as matérias financeiras criada no seio do conselho geral e de supervisão e sujeita a especiais requisitos de independência e especialização. Trata-se de um modelo que prevalece na Alemanha, Holanda e nas empresas do sector financeiro Suíças. Este modelo foi introduzido em Portugal em 1986.
- c) Modelo anglo-saxónico, em que existe um conselho de administração, uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas [art. 278º, n.º1, al. c) e, n.º 2; 446º, n.º 1]. A fiscalização da sociedade compete à comissão de auditoria e ao revisor oficial de contas. Modelo que prevalece nos EUA e no Reino Unido. Este modelo foi introduzido em Portugal com a reforma de 2006.

Por último, de acordo com o art. 64º do CSC, os gerentes ou administradores das sociedades devem observar: “(a) deveres de cuidado, revelando a disponibilidade, a competência técnica e o conhecimento da atividade da sociedade adequados às suas funções e empregando nesse âmbito a diligência de um gestor criterioso e ordenado; e (b) deveres de lealdade, no interesse da sociedade, atendendo aos interesses de longo prazo dos sócios e ponderando os interesses dos outros sujeitos relevantes para a sustentabilidade da sociedade, tais como os seus trabalhadores, clientes e credores”. Os membros “com funções de fiscalização devem observar deveres de cuidado, empregando para o efeito elevados padrões de diligência profissional e deveres de lealdade, no interesse da sociedade”.

Mais recentemente, o D.L. n.º 185/2009, de 12 de Agosto, traz novas reformas legislativas, sendo de destacar as novidades implementadas em matéria de governo societário, nomeadamente, em matéria de prestação de contas anuais, no sentido de concorrer para a modernização do direito societário e o aumento da comparabilidade da informação financeira das empresas a nível comunitário. De entre as novas disposições introduzidas no CSC em matéria de prestação de contas anuais, destacam-se as seguintes:

- As sociedades devem passar a prestar informação, no anexo às contas, sobre a natureza comercial das operações não incluídas no balanço e o respetivo impacto financeiro, quando os riscos/benefícios associados sejam relevantes [art. 66º-A, n.º 1, al. a);
- Devem ainda prestar informação, no anexo às contas, sobre os honorários totais faturados durante o exercício financeiro [art. 66º-A, n.º 1, al. b);
- As sociedades que não apliquem as normas internacionais de contabilidade devem ainda, proceder à divulgação, no anexo às contas, de informação sobre as operações realizadas com partes relacionadas, incluindo, nomeadamente, os montantes dessas operações, e a natureza da relação com a parte relacionada [art. 66º-A, n.º 2];
- E, de particular relevância para o governo das sociedades, é acrescida uma nova alínea ao n.º 2 do artigo 70.º do CSC (alínea b), que obriga as sociedades a disponibilizar aos *stakeholders*, no site na internet, quando exista, e na sua sede, cópia integral do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário, quando não faça parte do relatório de gestão.

Importa salientar, para efeitos deste estudo, o papel do conselho de administração, a quem compete a gestão e a representação da sociedade (CSC, art. 405º, 406º e 408º), agindo no melhor interesse dos acionistas.

No âmbito do direito à informação pelos acionistas, atribui o CSC (art. 288º e segs.) o direito de todo e qualquer acionista que possua ações correspondentes a pelo menos 1% do capital social da empresa, a possibilidade de obtenção de informações básicas da sociedade. Acrescenta o direito coletivo à informação, pelos acionistas cujas ações, individual ou coletivamente, perfaçam 10% das participações sociais, conferindo-lhes o direito de solicitar ao órgão de administração elementos sobre quaisquer assuntos ocorridos ou previsíveis (CSC, art. 291º), que possam originar a responsabilidade dos membros do conselho de administração ou do conselho fiscal.

O CSC permite inclusivamente o direito à informação para efeitos de deliberação em assembleia geral. Dispõe o art. 214º, n.º 1, do CSC que os acionistas podem “requerer informações verdadeiras, completas e elucidativas sobre a gestão da sociedade” que lhe

permitam formar opinião fundamentada sobre os assuntos em apreciação na assembleia geral, devendo para tal ter acesso às informações preparatórias.

Código dos Valores Mobiliários

Do Código dos Valores Mobiliários, aprovado pelo D.L. 486/99, de 13 de Novembro, objeto de algumas alterações, constam várias normas dedicadas às sociedades com capital aberto ao investimento do público, nomeadamente sobre matérias como: (a) aquisição e perda de qualidade das sociedades abertas, (b) especiais exigências informativas para as sociedades e seus titulares de participações qualificadas, (c) proteção aos investidores e, (d) auditores e exercício do direito de voto.

O desenvolvimento dos mercados financeiros em Portugal trouxe para a discussão pública a importância do aperfeiçoamento dos mecanismos de proteção dos investidores. É através da apresentação de um conjunto de recomendações que a CMVM procura transpor para o contexto nacional a reflexão relativa ao governo das sociedades. Em 1999, a CMVM emitiu um total de 17 Recomendações, tendo como objetivo induzir as sociedades a aumentar a transparência sobre a sua estrutura organizativa interna, facilitar o exercício do controlo acionista por parte dos investidores e evitar a adoção de mecanismos que dificultassem o controlo do governo das sociedades pelo mercado.

As Recomendações foram agrupadas em cinco capítulos distintos: (i) recomendações relativas à divulgação da informação, (ii) recomendações respeitantes ao exercício de voto e representação acionista, (iii) recomendações sobre a adoção de certas regras societárias, (iv) recomendações sobre a estrutura e funcionamento do órgão de administração e, por fim, (v) recomendações dirigidas aos investidores institucionais.

Desde 1999 até à presente data, estas recomendações sofreram uma evolução bastante significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à envolvente regulamentar. Um resumo alargado sobre a evolução verificada pode ser encontrada em Cunha (2005). Posteriormente à publicação do referido estudo, verificaram-se diversas alterações legislativas, que procurámos atualizar neste estudo. Com a publicação recente do Regulamento n.º 4/2013, de 18 de Julho e das Recomendações da CMVM sobre Governo

das Sociedades de 2013, existem hoje mais de 50 recomendações com impacto direto no governo das sociedades, em geral, e no governo das sociedades cotadas, em particular.

Em Portugal, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento das recomendações contidas no Código de Governo das Sociedades (*comply*) e, bem assim, devem informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (*explain*). Este modelo de informação de origem britânica (*comply or explain*), é hoje imposto em termos europeus. Não obstante, têm-se assistido à transposição para o plano regulamentar de algumas matérias suscetíveis de maior conflitualidade, salientando-se a obrigação de informação relativa ao seu cumprimento ou não cumprimento e respetiva justificação, segundo a filosofia “*comply or explain*”. A CMVM tem assumido a tarefa de fiscalizar, no contexto nacional, o conteúdo dos relatórios de governo das sociedades. Não obstante, no âmbito do direito europeu, os códigos de governo das sociedades não estão sujeitos a qualquer tipo de fiscalização pública relativamente ao próprio grau de acolhimento. A propensão é, aliás, em grande parte oposta.

No âmbito da temática do governo das sociedades, dada a sua importância, são ainda de destacar um conjunto de regulamentos emitidos pela CMVM, nomeadamente os Regulamentos n.º 5/2008, n.º 2/2013 e n.º 1/2014, relativos a deveres de informação, sistema de indemnização dos investidores e auditores, respetivamente.

2.6 Os problemas de agência e as empresas familiares

Duas variáveis importantes para definir uma empresa como familiar são a propriedade e o controlo. Ussman (2004, 20), no seu livro “Empresas Familiares”, avança a seguinte definição de empresa familiar “aquela em que propriedade, ainda que parcial, e o controlo estão nas mãos de um grupo unido por relações de parentesco, podendo também tratar-se de uma ou mais famílias a formar tal grupo...”.

Westhead e Cowling (1998) sugerem que as várias definições de empresa familiar documentadas na literatura incluem as seguintes características: (1) o CEO e o presidente do conselho de administração consideram a empresa como sendo um negócio familiar, (2) a maioria das ações estão nas mãos de um grupo ligado por relações de parentesco, (3) a equipa de gestão é composta por membros de uma única família que é proprietária da empresa, (4) a empresa conhece um processo de sucessão de pais para filhos, consecutivo, de modo a manter o negócio em família.

A propriedade familiar é um fenómeno global. Na Europa Continental, Ásia de Leste e do Sul, Médio Oriente, América Latina e África, existe uma predominância de empresas familiares (La Porta *et al.*, 1999; Claessens *et al.*, 2000; Faccio e Lang, 2002, Burkart *et al.*, 2003), mesmo entre as empresas cotadas.

Em Portugal encontramos um predomínio de propriedade e gestão familiar, que não está limitado às pequenas empresas, mas também às empresas de grande dimensão. Algumas com parte do capital disperso em bolsa, outras com o capital integralmente controlado pelas famílias, como são o caso do Grupo Sonae, Grupo Mota Engil, ou ainda Luís Simões ou Manuel Nabeiro Silveira, entre muitas outras. De acordo com a Associação Portuguesa de Empresas Familiares (APEF), o peso das empresas familiares em Portugal está estimado entre os 70% e 80%. Estas produzem cerca de 60% do Produto Interno Bruto (PIB) e empregam cerca de 50% da mão-de-obra.

Schulze *et al.* (2003) argumentam que a propriedade familiar exerce uma influência informal importante sobre a gestão, com aspetos positivos e negativos para as empresas. Na perspetiva da teoria da agência, as empresas de propriedade familiar possuem várias características que, *a priori*, as tornam organizações eficientes: (1) o alinhamento de interesses entre o agente (o gestor membro da família) e o principal (a família proprietária) reduzem o oportunismo e os custos inerentes à separação entre o controlo e a gestão das decisões (Fama e Jensen, 1983a); (2) reduzem os custos de agência na medida em que o agente-principal não expropria a riqueza dos acionistas através da utilização indevida dos recursos da empresa; e, (3) a gestão familiar reduz os custos de agência pois a monitorização é realizada através de membros da família relacionados com a empresa, o que beneficia os acionistas (Jensen e Meckling, 1976). Lubatkin *et al.* (2005)

identificam um conjunto de características subjacentes às empresas familiares (por exemplo, consonância de metas, confiança, comunicação, reciprocidade), que permitem o alinhamento de interesses e diminuem a assimetria de informação dos responsáveis no processo de tomada de decisão. Anderson e Reeb (2003), como referimos no ponto anterior, observaram que as empresas familiares têm melhor desempenho que as não familiares.

Por outro lado, o controlo familiar pode aumentar o risco de expropriação dos acionistas minoritários que não são membros da família, e pode prejudicar o desempenho das empresas (Bloom e Van Reenen, 2007). Os proprietários das empresas familiares podem expropriar os recursos das empresas e nomear membros da família, pouco qualificados, para desempenharem cargos de importância (Claessens *et al.*, 2000). A rivalidade entre irmãos, a “inveja geracional”, a ausência de remuneração com base no mérito e as decisões estratégicas pouco racionais podem destruir o valor das empresas familiares (Gomez-Mejia *et al.*, 2001). As relações entre o agente (os gestores membros da família) e o principal (a família proprietária) quando baseadas em emoções, sentimentos e vínculos informais, tornam menos eficaz o papel de monitorização dos gestores (Schulze *et al.*, 2001). Finalmente, um facto de agravamento dos problemas de agência, é o do altruísmo, definido como um valor moral que motiva os indivíduos a realizar ações que beneficiam outros sem qualquer expectativa de recompensa. Este comportamento altera a estrutura de incentivos das empresas familiares, de forma que as vantagens obtidas são neutralizadas pelos problemas de auto-controlo e risco moral.

As vantagens ou desvantagens do controlo familiar também dependem do tamanho e da complexidade das organizações. Segundo Gedajlovic *et al.* (2004), as empresas com gestão familiar são mais propensas a nascer, crescer e prosperar em ambientes de elevado dinamismo e baixos níveis de generosidade e complexidade. Quando o ambiente se torna mais generoso e complexo, torna-se necessário que as empresas se apropriem de sistemas de controlo mais formais e sistemáticos. É neste momento que as empresas de gestão familiar se deparam com problemas.

2.7 A diversidade de género nos conselhos de administração

Fruto da globalização, em particular das alterações a nível produtivo e tecnológico, a intervenção da mulher no mercado do trabalho tem assumido grande relevância nos últimos anos. Assegurar o equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração é hoje a tônica dominante, sendo este um tema simultaneamente atraente e polémico.

O estudo realizado pelo *Corporate Women Directors International* (CWDI)¹⁹, em 2013, sobre a participação feminina nos conselhos de administração de empresas em todo o mundo, destaca a Noruega como o país com maior representação feminina nos conselhos de administração. De acordo com a pesquisa efetuada pelo CWDI a representação das mulheres nos conselhos de administração em todo o mundo continua a ser desigual. Verifica ainda que, um grande número de empresas de algumas das principais economias da OCDE, incluem as mulheres nos conselhos de administração. Os resultados do estudo realizado pelo CWDI revelaram que na Noruega – 100% das empresas analisadas têm mulheres nos conselhos de administração; Finlândia – 100%; França -100%; Reino Unido – 100%; Itália – 90%; E.U.A – 89,7%; e Alemanha – 84%; depois seguem-se muito atrás a Índia com 40%, a Rússia com 38,5%, a Áustria com 35%, Portugal com 30% e o Japão com 16%.

Por outro lado, segundo a pesquisa efetuada pelo CWDI, a percentagem de mulheres que participam nos conselhos de administração, apesar dos poucos casos de sucesso como a Noruega (40,5%), é bastante baixa em vários países do mundo, especialmente na região do Médio Oriente e do Norte da África: destaca-se Omã (com 1,8%) de mulheres na administração, sucede-lhe o Kuwait e o Bahrein (ambos com 1,7%), os Emirados Árabes Unidos (com 1,3%), o Qatar (com 0,3%) e a Arábia Saudita (com 0,1%).

Uma solução encontrada em países como a Noruega, Itália, Espanha, África do Sul e França, entre outros, foi o estabelecimento de quotas de representação das mulheres nos

¹⁹ Disponível no *web site* da GlobeWomen (<http://www.globewomen.org/cwdi/cwdi.htm>)

conselhos de administração, quer para empresas de capital aberto de determinada dimensão, quer para as empresas estatais. Portugal não dispõe de qualquer sistema de quotas. As entidades reguladoras também têm exercido pressão para as empresas procurarem a diversidade de género para além das quotas impostas. Por exemplo, nos E.U.A., a SEC começou, recentemente, a exigir às empresas de capital aberto a divulgação das suas políticas, quando existem, em torno da diversidade de género dos membros do conselho de administração.

Enquanto a definição de quotas se mostrar insuficiente para abrir novas oportunidades à participação feminina, é importante criar consciência pública para a importância de deixar cair os “velhos estereótipos” e permitir que as mulheres tenham plenos poderes de gestão.

Por exemplo, muito recentemente, o estudo de Adams e Ferreira (2009) revela algumas vantagens da participação feminina nos conselhos de administração, a referir:

- as mulheres são mais participativas nas reuniões do órgão de administração;
- as mulheres tem mais propensão para integrar as comissões de auditoria, de nomeação e de governo das sociedades;
- a presença de mulheres no órgão de administração propícia a remuneração dos administradores através de planos de opções de compra de ações;
- a participação feminina nas reuniões tem um impacto positivo na participação masculina;
- E, mais importante para as economias emergentes e em vias de desenvolvimento, a diversidade de género é benéfica para as empresas que possuem pequenos acionistas.

Na sequência do citado estudo, outros benefícios vão sendo apontados à participação feminina nos conselhos de administração, nomeadamente:

- permite diminuir o risco de existir uma visão uniforme por parte dos conselhos de administração homogéneos;
- procura a inclusão de investidores institucionais no conselho de administração aumentando a diversidade, e;
- contribui para a melhoria da cidadania empresarial.

Um estudo da McKinsey's²⁰, de 2013, sobre a temática da diversidade de género nos órgãos de administração das empresas, revela que houve algum progresso na diversidade de género nos anos mais recentes, mas também confirma que as mulheres continuam sub-representadas nos órgãos de administração, situação que é transversal a todos os sectores de atividade e a nível global. Este estudo traz novas perspetivas sobre as ambições das mulheres e a razões pelas quais estas se debatem, alterando várias ortodoxias. Ressalta a importância da cultura empresarial quer para apoiar as ambições das mulheres quer para criar uma consciência para as barreiras específicas enfrentadas pelas mulheres na ascensão às carreiras de topo nas empresas. Em particular, deveria ser fomentada uma cultura empresarial inclusiva que aceite a diversidade de género. Também deveriam ser revistos os estilos de liderança prevalentes no órgão de administração, bem como os modelos de avaliação de desempenho, que o estudo designa por “*anytime, anywhere*”, e que são penalizadores para as mulheres. Isto é, chama a atenção para a necessidade de se construir modelos de desempenho verdadeiramente neutros em relação ao género.

“As empresas devem adotar políticas de diversidade que contribuam para o equilíbrio entre a vida profissional e familiar para mulheres e homens e que incentivem, nomeadamente, o aconselhamento, a criação de redes e a formação adequada para os postos de gestão, essenciais para as mulheres que pretendam seguir uma carreira profissional que as torne elegíveis para os conselhos de administração” (União Europeia, 2011, p. 9).

A Comissão Europeia destaca a necessidade de promover a igualdade em matérias como a independência económica da mulher, a participação equilibrada de homens e mulheres nos processos de tomada de decisão, reconhecendo o seu contributo para a coesão social, competitividade, crescimento sustentável, emprego e usufruir das qualificações e competências das mulheres (ACEGIS, 2014).

Os países membros e as instituições europeias têm vindo a desenvolver vários esforços no reforçar a presença das mulheres nos conselhos de administração das empresas, promovendo a igualdade entre homens e mulheres. Neste contexto, o Tratado de Lisboa²¹, a Estratégia para a Igualdade de Homens e Mulheres – 2010-2015 e o Pacto Europeu para

²⁰ Disponível no *web site* da McKinsey (http://www.mckinsey.com/features/women_matter)

²¹ Assinado em 2007, entrou em vigor em dezembro de 2009.

a Igualdade de Género 2011-2020, abriram caminho para melhorias no domínio da igualdade de oportunidades entre homens e mulheres (União Europeia, 2012). A Comissão Europeia, procurou acelerar o equilíbrio de géneros nos conselhos de administração das empresas europeias tendo, em novembro de 2012, adotado uma proposta de diretiva que fixa como objetivo mínimo uma quota de 40 % de administradores não executivos do género sub-representado até 2020, para as sociedades cotadas na Europa, e até 2018 para as empresas públicas (ACEGIS, 2014). A nível nacional, a Resolução do Conselho de Ministros n.º 19/2012, de 8 de março de 2012, obriga à adoção, em todas as entidades do sector empresarial do Estado, de planos para a igualdade, como o objetivo de promover a participação equilibrada e representativa da mulher em lugares de decisão. Esta recomendação é igualmente aplicável ao sector empresarial privado, em particular, às empresas cotadas em bolsa.

Em Portugal, o Livro Branco sobre o *Corporate Governance* não faz qualquer referência à diversidade de género dos administradores, não se sabe se, por razões históricas, culturais, estereótipos ou outras. Os relatórios anuais sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, da CMVM, publicados entre 2007 e 2010 também não analisam a distribuição dos cargos do conselho de administração segundo o género dos membros. O primeiro relatório a fazer referência à diversidade de género no conselho de administração é publicado em 2011, embora reportasse à situação existente em 31 de Dezembro de 2009.

De acordo com análise aos Relatórios sobre o governo das sociedades, da CMVM, com referência à diversidade de género, podemos concluir o seguinte:

- Em 2009, apenas 5,6% dos cargos de administração das sociedades cotadas eram exercidos por mulheres; esta percentagem subiu ligeiramente para 5,9% em 2010, para 7,2% em 2011, e diminuiu para 6,6% em 2012;
- No caso dos cargos executivos, a percentagem de mulheres era um pouco inferior à média global, descendo para 4,7% em 2009; em 2010 era ainda menos relevante pois representavam apenas 4,0% do total; em 2011 correspondia a 5,9% do total e; em 2012 acompanha a descida global verificada, representando 4,9% do total;
- Em nenhum dos anos, entre 2009 e 2012, ou empresas analisadas, o cargo de presidente do órgão de administração foi ocupado, de facto, por uma mulher;

- Em 2009, a percentagem de mulheres a exercer funções no órgão de administração em empresas do modelo anglo-saxónico era de metade da média global (2,8%); em 2010 essa percentagem subiu para 3,5% e, entre as empresas do modelo latino, as mulheres ocupavam 7,0% dos cargos no órgão de administração;
- As empresas financeiras registavam uma percentagem de mulheres em cargos de administração abaixo da média (2,6% e 3% em 2009 e 2010, respetivamente).

Com base nos referidos relatórios, constata-se ainda que:

- Em 2010, existiam 22 empresas (em 44) sem a presença de mulheres no órgão de administração e 16 (em 32) na comissão executiva. “Apenas 8 das 44 empresas integravam mulheres no respetivo órgão de fiscalização”.
- No ano de 2011, 12 empresas (em 44) também não apresentavam mulheres no órgão de administração e somente 4 (em 32) integravam mulheres na comissão executiva.
- Finalmente, em 2012, 20 empresas (em 43) não apresentavam mulheres no órgão de administração e somente 6 (em 29) integravam mulheres na comissão executiva.

Apesar da preocupação em evidenciar a distribuição dos cargos de administração segundo o género dos respetivos membros, desde 2011, e da escassa representação feminina nos conselhos de administração até à presente data, as recomendações emitidas pela CMVM sobre o governo das sociedades em Portugal, não incluem qualquer referência ao problema da desigualdade de género dos administradores das empresas portuguesas.

A relutância em nomear mulheres para os conselhos de administração está muitas vezes enraizada nos estereótipos tradicionais e nas condições de trabalho das mulheres, como a licença de maternidade, a dificuldade na conciliação da vida familiar e profissional, numa cultura empresarial dominada pelo sexo masculino.

A nível nacional, em linha com o debate no seio da União Europeia (UE), procurou-se incentivar as empresas a aumentarem a presença feminina nos cargos de decisão de topo, através da Resolução do Conselho de Ministros n.º 19/2012, de 8 de março de 2012, anteriormente aludida. Esta resolução determina a obrigatoriedade de adoção de planos para a igualdade, com o objetivo de promover, nos sectores público e privado, o aumento

da participação efetiva das mulheres nos órgãos de gestão das empresas. As conclusões são claras, com estas medidas procura-se garantir o cumprir dos desafios europeus e nacionais e alcançar os objetivos da Estratégia para a Igualdade entre Mulheres e Homens 2010-2015 (ACEGIS, 2014).

2.8 Conclusões sobre o Governo das Sociedades

Por governo das sociedades entende-se normalmente o sistema mediante o qual as empresas são administradas e controladas. Trata-se do conjunto de mecanismos através dos quais os fornecedores de recursos asseguram o retorno dos seus investimentos (Shleifer e Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 2000).

A literatura existente sobre o governo das sociedades desdobra-se em várias teorias que procuram explicar a importância do mesmo no seio das empresas e no mercado: a teoria da agência, a teoria dos custos de transação, a teoria dos *stakeholders* e a teoria do *stewardship*. A teoria da agência e a teoria dos custos de transação consideram que o governo das sociedades desempenha um papel importante na regulação das partes contratantes, na resolução de litígios e no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. A teoria dos *stakeholders* difere das duas primeiras, ao propor que o governo das sociedades privilegie a maximização da riqueza criada pela empresa, pelo que a gestão deve ter em conta a repercussão das decisões empresariais em todos os *stakeholders* da empresa. Por fim, a teoria do *stewardship*, defende que os gestores tendem a actuar mais no interesse da organização, que consideram uma extensão de si próprios, do que no seu próprio interesse.

A premissa comum entre os estudos analisados é a da existência de interesses e objetivos divergentes entre gestores e proprietários e que, caso não existam incentivos ou mecanismos de monitorização da ação dos gestores, estes últimos podem tomar decisões que maximizam os seus interesses pessoais em detrimento do dos proprietários.

Existem dois tipos de mecanismos de governo das sociedades – internos e externos – que ajudam a garantir que a estrutura de governo das empresas é adequada para garantir os interesses dos seus *stakeholders*. Em termos gerais, os mecanismos internos gerem a relação entre o conselho de administração e a gestão da empresa. Os mecanismos externos, decorrentes da necessidade de as empresas obterem fundos necessários à sua atividade, incluem as leis, as regras e os fatores que influenciam as operações de uma empresa da perspetiva dos investidores e dos credores.

Este estudo adota como teorias centrais à análise da relação entre a divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades e os próprios mecanismos de governo das sociedades as teorias da agência, da sinalização, dos *stakeholders*, do *stewardship* e institucional. Centra-se sobre alguns mecanismos internos de governo das sociedades e adota a perspetiva de proteção aos investidores quanto ao papel do governo das sociedades.

Assim, o próximo capítulo procura apresentar os fundamentos teóricos relacionados com a divulgação de informação, nomeadamente, introduzir o conceito divulgação de informação, distinguir informação obrigatória de informação voluntária, enunciar os benefícios e os custos associados à divulgação de informação e as várias abordagens relativas à mensuração da divulgação de informação. Por último, é dada alguma ênfase ao tema da divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

CAPÍTULO 3 A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO SOBRE AS PRÁTICAS DE GOVERNO DAS SOCIEDADES

3.1 Introdução

Este capítulo pretende apresentar os principais desenvolvimentos teóricos relacionados com a divulgação de informação e, em particular, com a divulgação de informação relativa às práticas de governo das sociedades. A maioria dos estudos já realizados procuram, partindo essencialmente de análises de conteúdo aos relatórios e contas das empresas, tentar identificar os padrões de divulgação e os determinantes da divulgação de informação empresarial.

Por governo das sociedades entende-se o conjunto de mecanismos de monitorização da ação dos gestores, que existem para garantir que estes tomem decisões que maximizam os interesses dos accionistas. As informações divulgadas aos accionistas são, também, influenciadas pelos mecanismos de governo societário adoptados por cada empresa. São diversos os estudos que analisam as várias dimensões de governo das sociedades, entendendo-as como possíveis determinantes da divulgação de informação empresarial. Já são menos os estudos que analisam, em particular, a divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades.

Este capítulo começa, em primeiro lugar (secção 3.2), pela apresentação do conceito de divulgação de informação. Em seguida, secção 3.3, procuramos distinguir informação obrigatória de informação voluntária; nas secções 3.4 e 3.5, enunciamos os benefícios e os custos associados à divulgação de informação e os métodos mais utilizadas para medir a divulgação de informação; por fim, na secção 3.6, abordamos o tema da divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

3.2 O conceito de divulgação de informação

Healy e Palepu (2001) argumentam que os relatórios e contas e a divulgação de informação são excelentes meios de transmissão da estrutura de governo societário e do desempenho aos investidores externos. Neste sentido, a divulgação de informação sobre

as empresas é geralmente definida como “a ampla disponibilidade de informações relevantes e fiáveis sobre o desempenho periódico, a posição financeira, as oportunidades de investimento, o governo das sociedades, o valor e o risco das empresas cotadas” (Bushman e Smith, 2003, p. 66). Um sistema de comunicação estruturado e pormenorizado permite que os investidores possam compreender e obter informação precisa e fiável sobre as empresas e, conseqüentemente, tomar melhores decisões de investimento (Ho *et al.*, 2008).

O nível de transparência e as práticas de divulgação de informação adotadas pelas empresas são um indicador importante da qualidade do governo das sociedades (Aksu e Kosedag, 2006). Como denotam Beeks e Brown (2006), as empresas mais transparentes são aquelas que revelam possuir sistemas de governo das sociedades de elevada qualidade.

3.3 Divulgação de informação obrigatória e voluntária

A própria classificação da informação divulgada em obrigatória e voluntária é controversa, sendo alvo de debate a nível académico. Hassan e Marston (2010) procuram dissociar a divulgação de informação entre obrigatória e voluntária referindo que, a divulgação obrigatória refere-se a informações reveladas no cumprimento dos requisitos de divulgação colocados através de leis, regulamentos profissionais e às regras emitidas pelas entidades reguladoras das operações no mercado de capitais. A divulgação voluntária é qualquer informação revelada em excesso da divulgação obrigatória. Além disso, a divulgação voluntária pode incluir a divulgação recomendada por um determinado código de regulação ou organismo. Pode divergir de empresa para empresa em termos de calendário (por exemplo, relatórios anuais, semestrais ou trimestrais), de itens divulgados (informação qualitativa ou quantitativa) e de tipo de notícias (por exemplo, divulgação de boas ou más notícias).

Em muitos casos, as informações primárias emitidas pelas empresas sobre o desempenho económico e financeiro decorrem, principalmente, das obrigações de divulgação colocadas pelo regulador (Marston e Shrivés, 1991; Cheng *et al.*, 2006), com o objetivo

de reduzir as assimetrias de informação existentes nas relações com os investidores e, conseqüentemente, permitir que estes últimos possuam as informações necessárias para tomarem as próprias decisões de investimento.

A literatura internacional (Leftwich, 1980; Watts e Zimmerman, 1986; Beaver, 1998; Healy e Palepu, 2001) procura explicar os níveis de divulgação obrigatória com base em duas interpretações (Healy e Palepu, 2001). A primeira refere-se à presença de imperfeições no funcionamento dos mercados de capitais, uma vez que as empresas não produzem ou transmitem um nível eficiente de informações sobre as opções de investimento existentes no mercado. Procurando evitar a falência do mercado, o regulador intervém definindo os níveis de divulgação obrigatória, tornando as informações financeiras um bem público, cujo custo de produção é implicitamente suportado pelos acionistas em benefício dos investidores que podem beneficiar do fenómeno de *free-ride*. A segunda interpretação, refere que o objetivo principal prosseguido pelas autoridades reguladoras é a redistribuição da riqueza. Efetivamente, segundo esta perspectiva, a diminuição do fosso informacional entre as empresas e os investidores pode ser obtida, sem recurso à obrigatoriedade, mas, por exemplo, através do investimento em formação ou através da contratação de serviços de intermediários financeiros por parte dos investidores.

Segundo Admati e Pfleiderer (2000) é conveniente que o aumento da informação obrigatória não represente tanto um objetivo a atingir em qualquer situação, mas que seja considerado uma ferramenta cuja utilização implica uma avaliação cuidadosa dos seus custos e dos seus benefícios, a fim de melhorar o funcionamento do mercado, sem penalizar a empresa que é obrigada a respeitar as regras. Essa avaliação deve, igualmente, ter em conta o facto de que a informação obrigatória raramente é suficiente para os investidores tomarem as suas decisões. Desta forma, a informação divulgada ao mercado deve abranger um mínimo de conhecimentos, aferidos em termos de quantidade, tipo e frequência e em função da especificidade de cada empresa (forma jurídica, tamanho, recurso aos mercados financeiros, sector de atividade, produtos).

A divulgação voluntária consiste em informação divulgada no relatório anual da empresa que excede as exigências legais e advém das opções espontâneas dos administradores da

empresa, a fim de aprofundar o conhecimento que os investidores têm sobre o negócio e fornecer informações importantes para a sua tomada de decisão (Meek *et al.*, 1995; Eng e Mak, 2003; Cheng e Courtenay, 2006).

Além do relatório de gestão, algumas empresas emitem comunicações voluntárias, tais como, documentos previsionais de gestão (*management forecasts*), apresentações aos analistas financeiros (*analyst's presentation*), realização de tele-conferências (*conference calls*), comunicados de imprensa (*press releases*), documentos diversos publicados na página da internet e outros relatórios institucionais. Além disso, a divulgação voluntária de informação relativa às empresas pode ser realizada por intermediários: analistas financeiros, analistas especializados da indústria e imprensa financeira (Healy e Palepu, 2001).

A informação disponibilizada pode ser de vários tipos, nomeadamente, financeira (resultados, mapas financeiros, preço das ações, desempenho financeiro, etc.), operacional (especificidade de cada negócio, posicionamento de mercado, concretização dos objetivos traçados, etc.) ou relativa ao governo da sociedade (composição do Conselho de Administração, remuneração dos executivos, etc.).

A investigação sobre a divulgação voluntária apoia-se na teoria da assimetria de informação e complementa a teoria positiva da contabilidade, na atenção dada ao mercado mobiliário como motivo de decisões contabilísticas e de comunicação (Healy e Palepu, 2001). Estes estudos partem do pressuposto que os gestores possuem mais informações sobre os resultados esperados do que os investidores externos e mostram que, em condições de regulação contabilística e de auditoria menos perfeitas, o gestor procurará o equilíbrio entre as opções contabilísticas e o nível de informação a divulgar. Nomeadamente entre divulgar mais informações ao mercado ou gerir a divulgação por razões de ordem contratual, políticas ou relacionados com o governo das sociedades.

Sobre os incentivos à divulgação de informação, Hermalin e Weisbach (2012) argumentam que a divulgação de informação tem vantagens e desvantagens. Se por um lado, a divulgação permite que os gestores possam tomar as melhores decisões, por outro lado, pode criar ou agravar os problemas de agência.

Na análise das motivações subjacentes à opção de divulgar voluntariamente, a maioria dos estudos refere-se principalmente às seguintes hipóteses (Healy e Palepu, 2001):

1. Hipótese relativa às transações no mercado de capitais;
2. Hipótese relacionada com competição pelo controlo da empresa;
3. Hipótese relacionada com a compensação baseada em ações;
4. Hipótese relacionada com os custos de contencioso;
5. Hipótese relacionada com a sinalização do talento dos gestores;
6. Hipótese relacionada com os custos de propriedade.

A primeira categoria (transações no mercado de capitais) supõe que a perceção do investidor em relação à empresa é importante para os gestores, quando estes têm expectativas de efetuar transações no mercado de capitais, como por exemplo, a emissão de novos títulos ou a aquisição de outras empresas por meio de uma transação que envolva ações. Myers and Majluf (1984) advertem que a existência de assimetria de informação entre gestores e acionistas tem como consequência o encarecimento do capital para os acionistas da empresa (Healy e Palepu, 2001). Por conseguinte, os gestores que pretendam diminuir o custo do financiamento externo, reduzindo o risco de informação para os investidores, devem aumentar os níveis de informação ao mercado.

Lang e Lundholm (2000), ao analisarem o nível de divulgação de informação das empresas, observaram um aumento significativo da divulgação de informação nos seis meses que antecederam a emissão de ações, sobretudo de informação sobre a qual as empresas mantêm normalmente maior discricção (Healy e Palepu, 2001).

A segunda hipótese (competição pelo controlo da empresa) parte do pressuposto que o Conselho de Administração e os investidores avaliam os gestores pelo desempenho dos títulos no mercado de capitais. Portanto, perante o risco de perder os empregos, presume-se que os gestores se servem da informação divulgada para reduzirem uma presumível subavaliação e, simultaneamente justificarem o fraco desempenho em relação aos seus resultados.

Os estudos empíricos existentes (Morck *et al.*, 1990) revelam que o fraco desempenho das ações está relacionado com a probabilidade de aquisições hostis o que origina a substituição do CEO (Healy e Palepu, 2001).

A hipótese de compensação baseada em ações prevê que os gestores recompensados em função da evolução dos títulos (por exemplo, através de ações ou opções de compra de ações) tenham mais incentivos para divulgar voluntariamente informação. Em primeiro lugar, os gestores que pretendam antecipar a venda das suas ações, têm interesse em divulgar informações privadas para assim aumentar a liquidez das ações, cumprir os requisitos da legislação sobre *insider trading* e melhorar a avaliação das ações pelo mercado. Em segundo lugar, os gestores seriam estimulados a divulgar informação voluntária para diminuir os custos contratuais resultantes da compensação. Isto porque a compensação com base em ações só é eficaz se a avaliação do mercado refletir uma avaliação precisa do valor da empresa. Caso contrário, os gestores exigiriam uma compensação adicional pelo risco de uma desvalorização dos títulos.

O estudo de Nagar *et al.* (2003) mostra que os planos de remuneração dos gestores baseados em planos de opção de compra de ações ou baseados no valor bolsista das empresas encorajam os gestores a melhorar a qualidade da informação divulgada.

A hipótese relativa aos custos de contencioso considera que a ameaça de litígio por parte dos acionistas afeta duplamente a decisão de divulgação de informação dos gestores. Por um lado, os conflitos decorrentes da divulgação de informação inadequada ou inoportuna propiciam o aumento da informação. Por outro lado, o receio de litígio poderá levar os gestores a reduzirem voluntariamente as informações divulgadas, nomeadamente informação prospetiva, nomeadamente se os gestores considerarem que o sistema legal penalizará de forma igual as previsões incorretas, apesar de fornecidas de “boa-fé”, e as previsões propositadamente manipuladas.

Skinner (1997) estudou a relação entre a oportunidade da divulgação dos resultados e a expectativa de custos de litígio pelos acionistas. De acordo com os resultados obtidos, os gestores de empresas com desempenhos mais fracos possuem incentivos para divulgar

essas informações antecipadamente, de forma a evitarem ou a minimizarem os custos decorrentes de situações de litígio (Healy e Palepu, 2001).

Um outro facto que pode influenciar a decisão de divulgar voluntariamente informação está relacionado com a vontade de os gestores sinalizarem as suas competências ao mercado (hipótese de sinalização do talento dos gestores). Segundo esta hipótese, o valor de mercado de uma empresa depende da perceção que os investidores têm relativamente à capacidade dos gestores em anteciparem e responderem adequadamente às alterações no meio envolvente da empresa. Quanto mais cedo os investidores concluírem que o gestor recebeu informações, mais favorável será a avaliação da capacidade do gestor e maior será o valor de mercado da empresa.

Finalmente, a hipótese de custos de propriedade pressupõe que a decisão das empresas de divulgar mais informações aos investidores é influenciada pelo receio de que essas informações possam prejudicar a posição competitiva da empresa. Este receio pode impedir a divulgação de informações, mesmo que esse facto torne mais caro para as empresas o acesso ao financiamento externo. Esta sensibilidade, depende do ambiente competitivo no qual a empresa se insere (barreiras à entrada, intensidade da concorrência no mercado atual, natureza da atividade, etc.) e do tipo de informações que possam ser divulgadas (por exemplo, informações relativas a segmentos específicos de mercado em que a empresa opera).

Botosan e Stanford (2005) estudaram o nível de divulgação de informação por segmentos face à concorrência, tendo constatado que em atividades com elevado grau de concentração da concorrência, a probabilidade de divulgar individualmente informação por segmentos é menor. As razões apontadas para este resultado prendem-se com a tentativa de redução de custos e a procura em esconder como se decompõe os seus resultados.

Tomando como referência as motivações subjacentes à opção de divulgar informação em geral voluntariamente, abordamos seguidamente as motivações subjacentes à divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades.

De acordo com Dye (1986), a divulgação de informação privada aos investidores pode prejudicar a posição competitiva das empresas no mercado de capitais (Prencipe, 2004). Por exemplo, as estratégias relativas ao desenvolvimento de novos produtos e com segmentos de mercado, são consideradas informações privadas, que podem influenciar resultados futuros das empresas se forem apresentadas à concorrência. Contrariamente a este tipo informação, Labelle (2002) refere que a divulgação voluntária de informações sobre o governo das sociedades tem, provavelmente, menores custos propriedade, por se tratar de informação de menor valor para a concorrência.

Também parece pouco provável que a divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades e a tentativa de evitar despesas processuais estejam associadas (Collett e Hrasky 2005; Ghazali e Weetman 2006). A hipótese de custos de litígio é mais relevante para as empresas que operam, por exemplo, no Reino Unido ou nos EUA, porque concedem um maior grau de proteção legal aos investidores, enquanto os países como Portugal, exercem uma menor proteção e, são caracterizados pelo número reduzido de empresas cotadas, propriedade acionista concentrada (principalmente nas mãos de famílias e outras empresas), padrões complexos de propriedade que envolvem pirâmides e baixos níveis de atividades de aquisição (Franks e Mayer, 2001; La Porta *et al.*, 2000).

A hipótese de transações no mercado de capitais sugere que o aumento da divulgação de informação voluntária reduz o risco de investimento dos investidores (Bushman e Smith, 2001), aumenta o número de potenciais investidores e reduz o problema da assimetria de informação (Healy e Palepu 2001). Na mesma linha, a literatura empírica mostra que a divulgação de informação sobre as práticas de governo societário é influenciada pelo facto de as empresas transacionarem no mercado de capitais. As empresas antecipando a emissão de novos títulos no mercado de capitais, procuram divulgar informações sobre o governo das sociedades nos relatórios e contas anuais (Bujaki e McConomy 2002; Collett e Hrasky 2005). Um dos motivos apontados para o aumento da divulgação de informação por parte dos gestores está relacionado com a redução do custo com a captação de recursos (Botosan, 1997; Chen *et al.*, 2007).

Estudos prévios utilizaram a teoria da agência para explicar a relação entre a compensação dos executivos com base em ações e a divulgação voluntária de informação. Os resultados

de Nagar *et al.*, (2003) revelam que a compensação dos executivos com base em ações contribui para mitigar o problema de agência e melhorar o alinhamento de interesses entre gestores e acionistas. Nesse sentido, assume-se neste estudo que a compensação baseada em ações também deve explicar a divulgação voluntária de informações sobre o governo das sociedades nos relatórios anuais.

3.4 Consequências económicas e benefícios da divulgação de informação

3.4.1 Benefícios associados à divulgação de informação societária

Os atuais e os potenciais investidores pretendem que as empresas tenham um nível de divulgação que permita assegurar o “equilíbrio ótimo do nível de informação divulgada”. Os níveis de divulgação de informação das empresas devem ser analisados no contexto dos efeitos da divulgação sobre o desempenho económico, quando existem custos de agência e assimetria de informações (Healy e Palepu, 2001). Esta posição é consistente com pesquisas anteriores que sugerem que a estratégia de divulgação de uma empresa depende da análise dos custos e dos benefícios que os gestores acreditam estar associados à divulgação de informação (Gibbins *et al.*, 1990).

A divulgação de informação pode beneficiar as empresas de diversas formas. A capacidade de aumentar a liquidez das ações da empresa é um dos benefícios económicos da divulgação de informação (Healy *et al.*, 1999). A liquidez das ações é, em geral, considerada uma variável importante, pela sua associação com os resultados correntes e pelo seu valor preditivo na sinalização dos resultados futuros (Sadka, 2011). Na perspetiva da gestão, um elevado nível de liquidez das ações, assume particular relevância, pois, permite sinalizar ao mercado a qualidade da sua empresa. Inclusivamente, permite aumentar o preço das ações. Autores vários argumentam que a ida ao mercado de ações por parte das empresas não se encontra limitada quando a liquidez das suas ações é elevada (Lang e Lundholm, 1993; Healy *et al.*, 1999). Por outro lado, Lang *et al.* (2011) confirmaram que, quanto maior a qualidade da informação divulgada, menor a incerteza associada à liquidez das ações. Na mesma linha, os resultados obtidos por Sadka (2011), indicam que os investidores procuram vender as ações das empresas que divulgam menos informação para manter ou comprar ações das

empresas que divulgam informação de maior qualidade. A maioria dos estudos documentados revelam que a qualidade da divulgação tem um impacto positivo sobre a liquidez das ações.

A divulgação de informação pode também contribuir para a redução do custo do capital. Por exemplo, Lev (1992), Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2002) e Lawrence e Stapledon (1999) relação inversa entre o nível de divulgação da informação e o custo de capital. A teoria que sustenta esta relação, foi descrita por Botosan (1997) que caracterizou duas linhas de pesquisa: a primeira representada por Amihud e Mendelson (1986) e Diamond e Verrecchia (1991). Esta linha de pesquisa diz que o aumento do nível de divulgação de informação traz consequências positivas ao nível da liquidez das ações e, deste modo, reduz o custo do capital próprio através da redução dos custos de transação ou aumento da procura das ações das empresas. Mais recentemente destacam-se os estudos de Gietzmann e Ireland (2005), Botosan (2006), Eaton *et al.* (2007), Espinosa e Trombetta (2007). A segunda linha teórica de pesquisa sugere que um maior nível de divulgação pode reduzir o custo de capital pela redução do risco não diversificável. Neste grupo estão Handa e Linn (1993) e Coles *et al.* (1995).

Botosan (1997) analisou a relação entre o nível de divulgação e o custo de capital por meio de uma amostra de 122 empresas. O autor evidenciou uma relação negativa entre o custo do capital e o nível de divulgação voluntária da informação das empresas com menor divulgação por parte dos analistas de mercado. Posteriormente, Botosan e Plumlee (2001), ao reanalisarem a questão, apuraram que existe uma relação negativa entre o nível de divulgação voluntária e o custo de capital, mas uma relação positiva com a divulgação mais tempestiva. Na mesma linha, os resultados de Espinosa e Trombetta (2007), baseados na análise das empresas que praticam uma política contabilística agressiva, concluem que quanto maior a qualidade da informação divulgada menor é o custo do capital das empresas. Gietzmann e Ireland (2005) também estabeleceram uma relação similar entre a divulgação de informação e o custo do capital. Mais recentemente, Gupta *et al.* (2010), com base numa amostra de empresas de 22 países, no período entre 2003 a 2007, sugerem que os atributos de governo das sociedades determinam o custo do capital (reduzindo-o), apenas no caso dos países de ambiente legal com origem no direito comum e com um nível de desenvolvimento financeiro elevado. Também Dhaliwal *et al.* (2014),

com base numa amostra de empresas de 31 países, confirmaram que quanto maior o nível de divulgação de informação sobre responsabilidade social menor o custo do capital próprio.

Outro benefício da divulgação decorre do seu potencial para melhorar o preço das ações de uma empresa. Neste sentido, Lang e Lundholm (2000) observam que as empresas com políticas de divulgação mais consistentes no período que antecede a emissão de ações mostram-se menos vulneráveis ao risco de volatilidade dos preços das ações durante os anúncios, comparativamente às empresas com políticas de divulgação menos consistentes. Os citados autores concluem que as empresas que mantêm práticas de divulgação consistentes incorrem em menores retornos negativos contínuos. O estudo de Jo e Kim (2007), que incidiu na relação entre a divulgação de informação e a manipulação de resultados, conclui que a divulgação frequente de informação representa menos problemas de manipulação de resultados e melhor desempenho financeiro após a emissão de novas ações. Os resultados encontrados corroboram o estudo de Ruland *et al.* (1990), que sugere que a emissão de capital é um motivo suficientemente forte para os gestores alterarem a política de divulgação das empresas.

Em síntese, os benefícios da divulgação de informação resultam essencialmente da redução da assimetria de informação entre investidores informados e não informados (Diamond e Verrecchia, 1991) e da diminuição dos custos com a obtenção de informação por parte dos investidores (Kim e Verrecchia, 1994). Esta situação gera, por sua vez, benefícios para as empresas que, face ao aumento do número de investidores, veem diminuir o custo do capital próprio (Botosan, 1997, Botosan e Plumlee, 2002)²². Adicionalmente, traduz-se num maior interesse pelos analistas financeiros e no aumento da liquidez das ações da empresa (Healy *et al.*, 1999). Os benefícios da divulgação de informação compreendem também a diminuição da taxa de juro efetiva da dívida (Sengupta, 1998).

²² Ao disponibilizarem informação privada, as empresas podem reduzir os problemas de seleção adversa e risco moral dos investidores, contraindo o *spread* nos pedidos de compra ou diminuindo o nível de incerteza e, por sua vez, reduzir o risco estimado.

É importante salientar que as empresas não beneficiam, em simultâneo, das inúmeras vantagens da divulgação de informação se derem informações imperfeitas ao mercado. Porque o custo da divulgação é alto e a disponibilidade de informações de uma empresa depende em grande medida de critérios de gestão, é importante compreender o que motiva os gestores a fornecer informações imperfeitas ao mercado e a não divulgar um nível ótimo de informação.

3.4.2 Custos da divulgação de informação societária

Para Healy *et al.* (1999) existem razões para questionar os benefícios da divulgação voluntária. Tendo em conta os potenciais conflitos de interesse entre gestores e acionistas, a divulgação de informações pode ser considerada pouco credível por parte dos investidores, que desconfiam do carácter voluntário da informação.

Marston e Leow (1998) classificam os custos da divulgação voluntária em duas categorias: custos diretos e custos indiretos. Os custos diretos incluem os custos com a recolha, a compilação, o processamento, o armazenamento, a recuperação, a análise, a interpretação e a divulgação de informação, bem como os honorários pagos aos auditores. Os custos indiretos incluem os custos de contencioso e os custos que emanam da influência da divulgação nas decisões e nas atividades da empresa. Além disso, alguns gestores alegam que a divulgação de informação poderá ter impacto negativo no valor dos acionistas, resultantes da revelação de informações valiosas para os concorrentes ou do aumento dos custos legais para a empresa (Verrecchia, 1983; Darrough e Stoughton, 1990; Skinner, 1994, Evans e Sridhar, 2002).

Segundo Verrecchia (1983), os custos de propriedade assumem particular relevância relativamente à decisão de divulgar ou não informação adicional. Os custos de propriedade aumentam quando a divulgação de informação pode prejudicar a posição competitiva de uma empresa nos mercados de produtos. Em geral, quanto mais informação uma empresa divulga sobre as tecnologias que utiliza, sobre a sua estratégia e operações, o mais provável é que possa perder competitividade em relação aos seus rivais. Por isso, as empresas têm incentivos para não divulgar informações que irão

reduzir a sua posição competitiva, mesmo que isso implique o aumento do custo do capital. No entanto, os custos de propriedade são sensíveis à natureza competitiva do mercado, ao tipo de informação divulgada e à ameaça de entrada de novas empresas.

A perspetiva apresentada por Litan e Wallison (2000), citado por Fernandes (2008), difere da apresentada anteriormente, uma vez que para os autores os constrangimentos de natureza competitiva não justificam a objeção à divulgação de informação. Admitem contudo que algumas informações podem trazer desvantagens competitivas para as empresas. Contudo, a maioria da informação - financeira ou não financeira - não comporta esse risco, porque o gestor pode ocultar as informações que podem contribuir para a perda de competitividade e estimar essas consequências.

A ameaça de ações legais movidas pelos acionistas pode levar os gestores a aumentar e a antecipar a divulgação para evitar custos de contencioso (Skinner, 1994). As ações legais podem surgir da divulgação inadequada ou inoportuna, pelo que os gestores tendem a aumentar a divulgação de forma a reduzir a probabilidade de custos legais (Evans e Sridhar, 2002). Por outro lado, a probabilidade de ocorrerem ações legais poderá igualmente reduzir a divulgação de informação previsional. Skinner (1994) refere ainda que as empresas ao divulgarem informações voluntárias podem ainda incorrer em custos de reputação, que podem ter origem em falhas na divulgação de informação, nomeadamente das más notícias.

Concluindo, a definição da política de divulgação voluntária de informação resulta do equilíbrio entre os custos e os benefícios inerentes.

3.5 Mensuração da informação divulgada

Um dos principais problemas da divulgação de informação é a medição da informação difundida pelas empresas. Na literatura podemos encontrar várias abordagens relativas à sua análise.

Para Beattie *et al.* (2004) existem dois tipos de abordagens: subjetivas e semi-objectivas. A análise subjetiva compreende a classificação atribuída pelos analistas financeiros à qualidade da informação divulgada. São vários os estudos realizados nos EUA²³, que recorrem a *rankings* elaborados pela *Association for Investment Management and Research* (AIMR), pela *Standard&Poors* (S&P) ou *Canadian Institute for Advanced Research* (CIFAR). Estes *rankings* fornecem aos investidores uma medida global da divulgação de informação empresarial. A análise semi-objectiva especifica uma lista de atributos *ex ante* e depois procura detetar no texto a sua presença (ou ausência). Trata-se de um tipo de análise de conteúdo parcial ou integral. Para Beattie *et al.* (2004) a análise semi-objectiva é observável em estudos que: (1) utilizam índices de divulgação (utilizam como *proxy* a quantidade de informação divulgada), (2) procedem à análise de conteúdo por temas (analisam uma determinada temática), (3) utilizam fórmulas estabelecidas de legibilidade para quantificar a dificuldade cognitiva de um texto e, (4) procedem à análise linguística (mede as características dos textos e utiliza índices que capturam uma maior variedade de características comparativamente à análise de legibilidade).

Marston e Shrives (1991) fornecem uma excelente revisão sobre a utilização de índices de divulgação nas pesquisas em contabilidade, especialmente nos relatórios e contas anuais das empresas. As ponderações são geralmente obtidas através da realização de inquéritos de opinião entre os grupos de utilizadores relevantes, analisando a importância de cada item. Não obstante, verificou-se que, na presença de um grande número de itens, os *scores* ponderados e não ponderados permitiam obter os mesmos resultados.

Os *scores* podem assumir várias formas: (1) *scores* nominais que indicam a presença (ou ausência) ausência do item; (2) *score* com pontuação ordinal que captura o grau de especificidade do item (uma extensão do sistema de ponderação). Segundo Marston e Shrives (1991) é importante que existam instruções claras para atingir níveis satisfatórios de confiança. Referem, ainda, que a pontuação do *score* é uma medida do grau de divulgação, mas não necessariamente da qualidade da informação. Concluem que,

²³ São vários os estudos que utilizam o *ranking* do AIMR, a referir: Botosan e Plumlee (2002), Gelb e Zarowin (2002), Healy *et al.* (1999), Lang e Lundholm (1996), Nagar *et al.* (2003), Sengupta (1998) e Shin (2013). LaPorta *et al.* (1998) e Hope (2003) utilizam um *ranking* do CIFAR; Khanna *et al.* (2004) utiliza um índice do Standard&Poors.

embora a construção de índices de divulgação, envolva, inevitavelmente, um julgamento subjetivo, eles demonstram ser um valioso instrumento de pesquisa que vai continuar a ser utilizado enquanto a divulgação empresarial for o foco da investigação.

No quadro 3.1 são descritas algumas abordagens metodológicas usadas na mensuração dos índices de divulgação, de acordo com os estudos revistos.

Quadro 3.1 – Mensuração dos índices de divulgação auto construídos

TIPOS	PONTUAÇÃO	MENSURAÇÃO
I	Dicotómica não ponderada	É atribuído peso igual a todos os itens (abordagem não ponderada).
II	Dicotómica ponderada	São atribuídos pesos diferentes a todos os itens (abordagem ponderada).
III	Quantitativa (Escala de pontuação, ex. 0-3)	É atribuído peso igual a todos os itens (abordagem não ponderada).

O primeiro tipo de índice de divulgação (I), utiliza uma classificação dicotómica, assumindo o valor 1 quando o item é divulgado e valor 0, caso contrário. Esta abordagem assume que todos os itens são igualmente importantes, e, portanto, reduz a subjetividade associada à atribuição de pesos a cada item (Ahmed e Curtis, 1999). Esta é, largamente, a abordagem mais utilizada na literatura sobre divulgação de informação voluntária (Raffournier, 1995; Owusu-Ansah, 1998; Haniffa e Cooke, 2005; Lim *et al.*, 2007; El-Gazzar *et al.*, 2008; Akhtaruddin *et al.*, 2009; Hossain e Hammami (2009); Chakroun e Matoussi, 2012; Mallin e Ow-Yong, 2012; Rouf, 2012; Allegrini e Greco, 2013; Barros *et al.*, 2013; Handajani *et al.*, 2014; Jouirou e Chenguel, 2014).

Na segunda abordagem dicotómica (II), os itens são mensurados consoante a importância que têm para o contexto específico de investigação. A ponderação de cada item pode ser definida pelo investigador ou por grupos específicos de respondentes. Por exemplo, Barako (2007) mede o grau de divulgação voluntária de uma amostra de empresas do Quênia com base nas ponderações atribuídas pelos agentes de crédito a cada item.

Por último, o terceiro tipo de índice de divulgação (III), classifica todos os itens individualmente de acordo com a qualidade da informação divulgada, mas todos os itens tem peso igual. A ponderação de cada item pode ser definida pelo investigador ou por

grupos específicos de respondentes. No contexto português, Guerreiro (2006) analisa o impacto da adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS). Assim, elabora um índice que considera quatro níveis de divulgação, aos quais corresponde uma pontuação específica: (0) não é divulgada informação; (1) a divulgação é mínima; (2) a divulgação é média; e (3) a divulgação é detalhada. Os estudos de Collet e Hrasky (2005), Cerbioni e Parbonetti (2007), Cheung *et al.* (2010), Nurunnabi *et al.* (2011), Al-Janadi *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2013), também utilizam escalas de pontuação.

Como o número de itens que podem ser divulgados por uma empresa é extenso, os investigadores tendem a concentrar-se num pequeno sub-conjunto de itens (que analisam temas sociais, ambientais, contabilísticos, entre outros). Ao contrário da divulgação voluntária de *earnings forecast* ou relato por segmentos que podem ser medidos quantitativamente, há uma falta de consenso na medição de informação sobre as práticas de governo das sociedades de uma empresa (Bhagat e Bolton, 2008). Nos estudos sobre a divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades, é comum usar uma *proxy* para medir o grau de divulgação. Por exemplo, Gompers *et al.* (2003) construíram um índice de governo ponderado por 24 itens de governo societário compilados pelo *Investor Responsibility Research Centre* (IRRC). Estes indicadores incidem principalmente sobre medidas que impedem o êxito das ofertas públicas de aquisição (*anti-takeover*), tais como a presença (ou ausência) de ações preferenciais (*poison pills*), pacotes de indemnização²⁴ (*golden parachutes*), sistemas de votação cumulativa, ou por regras de maioria absoluta de votos para aprovação de fusões. Gompers *et al.* (2003), constroem o seu índice com base na análise da presença (ou ausência) de um determinado item.

A mesma metodologia é utilizada por Cremers e Nair (2005). Os dois estudos captam a divulgação de um atributo específico de governo das sociedades, ou seja, os mecanismos anti-OPA. Existem estudos que tendem a adotar índices compostos, reunindo a divulgação de outros atributos de governo das sociedades. Por exemplo, Ho e Wong

²⁴ Também designados por para-quedas dourados. São facilidades oferecidas aos gestores, que lhes permitem garantir a sua condição financeira, se perderem o emprego. Inclui todos os benefícios que são devidos pela empresa ao trabalhador, quando da rescisão do contrato, como resultado de uma mudança de propriedade da empresa.

(2001) identificam os atributos de governo das sociedades, que devem ser divulgados voluntariamente nos relatórios anuais, com base nos comentários de uma amostra de analistas financeiros e de *Chief Financial Officers* e nas respostas recebidas a um questionário. É então atribuída igual ponderação a cada atributo divulgado para chegar a um índice de transparência com uma “importância relativa ajustada”. Como *proxy* da divulgação total de informação voluntária, calculam o índice, dividindo o número real de itens divulgados pelo maior número de itens que uma empresa pode divulgar (ou seja, pelo número de itens relevantes para os negócios da empresa).

Nem todos os estudos de divulgação atribuem igual peso a cada atributo divulgado de governo das sociedades. Por exemplo, Klein *et al.* (2005), no seu trabalho de investigação da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, adotam o índice de governo das sociedades elaborado pelo jornal canadense “The Globe and Mail”. O índice global que tem uma ponderação máxima de 100, é calculado pela soma quatro sub-índices relacionados com: (a) composição do conselho de administração, (b) a participação e as políticas de remuneração, (c) os direitos dos acionistas, e (d) políticas de divulgação. Os pesos de 40, 23, 22 e 15 por cento são atribuídos a estes quatro sub-índices, respetivamente. O jornal “The Globe and Mail” refere que o índice foi construído com base nas melhores práticas de governo societário constantes das diretivas e das recomendações de governo das sociedades emitidas pelas entidades reguladoras dos EUA e do Canadá.

A literatura empírica mostra que os diferentes utilizadores da informação constante dos relatórios e contas anuais podem atribuir diferentes pesos a diferentes itens de governo societário. Além disso, a importância relativa atribuída a cada item, por um determinado utilizador, pode variar ao longo do tempo. A verdade é que não existe uma base teórica que justifique a atribuição de pesos diferentes a sub-índices ou a elementos específicos de um determinado índice. Como tal, os investigadores, atualmente, tendem a atribuir nos seus estudos igual peso a cada item de informação sobre o governo das sociedades (veja-se, a título de exemplo, Black *et al.*, 2006, e Bhagat e Bolton, 2008). Consequentemente, no presente estudo optamos pela construção de um índice que atribuí igual pontuação aos diferentes itens de governo societário divulgados nos relatórios anuais e que considera a sua aplicabilidade, isto é, sempre que uma determinada questão não se aplica à empresa

analisada, o item é considerado como não aplicável (permitindo que o índice não seja prejudicado pelo fato de as empresas não apresentarem algum tipo de informação).

3.6 A divulgação de informação sobre o governo das sociedades

A divulgação de informação sobre as práticas de governo societário é um bom indicador da qualidade da estrutura de governo das sociedades das empresas (Lokman *et al.*, 2014). Segundo Berglof e Pajuste (2005), a divulgação das práticas de governo societário permite aumentar a transparência das empresas e diminuir a incidência de fraude. Nos últimos anos, uma das preocupações das entidades reguladoras é saber se a disponibilização da informação sobre as práticas de governo das sociedades deve ser obrigatória ou voluntária. Em regra, aplica-se o modelo “*comply or explain*”, segundo o qual as empresas não são obrigadas a cumprir com todas as disposições enunciadas nos “Códigos de Boas Práticas”, mas devem justificar as situações de não cumprimento. Como resultado, os indivíduos que recebem tais informações utilizam-nas para tomarem as suas decisões. Além disso, o cumprimento das normas influenciará a reputação das empresas no mercado de capitais e o preço das suas ações.

As práticas de governo das sociedades variam significativamente de país para país (Doidge *et al.*, 2007; Dyck e Zingales, 2004, La Porta *et al.*, 1998). Embora cada país emita recomendações sobre o governo das sociedades dirigidas a todas as sociedades cotadas, o seu cumprimento varia significativamente de empresa para empresa (Klein *et al.*, 2005; Gompers *et al.*, 2003). Esta variação sugere que o cumprimento das práticas de governo societário, sejam em parte, uma escolha voluntária. De facto, os códigos de governo das sociedades de muitos países europeus, como Portugal, são voluntários e não vinculativos (OCDE, 2009). Não é assim nos EUA onde o SOX tem força de lei. Entre as principais disposições do SOX, importa destacar a existência obrigatória de três comissões especializadas do Conselho de Administração, ou o facto de o Presidente da Comissão Executiva e do responsável pela área financeira terem de certificar, pessoalmente, que os relatórios trimestrais e anuais não contêm falsas informações e transmitem uma imagem correta da situação financeira da empresa (Silva *et al.*, 2006). Deverá ainda ter-se presente que os diversos princípios impostos pelo SOX também estão

consagrados nos códigos de bom governo dos países europeus, mas com a diferença de que foram divulgados através de meras recomendações, associadas ou não ao princípio do “*comply or explain*”.

A alternativa ao modelo “*comply or explain*” mais utilizada nos países da OCDE é a imposição da divulgação completa das recomendações de governo das sociedades sobre os principais capítulos abrangidos nos códigos nacionais (OCDE, 2009). Dentro da UE, a adoção do modelo “*comply or explain*” foi facilitada com a transposição para o direito nacional da Diretiva 2006/46/CE²⁵.

Nos países que adotam este modelo, a extensão da divulgação financeira e do controlo é variável. Assim, as empresas cotadas podem ser obrigadas a divulgar o grau de cumprimento individual (ou global) das recomendações constantes do código de governo das sociedades. As bolsas de valores e outras entidades reguladoras não têm todas os mesmos meios para processar as empresas cuja divulgação de informação é insuficiente. Na maioria dos casos, os códigos com base no modelo “*comply or explain*” são controlados, de uma forma ou de outra, pelas entidades reguladoras. Em alguns casos são os acionistas (como é o caso da Holanda) ou até mesmo o mercado (como acontece em França) que asseguram o cumprimento dos códigos de governo das sociedades. Na maioria dos casos, as bolsas de valores estão envolvidas, de alguma forma, no controlo do cumprimento dos códigos de governo das sociedades, embora, mais uma vez, a sua capacidade para tomar medidas de sanção dependa das disposições legais invocadas pelo código de governo das sociedades e das autoridades nacionais que regulam as transações dos valores mobiliários (OCDE, 2009).

Em Portugal, às sociedades com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, cabe o dever de prestar e de divulgar informação por via da elaboração de um relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário, cujo conteúdo inclui

²⁵ De acordo com esta Directiva as empresas cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação num mercado regulamentado, devem incluir no seu relatório anual uma declaração relativa ao seu modelo de governo das sociedades. Esta declaração deve mencionar (i) o Código de Governo das Sociedades da qual a sociedade depende, e / ou (ii) o Código de Governo das Sociedades que a empresa decidiu aplicar voluntariamente, e / ou (iii) todas as informações pertinentes relativas às práticas de governo das sociedades que ultrapassam as obrigações impostas pela legislação nacional.

informações obrigatórias (mencionadas no art. 245.º- A do Código dos Valores Mobiliários), bem como os elementos informativos complementares e todas as demais informações que sejam relevantes para a compreensão do modelo e das práticas de governo adotadas. O relatório deve ainda incluir o juízo da sociedade quanto ao cumprimento das recomendações de governo societário, justificando e fundamentando, a razão do não cumprimento das referidas recomendações, bem como os elementos que obedecem ao modelo de relatório constante do anexo I ao regulamento sobre o governo das sociedades. Durante o período entre 2005 e 2011 vigoraram três regulamentos sobre o governo das sociedades em Portugal. O regulamento n.º 10/2005, aplicável aos exercícios de 2005 a 2007, o regulamento n.º 1/2007, aplicável aos exercícios de 2008 e 2009 e, por fim, o regulamento n.º 1/2010, aplicável aos exercícios de 2010 e 2011.

Igualmente importante neste contexto é o facto das recomendações sobre o governo das sociedades fazerem parte dos requisitos de admissão à cotação em bolsa, como acontece na grande maioria das bolsas de valores dos países desenvolvidos (por exemplo, *Australian Stock Exchange (ASX)*, *NASDAQ*, *NYSE*, *NASDAQ OMX Nordic Exchanges*, *Toronto Stock Exchange (TSE)*, etc.). Na Austrália só as recomendações que constam dos requisitos de acesso às bolsas de valores é que estão sujeitas a um controlo regular e pelo ASX, sendo de destacar a possibilidade de sanções nos casos de incumprimento dos deveres de informação. Para outras recomendações aplica-se o modelo “*comply or explain*”. Nos EUA as empresas cotadas na NYSE e registadas na *Securities and Exchange Commission (SEC)* são obrigadas a cumprir as regras de governo das sociedades impostas pela NYSE às empresas cotadas. Em caso de infração, a NYSE pode enviar ao infrator uma carta de advertência, ou até mesmo retirar o infrator da bolsa (OCDE, 2009).

No próximo capítulo apresentamos as hipóteses de investigação que se pretendem testar.

CAPÍTULO 4 HIPÓTESES DE INVESTIGAÇÃO

4.1 Introdução

Considerando os postulados das teorias da agência, da sinalização, do *stewardship*, dos *stakeholders*, dos custos proprietários, da legitimidade e institucional, os objetivos anteriormente definidos, e os resultados obtidos nos estudos descritos nos capítulos 2 e 3, formularam-se as hipóteses de investigação descritas nas secções que se seguem. Na secção 4.2 procura-se contextualizar as hipóteses de investigação que pretendem testar a divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Na secção 4.3 definem-se as hipóteses de investigação que relacionam o nível de divulgação de informação com as variáveis do contexto macroeconómico (primeira etapa da investigação). Em seguida, na secção 4.4 definem-se as hipóteses de investigação relativas ao governo das sociedades (segunda etapa da investigação). Finalmente (secção 4.5), apresentam-se as principais conclusões deste capítulo.

4.2 A relação entre o governo das sociedades e a divulgação de informação

Mais recentemente, a OCDE e as entidades reguladoras de diversos países consideraram o governo das sociedades e a divulgação de informação como meio importante de proteção aos investidores institucionais e de melhoria da eficiência dos mercados de capitais (OCDE, 1999). Dado que a divulgação de informação é seletiva e nem toda a manipulação exercida pela gestão pode ser evitada, uma estrutura adequada de governo das sociedades poderá forçar os gestores a aumentarem o nível de informação divulgada. A divulgação de informação é um tema hoje amplamente estudado e vários são os determinantes da divulgação voluntária considerados pelos diversos estudos empíricos, confirmando-se que, em determinado momento, revelaram ser mais significativos.

Os estudos empíricos cobrem os países desenvolvidos: África do Sul (Ntim *et al.*, 2012), Austrália (Lim *et al.*, 2007), Espanha (Arcay e Vazquez, 2005; Clemente e Labat, 2009; Macagnan, 2009), EUA (Lang e Lundholm, 1993; Gelb, 2000), Finlândia (Nalikka, 2008), França (Depoers, 2000; Lakhali, 2006; Kateb, 2012; Barros *et al.*, 2013), Hong Kong (Ho e Wong, 2001; Gul e Leung, 2004; Leung e Hortwitz, 2004; Yuen *et al.*, 2009),

Irlanda (Donnelly e Mulcahy, 2008), Itália (Patelli e Prencipe, 2007; Allegrini e Greco, 2013; D'Amico e Biscotti, 2013), Nova Zelândia (Jiang e Habib, 2009), Suécia (Cooke, 1991), Suíça (Raffournier, 1995; Hunziker, 2014), Reino Unido (Forker, 1992; Parsa *et al.*, 2007; Mallin e Ow-Young, 2012), Singapura (Eng e Mak, 2003; Cheng e Courtenay, 2006), Portugal (Guerreiro, 2006; Oliveira *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Ferreira, 2008; Lemos *et al.*, 2009; Costa *et al.*, 2013; Silva, 2013), e os países emergentes e economias em desenvolvimento²⁶ como: Bangladesh (Khan e Hossain, 2006; Rouf, 2011; Akhtaruddin e Rouf, 2012; Biswas, 2013); Egipto (Samaha *et al.*, 2012; Soliman *et al.*, 2014); Indonésia (Handajani, 2014); Jordânia (Alhazaimah *et al.*, 2014; Sartawi *et al.*, 2014); Kénia (Barako, 2007); Malásia (Haniffa e Cooke, 2005; Akhtaruddin *et al.*, 2009; Ho e Tower, 2011), Nigéria (Omoye, 2013) e Tunísia (Jouirou e Chenguel, 2014).

A revisão da literatura empírica supra citada analisa apenas a divulgação de informação voluntária de âmbito nacional, não obstante, mais recentemente têm surgido alguns estudos que comparam a divulgação voluntária entre vários países (Cerbioni e Parbonetti, 2007; Bauwhede e Willekens, 2008; Archambault e Archambault, 2009; Baek *et al.*, 2009; Chan e Cheung, 2012; Fernandez-Feijoo *et al.*, 2012; Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012; Rodríguez-Ariza *et al.*, 2014; Ballesteros *et al.*, 2014). Por sua vez, autores como Hassan *et al.* (2006), Cheung *et al.* (2010), Chakroun e Matoussi (2012) e Sharma (2014) procuram comparar a divulgação de informação voluntária e não voluntária.

Também existem estudos, a maioria posteriores a 2010, que procuram analisar dados observáveis ao longo do tempo, tendo-se verificado que o valor mínimo se situa em 2 anos e o valor máximo em 11 anos, sendo o valor médio de 5 anos. Existem alguns estudos prévios, que também construíram índices de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Destacam-se, entre outros²⁷, os trabalhos desenvolvidos por: Bujaki e McConomy, 2002 (Canadá); Collet e Hrasky, 2005 (França); Khan e Hossain, 2006 (Bangladesh); Parsa *et al.*, 2007 (Reino Unido); Sharma e Singh, 2009 (Índia); Yuen *et al.*, 2009 (China); Chan e Cheung, 2012 (12 países); Mallin e Ow-Young, 2012 (Reino

²⁶ De acordo com o Fundo Monetário Internacional's *World Economic Outlook Report* de abril de 2014.

²⁷ Labelle (2002), Ben e Amar (2007), Maingot e Zeghal (2008), Pahuja e Bhatia (2010), Al-Moataz e Hussainey (2012), Bhasin (2012a, 2012b), Humayun e Adelopo (2012), Sharma (2014).

Unido), Samaha *et al.*, 2012 (Egipto); Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012 (Espanha), Biswas, 2013 (Bangladesh), Silva, 2013 (Portugal) e Lokman *et al.*, 2014 (Malásia).

A *quasi* totalidade dos estudos centra-se na análise de empresas cotadas em bolsa. Esta situação justifica-se porque estas empresas têm maior propensão para facultar informação, por motivos vários, relacionados com a necessidade de obter financiamento do mercado de capitais nas melhores condições possíveis.

Este estudo tem como principais objetivos a análise da evolução e da extensão da divulgação de informação sobre o governo das sociedades e o estudo dos determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, considerando um índice de divulgação global, um índice de divulgação voluntária e um índice de divulgação recomendada ou obrigatória. Nesse intuito, a partir da mesma amostra de empresas, dividimos o estudo dos factores determinantes da divulgação de informação em duas etapas. Na primeira etapa, foi dada atenção à pressão social exercida pelo contexto macroeconómico e, na segunda etapa, pomos a ênfase nos mecanismos de governo das sociedades para explicar as diferenças no nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

As hipóteses propostas são apresentadas na secção seguinte.

4.3 ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – do contexto macroeconómico

É a partir dos trabalhos realizados por La Porta *et al.* (1999), que se ressalta a importância do sistema legal, do crescimento económico e do desenvolvimento dos mercados para o governo das sociedades. Chan e Cheung (2012) argumentam que os factores macroeconómicos, como a riqueza de um país ou a sua taxa de crescimento influenciam e determinam o nível e a qualidade das práticas de governo societário de cada país. Outros factores como o desenvolvimento do mercado de capitais têm sido associados às exigências de informação por parte dos investidores. Neste âmbito, Dougnik e Salter (1995) sustentam que o nível de transparência das empresas aumenta com o tamanho dos mercados de capitais. Outro fator importante associado à divulgação de informação empresarial é o sistema legal de um país. As reformas legais são um dos principais

mecanismos utilizados pelos políticos para induzir a mudanças sociais. Nos países de ambiente legal com origem no direito civil francês, como é o caso português, a divulgação de informação é um meio importante de proteção dos investidores institucionais. Othman e Zeghal (2008), constatam que o tamanho do mercado de capitais tem um efeito central na divulgação de informação sobre o governo das sociedades, sugerindo que o mercado de capitais está a assumir um papel mais activo no reforço da divulgação de informação sobre o governo das sociedades nos países emergentes de ambiente legal com origem no direito civil. Por outro lado, o sistema financeiro de um país também influencia o grau de divulgação de informação. Em Portugal, os bancos são os principais credores das empresas, sendo estes que dominam o mercado. Um sistema assente no crédito bancário não pressiona as empresas a aumentarem o nível informação divulgada, dado que os bancos têm acesso à informação empresarial por meio de contactos privilegiados (Oliveira *et al.*, 2013). Stultz e Williamson (2003) referem que existem diferenças significativas entre os países no que se refere à importância e ao desenvolvimento dos mercados de capitais, estrutura de propriedade das empresas e capacidade de acesso ao financiamento externo por parte das empresas.

Á luz do exposto, e tendo por base os estudos realizados por Archambault e Archambault (1999) e Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), este estudo propõe um modelo teórico que analisa o impacto do contexto macroeconómico na divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Especificamente, pretende contribuir para o conjunto da literatura empírica, procurando investigar se, nas empresas cotadas portuguesas, algumas das variáveis macroeconómicas têm efeitos sobre o nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

4.3.1 Eficácia do sistema legal

La Porta *et al.* (1998) e, mais recentemente, Othman e Zeghal (2008), constataram que, em geral, os países de ambiente legal com origem no direito comum concedem um maior grau de proteção aos investidores, enquanto os países de ambiente legal com origem no direito Civil Francês, como é o caso português, exercem uma menor proteção. Assim, espera-se que os países de ambiente com origem no direito comum tenham melhores práticas de

governo das sociedades do que os países de ambiente com origem no direito civil. Othman e Zeghal (2008) referem que os países de ambiente com origem no direito civil são caracterizados pelo sigilo e pela aversão à incerteza, o que limita a divulgação de informação.

O estudo de Bushman *et al.* (2004) sugere uma relação positiva entre o nível de transparência da informação sobre o governo das sociedades e o regime legal/judicial, sendo mais elevada nos países de ambiente com origem no direito comum e com um sistema judicial eficiente. Mais recentemente, Turrent e Rodríguez-Ariza (2012) observam diferenças significativas no nível de divulgação de informações entre as empresas espanholas e mexicanas (80% contra 59%, respetivamente), sugerindo que a importância atribuída à divulgação de informações sobre o governo das sociedades é maior em Espanha do que no México. Além disso, evidenciam uma relação positiva entre o sistema legal e o índice de transparência empresarial. Segundo Leuz *et al.* (2003), a aplicação da lei pode ser determinada por meio de três variáveis: a eficiência do sistema judicial, a avaliação do estado de direito e o índice de corrupção. Nesse sentido, Kaufmann *et al.* (2010) incorporam vários indicadores de governabilidade propostos por diferentes organizações não-governamentais e órgãos internacionais, empresas consultoras e analistas especializados, entre os quais se destacam a qualidade regulatória, o cumprimento da lei e o controlo da corrupção.

Neste estudo optamos por utilizar o Índice Mundial de Governo (WGI), publicado pelo Banco Mundial, pois reflete as tradições e instituições pelas quais a autoridade de um país é aplicada, incluindo o processo através do qual o governo é eleito e controlado, a sua capacidade de formular e de implementar efetivamente as políticas e de interação entre as instituições económicas e sociais. Uma caracterização mais detalhada do WGI é realizada no capítulo 5. Através deste índice procuramos analisar o grau de aplicação da lei no período em que decorre este estudo.

Tendo em consideração que a maioria dos estudos supra citados constata que a divulgação de informação é mais elevada nos países de ambiente com origem no direito comum e com um sistema judicial eficiente e, dado que Portugal tem um ambiente legal com origem no direito civil francês, formulamos a seguinte hipótese:

HA1: existe uma relação entre o índice mundial de governo das sociedades e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades em Portugal

No quadro seguinte, enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “sistema legal”:

Quadro 4.1 – Estudos que utilizaram a variável “sistema legal”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Turrent e Rodríguez-Ariza (2012)	70 empresas (35 de Espanha e 35 do México)	Índice de transparência (GSoc)	Índice mundial de governo das sociedades (WGI)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Chan e Cheung (2012)	271 observações de 12 países	Índice de Qualidade (GSoc)	Dicotómica (valor 1 – <i>common-law countries</i>)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Archambault e Archambault (2009)	133 países	Dicotómica (1 - adota IFRS antes 2005)	Dicotómica (valor 1 – <i>common-law countries</i>)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Bauwhede e Willekens (2008)	130 empresas Europeias	Deminor Rating, 2001	Dicotómica (valor 1 – <i>common-law countries</i>)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Morris e Gray (2007)	434 empresas 12 países asiáticos	Dois índices de transparência	<i>Common law countries</i>	Regressão múltipla linear	Relação positiva
			<i>Civil law countries</i>		Relação negativa
			<i>Bank oriented economy</i>		Relação negativa
Bushman <i>et al.</i> (2004)	46 países	Medidas de transparência (GSoc)	Vários regimes legais	Análise factorial	Positiva em países de “ <i>commow law</i> ”

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.3.2 Inflação

O nível de inflação de um país é outra variável importante da envolvente macroeconómica que é importante considerar, por ter um impacto significativo na aplicação das regras e princípios contabilísticos (Meek e Saudagaran, 1990). Nos países em que a inflação é elevada, a Contabilidade, que tem o custo histórico por princípio, manifesta maior dificuldade em elaborar e em divulgar as demonstrações financeiras das empresas. Com efeito, a instabilidade provocada pela inflação distorce a informação financeira elaborada ao custo histórico. Nesse contexto, as empresas têm maior propensão para elaborar as

demonstrações financeiras tendo em conta os preços de mercado, incrementando o volume de informação divulgada aos investidores (Archambault e Archambault, 2009).

Os resultados empíricos de Douplik e Salter (1993) e de Turrent e Rodríguez-Ariza (2012) observam que o nível de inflação de um país é uma variável importante nos níveis de divulgação de informação. Com base no exposto, formulamos a seguinte hipótese:

HA₂: *existe uma relação entre a taxa de inflação e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades em Portugal*

No quadro seguinte, enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “inflação”:

Quadro 4.2 – Estudos que utilizaram a variável “taxa de inflação”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Adjei-Frimpong <i>et al.</i> (2014)	211 Observações (2001-2009) Ghana	Custo-eficiência dos bancos	Taxa de inflação	Regressão múltipla linear	Não significativo
Turrent e Rodríguez-Ariza (2012)	35 Empresas de Espanha e 35 do México	Índice de transparência (internet)	Taxa de inflação anual	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Archambault e Archambault (2009)	133 Países	Dicotómica (1 adopta IFRS antes 2005)	Taxa de inflação	Regressão múltipla linear	Não significativo
Archambault e Archambault (2003)	33 Países	ID obtido do CIFAR	Taxa de inflação média	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Douplik e Salter (1993)	50 Países	Relato financeiro	Taxa de inflação	Análise de <i>clusters</i>	Relação positiva

Legenda: CIFAR - *Canadian Institute for Advanced Research*; ID – Índice de Divulg.; GSoc – Governo das Sociedades.

4.3.3 Desenvolvimento económico (PIB)

O nível de desenvolvimento do governo das sociedades é intrínseco à riqueza e ao nível de desenvolvimento económico de um país (Chan e Cheung, 2012). Doidge *et al.* (2007) apresentam um modelo teórico que destaca a importância do desenvolvimento económico na melhoria dos sistemas de governo das sociedades. Na mesma linha, os resultados obtidos por Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), baseados na análise de uma amostra de empresas latino-americanas, não permitem rejeitar a hipótese de a transparência

empresarial ser motivada pelo nível de desenvolvimento económico de um país. Inclusivamente, o estudo realizado por Francis *et al.* (2008) sugere que o PIB de um país, determina a importância relativa de um país e das características das empresas. Dito de outro modo, nas economias economicamente mais desenvolvidas o efeito das características empresariais revela ser mais importante do que o efeito das características próprias dos países, e o inverso também é verdadeiro. Isidro e Raonic (2009), observaram que, em 2006 e 2007, as empresas de uma amostra internacional de 26 países, aumentavam a qualidade da contabilidade quando localizadas em países com mercados de capitais sofisticados e globalizados e com ambientes institucionais fortes.

Neste estudo, à semelhança de Chan e Cheung (2012) e de Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), utilizamos como *proxy* do desenvolvimento económico de um país, o PIB *per capita*, formulando a seguinte hipótese:

HA₃: *Existe uma relação entre o PIB per capita e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades em Portugal*

Quadro 4.3 – Estudos que utilizaram a variável “desenvolvimento económico”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Adjei-Frimpong <i>et al.</i> (2014)	211 observações (2001-2009) Ghana	Custo-eficiência dos bancos	Taxa de crescimento do PIB	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Turrent e Rodríguez-Ariza (2012)	70 Empresas (35 de Espanha e 35 do México)	Índice de transparência (internet)	PIB <i>per capita</i>	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Chan e Cheung (2012)	271 Observações de 12 países	Índice de Qualidade	PIB <i>per capita</i>	Regressão múltipla linear	Relação positiva
		(GSoc)	Taxa de crescimento do PIB	Regressão múltipla linear	Não significativo
Isidro e Raonic (2009)	5658 Empresas de 26 países (2006-2007)	Qualidade do relato financeiro	Desenvolvimento económico e institucional	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Archambault e Archambault (2009)	133 Países	Dicotómica (1 adopta IFRS antes 2005)	Dicotómica (valor 1- países economicamente desenvolvidos)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Doidge <i>et al.</i> (2007)	Usa 3 amostras: CLSA (376); S&P (711) e ISS (1217)	3 <i>Ratings</i> : CLSA, S&P e FTSE ISS	Capitalização Bolsista sobre o valor do PIB	Regressão múltipla linear e regressão <i>probit</i>	Não significativo

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4 ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário

4.4.1 Relação entre as variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade e a divulgação de informação

4.4.1.1 Concentração da propriedade

Segundo Franks e Mayer (2001), a maioria dos mercados de capitais do Continente Europeu são caracterizados pelo número reduzido de empresas cotadas e propriedade acionista concentrada. Em contraste, o Reino Unido e os Estados Unidos têm aquilo que chamam “*outsider systems*” de propriedade empresarial, com grandes mercados de capitais, propriedade dispersa e mercados ativos de controlo empresarial. Claessens *et al.* (2000), ao analisarem a separação entre propriedade e controlo de 2.980 empresas de nove países do Leste Asiático, concluíram que cerca de dois terços das empresas possuíam um único acionista com o controlo efetivo dos direitos de voto que eram, normalmente, famílias (exceção para o Japão).

Com base no postulado pela teoria da agência, podemos supor que quanto maior a concentração da propriedade, menor será a separação entre a propriedade e a gestão e a assimetria de informação será menor. Por exemplo, Fan e Wong (2002) observaram o nível de divulgação dos resultados e a estrutura de propriedade de 977 empresas cotadas nos mercados asiáticos (Hong Kong, Indonésia, Coreia do Sul, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia). Os resultados encontrados pelos citados autores sugerem que a concentração da propriedade e as estruturas de propriedade piramidais são fatores de conflitos de agência entre acionistas controladores e investidores externos. Com efeito, estes últimos consideram que a informação divulgada não tem qualquer credibilidade e visa apenas os interesses dos primeiros.

Para a teoria dos *stakeholders*, a divulgação de informação deve procurar satisfazer as necessidades dos diversos *stakeholders*. Se os *stakeholders* estão em minoria tendem a contrair o seu espaço de influência perante as empresas, por conseguinte estas tendem a abrandar a divulgação de informações ao mercado. Assim, para esta perspetiva, a concentração da propriedade exerce uma forte influência na divulgação voluntária de informação (Tsamenyi *et al.*, 2007; Ntim *et al.*, 2013).

Estudos vários, realizados em diferentes países, constataram uma relação negativa entre a concentração da propriedade e a divulgação de informação (Arcay e Vázquez, 2005; Oliveira *et al.*, 2006; Ali *et al.*, 2007; Barako, 2007; Lim *et al.*, 2007; Amor, 2012; Chakroun e Matoussi, 2012; Ntim *et al.*, 2012; Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012; Allegrini e Greco, 2013; Costa *et al.*, 2013; Alhazaimeh *et al.*, 2014; Hunziker, 2014). Portanto, nesta pesquisa, formulamos a seguinte hipótese:

HB_{1a}: *existe uma relação entre a concentração da propriedade e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades*

Em seguida enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “concentração da propriedade” e as respetivas *proxies*:

Quadro 4.4 – Estudos que utilizaram a variável “concentração da propriedade”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Soliman <i>et al.</i> (2014)	130 Empresas /ano (2007-2010) Egipto	ID voluntário	Dicotómica (valor 1 na presença de um acionista com mais 50% do capital)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Soheilyfar <i>et al.</i> (2014)	498 Observações empresas (2005-2010) Irão	Índice de qualidade	% ações ordinárias detidas acionistas concentrados	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Jouirou e Chenguel (2014)	22 Empresas Tunísia	ID voluntário	% capital detido pelos 3 maiores acionistas	Regressão binomial negativa	Não significativo
Hunziker (2014)	91 Empresas Suíça	ID voluntário	% de ações detidas pelo acionista principal	Regressão logística	Relação negativa
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002-2011) Jordânia	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com $\geq 5\%$ do capital	Regressão GMM	Relação negativa
Silva (2013)	132 Observações (2007-2009) Portugal	Grau de cumprimento Rec. CMVM	% das participações qualificadas ($> 2\%$)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Oliveira <i>et al.</i> (2013)	51/55 Empresas (2005 e 2008) Portugal	ID voluntário	% capital detido pelos 5 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Não significativo
Juhmani (2013)	414 Empresas Bahrain	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com $\geq 5\%$ do capital	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Costa <i>et al.</i> (2013)	266 Observações (2006-11) Portugal	Dívida da Carta do CEO	% capital detido pelos 5 maiores acionistas	Regressão logística	Relação negativa

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Allegrini e Greco (2013)	177 Empresas Itália	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com capital < 2%.	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Turrent e Rodríguez-Ariza (2012)	70 Empresas (35 de Espanha e 35 do México)	Índice de transparência (internet)	% capital detido pelos acionistas maioritários	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Ntim <i>et al.</i> (2012)	845 Observações (2002-2006) África do Sul	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com $\geq 5\%$ do capital	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Chakroun e Matoussi (2012)	144 Observações (2003-2008) Tunísia	ID voluntário	Dicotómica (valor 1 na presença de um acionista com mais 50% do capital)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Amor (2012)	31 Empresas Tunísia	Índice de qualidade da comunicação	% do capital detido pelos acionistas com capital < 2%.	Regressão logística	Relação positiva
Zourarakis (2009)	97 empresas Reino Unido	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com capital > 3%.	Regressão múltipla linear	Não significativa
Lemos <i>et al.</i> (2009)	40 Empresas Portugal	ID Instrumentos derivados	Dicotómica (valor 1 na presença de um acionista com mais 50% do capital)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ho e Tower (2011)	300 Observações (1996, 2001 e 2006) Malásia	ID voluntário	% capital detido pelos 5 maiores acionistas	Regressão <i>cross-sectional</i>	Relação positiva (nos 3 anos)
Cheung <i>et al.</i> (2010)	373 Observações (2004-2007) China	Sub-índice divulg. voluntária	Dicotómica (1 - se 5 principais acionistas têm mais do que 50% do capital)	Regressão logística	Não significativo
Yuen <i>et al.</i> (2009)	200 Empresas China	ID voluntário (GSoc)	% capital detido pelos 10 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Ferreira (2008)	45 Empresas Portugal	ID voluntário	% das participações qualificadas (> 2%)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Donnelly e Mulcahey (2008)	51 Empresas Irlanda	ID voluntário	Índice de Herfindahl	Regressão de Poisson e Regressão binomial negativa	Não significativo
Bauwhede e Willekens (2008)	130 Empresas Europeias	Deminor Rating, 2001	% capital fechado (Worldscope, 2002)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Xiao e Yuan (2007)	559 Empresas China	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com $\geq 5\%$ do capital	Regressão linear múltipla	Relação positiva
Patelli e Prencipe (2007)	175 Empresas Itália	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com capital < 2%.	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lim <i>et al.</i> (2007)	181 Empresas Austrália	ID voluntário	% capital detido pelos 20 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Relação negativa

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Cerbioni e Parbonetti (2007)	145 Observações (2002-2004) 10 Países	Índice de Qualidade da Informação	% do capital detido pelo acionista principal	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ali <i>et al.</i> (2007)	86 Empresas França	Índice de Qualidade	Índice de Herfindahl	Regressão logística binária	Relação negativa
Barako (2007)	54 Empresas /ano (1992-2001) Kénia	ID voluntário	% capital detido pelos 20 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Oliveira <i>et al.</i> (2006)	56 Empresas Portugal	ID voluntário	% capital detido pelos 3 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	Índice de Herfindahl	Regressão logística	Não significativo
Ghazali e Weetman (2006)	87 Empresas Malásia	ID voluntário	% capital detido pelos 10 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Não significativo
Arcay e Vázquez (2005)	117 Empresas Espanha	ID voluntário	Índice de <i>Herfindahl</i>	<i>PATH analysis</i>	Relação negativa
Prencipe (2004)	64 Empresas Itália	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com capital < 2%.	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Eng e Mak (2003)	158 Empresas financeiras e não financeiras de Singapura	ID voluntário	% do capital detido pelos acionistas com $\geq 5\%$ do capital	Regressão múltipla linear	Não significativo
Hanifa e Cooke (2002)	167 Empresas Malásia	ID voluntário	% ações detidas pelos 10 maiores acionistas	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Depoers (2000)	102 Empresas cotadas - França	ID voluntário	% capital detido pelos 3 maiores acionistas	Teste t	Não significativo
Raffournier (1995)	161 Empresas Suíça				Não significativo

Legenda: ID - Índice de Divulgação; GSoc - Governo das Sociedades.

4.4.1.2 Participação dos membros do conselho de administração no capital social

A participação dos gestores no capital das empresas enquadra-se na esfera da teoria da agência. Dito de outro modo, a divulgação de informação justifica-se pela vontade de os gestores de reduzirem os custos de supervisão que os acionistas teriam de suportar para evitar problemas de agência. Com efeito, os gestores com maior participação no capital têm menos incentivos para expropriar os acionistas e, portanto, tomam menos decisões com o intuito de maximizar a sua utilidade pessoal.

Nesse sentido, Li e Qi (2008) observam que quanto maior a participação dos gestores no capital, maior a divulgação de informação. Esta participação, para além de contribuir para aumentar a preocupação com as potenciais consequências económicas das suas decisões (com o objetivo de gerar valor para os acionistas para, assim, maximizar sua riqueza), diminui os custos de agência e aumenta a divulgação voluntária.

Empiricamente, alguns estudos confirmam uma relação positiva entre a participação dos gestores no capital das empresas e a divulgação de informação (nos países desenvolvidos: Jiang e Habib, 2009; Kateb, 2012; Barros *et al.*, 2013; Silva, 2013; Hunziker, 2014; e, nos países emergentes: Chakroun e Matoussi, 2012, e Juhmani, 2013).

Como notam Li e Qi (2008), a abordagem da teoria da agência é importante para compreender a forma como divulgação de informação é concretizada nos vários países. Em Portugal, onde a propriedade é altamente concentrada e os sistemas de proteção aos acionistas são menos eficientes, a participação dos gestores no capital pode eventualmente aproximar gestores e acionistas, fazendo com que os conflitos de interesses se esbatam, aumentando o nível de divulgação de informação. Por outro lado, nas empresas em que a concentração da propriedade está nas mãos das famílias, os interesses dos administradores estão devidamente alinhados com os interesses dos restantes acionistas, como sugere a teoria do *stewardship*, pelo que a divulgação de informação é considerada importante no âmbito da estratégia de crescimento das empresas.

Com base no exposto, formulamos a seguinte hipótese:

HB_{1b}: existe uma relação entre a participação dos membros do conselho de administração no capital das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

Em seguida enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “participação dos membros do conselho de administração no capital” e as respetivas *proxies*:

Quadro 4.5 – Estudos que utilizaram a variável “participação dos administradores no capital”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Soliman <i>et al.</i> (2014)	130 Empresas /ano (2007-2010) Egipto	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrador. executivos	Regressão múltipla linear	Não significativo
Sartawi <i>et al.</i> (2014)	103 Empresas Jordânia	ID voluntário	% de ações detidas administradores	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Hunziker (2014)	91 Empresas Suíça	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrador. executivos	Regressão logística	Relação positiva
Silva (2013)	132 Observações (2007-2009) Portugal	Grau de cumprimento recomendaç. CMVM	% participações administradores	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Oliveira <i>et al.</i> (2013)	51 e 55 empresas (2005 e 2008) Portugal	ID voluntário	% de ações detidas administradores	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Juhmani (2013)	41 Empresas Bahrain	ID voluntário	% participações administradores	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Elshandidy e Nery (2013)	803 R.Unido 328 Itália	ID voluntário ID obrigatório	Log da % de ações detidas por admin. executivos (com \geq 5% capital)	ANOVA <i>analysis</i>	Não significativo
Barros <i>et al.</i> (2013)	206 Empresas (2006-2009) França	ID voluntário	% do capital detido pelos gestores de topo	Regressão múltipla linear e GMM	Relação positiva
D'Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrad. executivos	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Samaha <i>et al.</i> (2012)	30 Empresas Egipto	ID voluntário (Gsoc)	% de ações detidas pelo CEO e pelos admin. Executivos	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Kateb (2012)	55 Empresas França	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrad. executivos	Regressão de <i>poisson</i> e Regressão binomial negativa	Relação negativa
Chakroun e Matoussi (2012)	144 Observações (2003-2008) Tunísia	ID voluntário	% de ações detidas administradores	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Amor (2012)	31 Empresas Tunísia	Índice de qualidade da comunicação	% de ações detidas pelos administradores	Regressão logística	Não significativo
Lemos <i>et al.</i> (2009)	40 Empresas Portugal	ID Instrumentos derivados	% de ações detidas pelos administradores	Regressão múltipla linear	Não significativo
Jiang e Habib (2009)	526 Observações (2001-05) Nova Zelândia	ID voluntário	Dicotómica (1- se concentração do capital na gestão	Regressão (2SLS)	Relação positiva
Baek <i>et al.</i> (2009)	374 Empresas (S&P500index)	ID discricio-nário	% de ações detidas por adm. executivos (menos 5% capital)	Regressão múltipla linear	Relação negativa

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Baek <i>et al.</i> (2009)	374 Empresas (S&P500index)	ID discricionário	% de ações detidas por adm. executivos (com $\geq 5\%$ capital)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Li e Qi (2008)	100 Empresas /ano (2003-2005) China	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrad. executivos	<i>Entropy power method and operation step</i>	Relação positiva
Donnelly e Mulcahey (2008)	51 Empresas Irlanda	ID voluntário	% de ações detidas pelos administrad. executivos	Regressão de <i>poisson</i> e Regressão binomial negativa	Não significativo
Xiao e Yuan (2007)	559 Empresas China	ID voluntário	% do capital pelos gestores de topo	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ghazali e Weetman (2006)	87 Empresas Malásia	ID voluntário	% do capital detido por administradores executiv. e afiliados	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Gul e Leung (2004)	385 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (1 - as ações dos administr. são $\geq 5\%$ do capital)	Regressão (2SLS)	Não significativo
Eng e Mak (2003)	158 empresas fin. e não financeiras Singapura	ID voluntário	% do capital detido pelos administradores	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Gelb (2000)	3219 Empresas EUA	<i>Analyst's Rating</i>	-----	-----	Relação negativa

Legenda: ID – Índice de divulgação; GSoc – Governo Sociedades.

4.4.1.3 Participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital social

Pesquisas anteriores, revelam que os acionistas estrangeiros enfrentam riscos superiores comparativamente aos acionistas nacionais. La Porta *et al.* (2000) identificam como riscos potenciais associados à negociação de ações por investidores estrangeiros os seguintes: assimetria de informação, inadequada proteção legal e riscos políticos. Para os acionistas estrangeiros é mais difícil controlar o comportamento dos gestores das empresas participadas, não só pelas diferenças territoriais, mas também pelas barreiras linguísticas e culturais (Xiao e Yuan, 2007), estando, desde logo, sujeitos a um maior nível de assimetria de informação.

Quando maiores os custos de acesso à informação, menor é a probabilidade de os investidores estrangeiros acederem à informação e, portanto, maior o risco de incorrerem em erros de julgamento. Logo, para reduzirem o risco de assimetria de informação, têm

que pagar um preço mais elevado para obterem informação semelhante aos investidores nacionais (Mangena e Tauringana, 2007). Os custos de informação potencialmente elevados podem desencorajar as participações estrangeiras, se os investidores tomarem as suas decisões de investimento com base no *trade-off* entre os resultados e os custos esperados (Mangena e Tauringana, 2007). Nestes casos, as empresas com participações estrangeiras inclinam-se para voluntariamente divulgar mais informações, procurando evitar a desvalorização das ações.

Empiricamente, Haniffa e Cooke (2002 e 2005) constataram uma relação positiva entre a participação dos investidores estrangeiros no capital das empresas e o nível de divulgação voluntária. Barako (2007) faculta evidências que sugerem que a participação de investidores estrangeiros é uma variável importante na justificação das diferenças de divulgação voluntária pelas empresas do Quênia, entre 1992 e 2001. Resultados similares são evidenciados por Lakhil (2006), Mangena e Tauringana (2007), Wang *et al.* (2008), Ho e Tower (2011), Alhazimeh *et al.* (2014) e Sartawi *et al.* (2014). Esta relação positiva corrobora o argumento da necessidade de as empresas divulgarem mais informação, caso pretendam melhorar a supervisão da ação dos gestores e aceder a fundos internacionais. As principais conclusões obtidas por alguns estudos que relacionam a divulgação de informação e a participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital, e as respetivas *proxies*, podem ser consultadas no quadro 4.6.

De acordo com os dados da nossa amostra, a participação de investidores estrangeiros é relativamente baixa, com um valor médio de 10,94%, entre 2005 e 2011, indicando que a participação destes investidores no capital social das empresas analisadas é pouco significativa. Refira-se ainda, que a maioria dos investidores estrangeiros das empresas analisadas são originários de países desenvolvidos, com sistemas de regulação financeira estáveis. Tais investidores têm consciência da importância da informação para a tomada de decisão de investimento.

Com base nos estudos anteriores e nos princípios da teoria da agência, formulamos a seguinte hipótese de estudo:

HB_{1c}: *existe uma relação positiva entre participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.*

Quadro 4.6 – Estudos que utilizaram a variável “participação dos IQE no capital”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Sartawi <i>et al.</i> (2014)	103 Empresas Jordânia	ID voluntário	% ações detidas investidores estrang.	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002-2011) Jordânia	ID voluntário	Log (% do capital detido investidores estrangeiros)	Regressão GMM	Relação positiva
D’Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	Dicotómica (1 se invest. estrangeiros têm posição relevante $\geq 2\%$ capital social)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Abdullah <i>et al.</i> (2012)	Empresas do índice MCG100 Malásia	Rácio de divulgação ambiental	% do capital dos investidores estrang.	Regressão logística	Relação positiva
Ho e Tower (2011)	300 Observações (1996, 2001 e 2006) Malásia	ID voluntário	% do capital dos investidores estrang. (que integram os 5 maiores accionistas)	Regressão <i>cross-sectional</i>	Relação positiva (nos 3 anos)
Wang <i>et al.</i> (2008)	110 Empresas China	ID voluntário	% ações detidas investidores estrang.	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Mangena e Tauringana (2007)	118 Observações (2002-2003) Zimbabwe	ID voluntário	% do capital detido investidores estrangeiros	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Barako (2007)	54 Empresas /ano (1992-2001) Quénia	ID voluntário	% do capital detido investidores estrangeiros	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	% ações detidas investidores estrang.	Regressão logística	Relação positiva
Hannifa e Cooke (2005)	139 Empresas /ano (1996 e 2002) Malásia	ID voluntário	% ações detidas investidores estrang.	Regressão múltipla linear	Relação positiva

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades

4.4.2 Relação entre as variáveis caracterizadoras da estrutura de gestão e de fiscalização e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

Segundo Fama e Jensen (1983a), o conselho de administração constitui o vértice comum do sistema de controlo das decisões dos gestores (onde se inclui a decisão de divulgação voluntária de informação) e a sua eficácia depende estritamente das suas características (composição, independência, tamanho...). A partir da década de oitenta verificou-se um interesse crescente por parte de investigadores e profissionais no papel desempenhado pelos administradores independentes no conselho de administração (por exemplo, Fama, 1980). Foram avançadas duas razões principais para mostrar a importância dos

administradores independentes. Primeiro, porque estes transmitem ao conselho de administração opiniões importantes relativas às decisões estratégicas das empresas, que permitem melhorar o seu desempenho económico e financeiro. O segundo argumento centra-se na sua importância dentro do conselho de administração – enquanto mecanismo de controlo das decisões e da atividade dos gestores (Fama, 1980).

Importa referir que as características do conselho de administração influenciam a divulgação voluntária de informação (Allegrini e Greco, 2013). Nesta secção analisamos as seguintes: (i) o tamanho do conselho de administração; (ii) a independência do conselho de administração; (iii) a estrutura de liderança do conselho de administração; (iv) a participação feminina no conselho de administração; e, (v) a remuneração dos administradores com base em *stock options*: Analisamos ainda: (vi) a presença de uma comissão de auditoria e (vii) a qualidade da auditoria.

4.4.2.1 O tamanho do conselho de administração

Na perspetiva da teoria da agência, o tamanho do conselho de administração é um mecanismo importante de supervisão da gestão (Fama e Jensen, 1983a, Allegrini e Greco, 2013). Neste sentido, os acionistas têm expectativas generalizadas sobre o comportamento dos administradores, uma vez que foram cooptados para representar os seus interesses. Ntim *et al.* (2012) argumentam que o aumento das competências de supervisão e a existência de conselhos de administração com um número elevado de membros influenciam positivamente a divulgação voluntária de informação.

Se por um lado Coles *et al.* (2008) referem que as grandes empresas recorrem à cooptação de mais administradores devido à complexidade das suas atividades, por outro lado, o aumento do número de administradores poderá agravar a comunicação, a coordenação e a interação entre administradores, tornando o processo de tomada de decisão mais lento (Yermack, 1996), e contribuir adversamente para desresponsabilização de administradores e gestores (Jensen, 1993). Mais recentemente, Cormier *et al.* (2011) constataam uma correlação negativa entre a variável quadrática do tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação social e ambiental, de uma amostra de grandes empresas canadianas.

Existe uma extensa literatura empírica que analisa a relação entre o tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação, tal como se pode constatar da leitura do quadro 4.7. Os estudos revelaram, de uma forma geral, que o tamanho do conselho de administração está associado à divulgação voluntária de informação. No contexto das empresas portuguesas, a análise da relação entre o tamanho do conselho de administração e divulgação de informação é ainda escassa. Lemos (2011) também observou uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Dada a associação positiva encontrada nos estudos analisados, formulamos, no âmbito da teoria da agência, a seguinte hipótese de trabalho:

HB_{2a}: existe uma relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

Quadro 4.7 – Estudos que utilizaram a variável “tamanho do CA”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Soheilyfar <i>et al.</i> (2014)	83 Empresas (2005-2010) Irão	Índice de qualidade	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo
Sartawi <i>et al.</i> (2014)	103 Empresas Jordânia	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo
Mohammadiyan <i>et al.</i> (2014)	200 Empresas Irão	ID (GSoc)	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Hunziker (2014)	91 Empresas Suíça	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão logística	Relação positiva
Handajani <i>et al.</i> (2014)	456 Observações (2010-2012) Indonésia	ID	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Ballesteros <i>et al.</i> (2014)	1043 Empresas (2003-2009) 12 Países	ID com base no EIRIS	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Rodríguez-Ariza <i>et al.</i> , (2014)	3.521 observ. (2004-2009) Países Europeus	ID Responsab. Social	Número membros do CA	Regressão ordinal	Relação positiva
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002-2011) Jordânia	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão GMM	Não significativo
Silva (2013)	132 Observações (2007-2009) Portugal	Grau de cumprimento rec. CMVM	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Elshandidy e Nery (2013)	803 R.Unido 328 Itália	ID voluntário	Número membros do CA	ANOVA <i>analysis</i>	Relação positiva para Itália
Allegrini e Greco (2013)	177 Empresas Itália	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Al-Janadi <i>et al.</i> (2013)	87 Empresas Arábia Saudita	ID Voluntária	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Samaha <i>et al.</i> (2012)	30 Empresas Egipto	ID voluntário (GSoc)	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ntim <i>et al.</i> (2012)	845 Observações (2002-2006) África do Sul	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Mallin e Ow-Young (2012)	R.Unido	ID (GSoc)	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Chakroun e Matoussi (2012)	144 Observações (2003-2008) Tunísia	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Akhtaruddin e Rouf (2012)	94 Empresas Bangladesh	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Amor (2012)	31 Empresas Tunísia	Índice de qualidade da comunicação	Número membros do CA	Regressão logística	Não significativo
Rouf (2011)	120 Empresas Bangladesh	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Adawi e Rwegasira (2011)	58 Empresas Emirados Árabes Unidos	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Hossain e Hammami (2009)	25 Empresas Qatar	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Akhtaruddin <i>et al.</i> (2009)	105 Empresas Malásia	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Donnelly e Mulcahey (2008)	51 Empresas Irlanda	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão de <i>poisson</i> e Regressão binomial negativa	Não significativo
Lim <i>et al.</i> (2007)	181 Empresas Austrália	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Cerbioni e Parbonetti (2007)	145 Observações (2002-2004) 10 Países	Índice de Qualidade da Informação	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo
Parsa <i>et al.</i> (2007)	89 médias empr. (2002-2004) R.Unido	ID (GSoc)	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão logística	Não significativo
Cheng e Courtenay (2006)	104 Empresas Singapura	ID voluntário	Número membros do CA	Regressão múltipla linear	Não significativo

Legenda: EIRIS - *Ethical Investment Research Service*; ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4.2.2 Independência do conselho de administração

Fama (1980) e Fama e Jensen (1983a) defendem que a eficácia do conselho de administração enquanto mecanismo de controlo da gestão depende do número de membros executivos e não executivos que o compõe. Os autores argumentam que um conselho de administração “adequado” deveria ser composto por membros internos e externos, contando que, os membros executivos são conhecedores da dinâmica e do funcionamento interno das empresas e da especificidade das suas atividades, enquanto os membros não executivos se distinguem pela sua independência e experiência em controlo. Os membros não executivos contribuem com novas ideias, independência, objetividade, prestam assessoria nas decisões estratégicas e restringem o comportamento dos gestores (Clemente e Labat, 2009). Por outro lado, existe uma corrente que revela algum ceticismo quanto à eficácia dos membros não executivos, isto porque, os considera leais aos gestores que os nomeiam ou porque a cultura do conselho de administração evita os conflitos (Jensen, 1993). A eficácia dos membros não executivos e os interesses dos acionistas que estes representam pode igualmente ser influenciada pela legislação e pelos custos de reputação. Haniffa e Cooke (2002) sugerem que a presença de administradores independentes no conselho de administração melhora a prestação de contas e o nível de transparência do conselho de administração. García-Meca e Sánchez-Ballesta (2010), com base num estudo de meta-análise, constataram que a independência do conselho de administração oferece um elevado nível de proteção aos acionistas.

Não obstante, existe uma perspetiva generalizada de que nas empresas, com conselhos de administração compostos maioritariamente por administradores independentes, a probabilidade de fraudes contabilísticas e de manipulação de resultados seja menor. Além disso, é aduzida a ideia de que divulgam voluntariamente mais informações (Leftwich *et al.*, 1981; Peasnell *et al.*, 2000; Adams e Hossain, 1998; e Leung e Horwitz, 2004). O enfoque na independência do conselho de administração está fundamentada na teoria da agência e complementada pela teoria dos *stakeholders*. Como representantes dos *stakeholders*, os membros independentes são considerados um mecanismo importante de supervisão do comportamento dos gestores (Rosenstein e Wyatt, 1990), suscitando o aumento da divulgação de informação.

O papel relevante dos administradores não executivos no governo das sociedades exerceu um forte contributo para que atualmente a maioria dos códigos de governo societário recomendem a presença de uma maioria de membros independentes no conselho de administração. Soheilyfar *et al.* (2014) constataram que os conselhos de administração maioritariamente independentes divulgam mais informação voluntária. Os estudos de Arcay e Vázquez (2005), Cheng e Courteney (2006), Parsa *et al.* (2007), Lim *et al.* (2007), Clemente e Labat (2009), Yuen *et al.* (2009), Samaha *et al.* (2012), Barros *et al.* (2013) e Oliveira *et al.* (2013), também corroboram os resultados anteriormente encontrados. No seu estudo a 376 empresas cotadas na Bolsa de Hong Kong, no ano de 1996, Leung e Hortwitz (2004) concluem que existe uma relação positiva entre a independência do conselho de administração e o nível de divulgação voluntária, mas apenas nos casos em que as empresas são caracterizadas por uma fraca concentração da propriedade. Contrariamente, Eng e Mak (2003), Gul e Leung (2004), Rouf (2011) e Chakroun e Matoussi (2012) observaram uma relação negativa entre a percentagem de membros independentes no conselho de administração e o nível de divulgação voluntária.

Em face do exposto, formulamos a seguinte hipótese de estudo:

HB_{2b}: *existe uma relação entre a percentagem de membros independentes no CA e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades*

No quadro 4.8, enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “independência do conselho de administração” e as respetivas *proxies*:

Quadro 4.8 – Estudos que utilizaram a variável “independência do CA”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Soheilyfar <i>et al.</i> (2014)	83 Empresas (2005-2010) Irão	Índice de qualidade	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Sartawi <i>et al.</i> (2014)	103 Empresas Jordânia	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Não significativo
Mohammadiyan <i>et al.</i> (2014)	200 Empresas Irão	ID (GSoc)	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Jouirou e Chenguel (2014)	22 Empresas Tunísia	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão binomial negativa	Relação positiva
Handajani <i>et al.</i> (2014)	456 Observações (2010-2012) Indonésia	ID	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Ballesteros <i>et al.</i> (2014)	1043 Empresas (2003-2009) 12 Países	ID com base no EIRIS	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Rodríguez-Ariza <i>et al.</i> , (2014)	3.521 Observ. (2004-2009) Países Europeus	ID Responsab. Social	% administradores não executivos independentes	Regressão ordinal	Não significativo
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002-2011) Jordânia	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão GMM	Não significativo
Silva (2013)	132 Observações (2007-2009) Portugal	Grau de cumprimento rec. CMVM	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Oliveira <i>et al.</i> (2013)	51/55 Empresas (2005 e 2008) Portugal	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Barros <i>et al.</i> (2013)	206 Empresas (2006-2009) França	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear e GMM	Relação positiva
Elshandidy e Nery (2013)	803 R.Unido 328 Itália	ID voluntário	% administradores não executivos	ANOVA <i>analysis</i>	Relação positiva para R.U.
		ID obrigatório	% administradores não executivos	ANOVA <i>analysis</i>	Relação positiva para Itália.
D'Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Allegrini e Greco (2013)	177 Empresas Itália	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo
Al-Janadi <i>et al.</i> (2013)	87 Empresas Arábia Saudita	ID Voluntária	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Samaha <i>et al.</i> (2012)	30 Empresas Egipto	ID voluntário (GSoc)	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Mallin e Ow-Young (2012)	R.Unido	ID (GSoc)	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Chakroun e Matoussi (2012)	144 Observações (2003-2008) Tunísia	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Akhtaruddin e Rouf (2012)	94 Empresas Bangladesh	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Não significativo
Amor (2012)	31 Empresas Tunísia	Índice de qualidade	% administradores independentes	Regressão logística	Não significativo
Rouf (2011)	120 Empresas Bangladesh	ID voluntário	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Adawi e Rwegasira (2011)	58 Empresas Emirados Árabes Unidos	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação positiva

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Cheung <i>et al.</i> (2010)	373 Observações (2004–2007) China	Sub-índice divulg. voluntária	% administradores não executivos independentes	Regressão logística	Não significativo
Lemos <i>et al.</i> (2009)	40 Empresas Portugal	ID Instrumentos derivados	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo
Clemente e Labat (2009)	62 Empresas Espanha	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Baek <i>et al.</i> (2009)	374 Empresas (S&P500index)	ID discricionário	% administradores não executivos independentes no CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Akhtaruddin <i>et al.</i> (2009)	105 Empresas Malásia	ID voluntário	% administradores não executivos independentes no CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Donnelly e Mulcahey (2008)	51 Empresas Irlanda	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão de <i>Poisson</i> e Regressão binomial negativa	Relação positiva
Lopes e Rodrigues (2007)	55 Empresas Portugal	ID	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo
Lim <i>et al.</i> (2007)	181 Empresas Austrália	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Cerbioni e Parbonetti (2007)	145 Observações (2002-2004) 10 Países	ID sobre Estrutura interna	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Parsa <i>et al.</i> (2007)	89 Médias empr. (2002-2004) R.Unido	ID (GSoc)	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Ghazali e Weetman (2006)	87 Empresas Malásia	ID voluntário	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo
Cheng e Courtenay (2006)	104 Empresas Singapura	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão logística	Não significativo
Arcay e Vázquez (2005)	117 Empresas Espanha	ID voluntário	% administradores independentes	<i>PATH analysis</i>	Relação positiva
Leung e Hortwitz (2004)	376 Empresas Hong Kong	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão logística	Relação positiva em propriedade dispersa
Gul e Leung (2004)	385 Empresas Hong Kong	ID voluntário	% administradores independentes	Regressão (2SLS)	Não significativo
Hannifa e Cooke (2002)	167 Empresas Malásia	ID voluntário	% administradores não executivos	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ho e Wong (2001)	98 Empresas Hong Kong	ID voluntário	% administradores não executivos independentes	Regressão múltipla linear	Não significativo

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4.2.3 Estrutura de liderança

As estruturas de liderança partilhadas (as funções de presidente do conselho de administração e de CEO são exercidas por pessoas distintas) são mecanismos internos de governo das sociedades que permitem controlar o comportamento dos gestores e limitar potenciais assimetrias de informação. Nesse sentido, nos últimos anos, os organismos reguladores presentes nos diferentes países, têm promovido a separação das funções de presidente do conselho de administração e de CEO, através de recomendações dirigidas às empresas cotadas. Têm como objetivo assegurar o controlo e a transparência da informação divulgada pelos gestores.

Fama e Jensen (1983a) defendem que os problemas de agência podem ser reduzidos através de um processo de decisão que separe a gestão e o controlo das decisões empresariais. Segundo os autores, o conselho de administração não constitui um dispositivo eficaz de controlo das decisões a menos que este limite as decisões discricionárias dos grandes gestores.

Forker (1992) sugere que a agregação de funções origina perdas de oportunidade relativas à divulgação de informação sobre os benefícios relacionados com a subscrição de ações pelos gestores. A limitação à qualidade da informação identificada por Forker (1992) com a agregação de funções, proporciona conflitos de agência, fraude e crime económico. Os resultados obtidos revelam uma associação negativa entre a qualidade da divulgação sobre opções de compra de ações e a agregação das funções de presidente do conselho de administração e de CEO. Alinhados com Forker (1992), são vários os estudos que sugerem que a divulgação voluntária de informação é menos provável nas empresas em que existe a agregação das duas funções. Ho e Wong (2001), com base numa amostra de 98 empresas cotadas na Bolsa de Hong Kong, não constata qualquer relação entre as estruturas de liderança unitárias (agregação das funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO) e a divulgação voluntária de informação. Também Cheng e Courtney (2006) e Kelton e Yang (2008) confirmam aquele resultado.

Por outro lado, Gul e Leung (2004) e Cerbioni e Parbonetti (2007) observam, como esperado, uma relação negativa entre ambas, sugerindo que quando existe a agregação de

funções a divulgação de informação tende a ser menor. Gul e Leung (2004) acrescentam que a relação negativa observada é menos significativa quando o conselho de administração inclui mais administradores não executivos. Salientam-se alguns exemplos de autores que recentemente observaram que a agregação de funções tem um impacto negativo na divulgação de informação (Cheung *et al.*, 2010; Rouf, 2011; Samaha *et al.*, 2012; Allegrini e Greco, 2013; Soliman *et al.*, 2014). No contexto português, não se conhecem outros estudos que analisem a relação entre a estrutura de liderança e a divulgação de informação.

Tal como referimos, na secção 2.4.2.2, o enfoque na estrutura de liderança fundamentada na teoria da agência. É neste contexto que formulamos a seguinte hipótese:

HB_{2c}: existe uma relação negativa entre a liderança unitária e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

Seguidamente, no quadro 4.9, listamos alguns estudos que utilizaram a variável “estrutura de liderança” e as respetivas *proxies*:

Quadro 4.9 – Estudos que utilizaram a variável “estrutura de liderança”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Soliman <i>et al.</i> (2014)	130 Empresas /ano (2007-2010) Egipto	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Soheilyfar <i>et al.</i> (2014)	83 Empresas (2005-2010) Irão	Índice de qualidade	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Mohammadiyan <i>et al.</i> (2014)	200 Empresas Irão	ID (GSoc)	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Fathi (2013)	505 Observações (2004-08) França	ID Qualidade	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
D’Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Allegrini e Greco (2013)	177 Empresas Itália	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Al-Janadi <i>et al.</i> (2013)	87 Empresas Arábia Saudita	ID Voluntária	Dicotómica (1 – liderança partilhada)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Samaha <i>et al.</i> (2012)	30 Empresas Egipto	ID (GSoc) voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Akhtaruddin e Rouf (2012)	94 Empresas Bangladesh	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Amor (2012)	31 Empresas Tunísia	Índice de qualidade da comunicação	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão logística	Relação negativa
Rouf (2011)	120 Empresas Bangladesh	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Ho e Tower (2011)	300 Observações (1996, 2001 e 2006) Malásia	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança partilhada)	Regressão <i>cross-sectional</i>	Relação positiva (em 2006)
Cheung <i>et al.</i> (2010)	373 Observações (2004–07) China	Sub-ID voluntária	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão logística	Relação negativa
Yuen <i>et al.</i> (2009)	200 Empresas China	ID (GSoc) voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Clemente e Labat (2009)	62 Empresas Espanha	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Donnelly e Mulcahey (2008)	51 Empresas Irlanda	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão de <i>poisson</i> e Regressão binomial negativa	Não significativo
Cerbioni e Parbonetti (2007)	145 Observações (2002-2004) 10 Países	ID sobre Estrutura interna	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Parsa <i>et al.</i> (2007)	89 médias empr. (2002-2004) R.U	ID (GSoc)	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Cheng e Courtenay (2006)	104 Empresas Singapura	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão logística	Relação negativa
Arcay e Vázquez (2005)	117 Empresas Espanha	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	<i>PATH analysis</i>	Não significativo
Gul e Leung (2004)	385 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão (2SLS)	Relação negativa
Hannifa e Cooke (2002)	167 Empresas Malásia	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ho e Wong (2001)	98 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Forker (1992)	182 Empresas Reino Unido	Índice de Qualidade	Dicotómica (1 – liderança unitária)	Regressão <i>probit</i>	Relação negativa

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4.2.4 Participação feminina no conselho de administração

A ideia de um conselho de administração composto por mulheres é, para alguns autores como Watson *et al.* (1993), sinónimo de vantagem competitiva. Este novo paradigma reconhece que a diversidade de género no conselho de administração pode trazer vantagens para o processo de tomada de decisões, e a participação feminina pode ser sinónimo de novas

ideias e perceções sobre vários assuntos (Alvarez e McCaffery, 2000). Adams e Ferreira (2009), constataam que a participação feminina no conselho de administração contribui para o aumento do número de reuniões do órgão de administração. Argumentam ainda que as mulheres são mais participativas e que fomentam maior estabilidade do que os homens. Daqui, decorre o aparecimento de diversos estudos que destacam a influência positiva da diversidade de género no plano das empresas, designadamente ao nível do governo das sociedades e do desempenho das empresas.

Nos últimos anos, a diversidade de género e a participação feminina nos conselhos de administração recebeu maior atenção por parte dos investigadores e dos organismos reguladores. Além disso, a pressão social no sentido da adoção de regras cada vez mais exigentes no âmbito da diversidade de género poderá promover o aumento da participação feminina nos conselhos de administração. A teoria da legitimidade sugere que as empresas ajem em conformidade com as normas e as expectativas da sociedade. Também existem argumentos teóricos que referem que a diversidade de género pode estar relacionada com a teoria da agência, na perspetiva da obrigação moral dos conselhos de administração para com os acionistas e os *stakeholders* (Nalikka, 2009). Outra explicação no âmbito da teoria da agência, delineada por Adams e Ferreira (2009), é que os membros do sexo feminino podem assumir um papel de monitorização dos gestores equivalente ao desempenhado pelos administradores independentes. Por outro lado, Nalikka (2009), enquadra a participação feminina nos conselhos de administração no âmbito da teoria do *stewardship*. Ou seja, esta teoria destaca o impacto da estrutura de liderança do conselho de administração, onde se enquadra a diversidade de género.

Pode-se supor, todavia, que a participação feminina no conselho de administração influencia o nível de divulgação voluntária, considerando os estudos apresentados em seguida. Erhardt *et al.* (2003), citado por Nalikka (2009), concluiu que a diversidade de género melhora o desempenho das empresas, e este por sua vez, contribui para aumentar a quantidade de informação divulgada pelas empresas (Watson *et al.*, 2002; Haniffa e Cooke, 2005; Wang *et al.*, 2008; Yuen *et al.*, 2009).

Mais recentemente, o estudo de Ballesteros *et al.* (2014), tendo como objeto de estudo uma amostra de empresas de 12 países, evidencia que a participação feminina no órgão

de administração tem um efeito positivo na divulgação voluntária de informação sobre responsabilidade social empresarial. Também os resultados de Fernandez-Feijoo *et al.* (2012) e de Rodríguez-Ariza *et al.* (2014) sugerem que a proporção de mulheres no conselho de administração é uma variável importante nos níveis de responsabilidade social. Contrariamente, Nalikka (2009) e Sartawi *et al.* (2014) não conseguiram estabelecer qualquer relação entre essas variáveis. Na mesma linha de investigação, os resultados obtidos por Handajani *et al.* (2014), rejeitam a hipótese de a divulgação voluntária de informação ser motivada pela participação feminina no conselho de administração.

A escassez de produção científica no domínio da diversidade de género aponta para a pertinência da investigação sobre esta vertente. Neste estudo procuramos compreender se a divulgação de informação sobre o governo das sociedades é influenciada pela participação das mulheres nos conselhos de administração portugueses. Em face do exposto, formulamos a seguinte hipótese de estudo:

HB_{2a}: *existe uma relação positiva entre a participação feminina no conselho de administração e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades*

Em seguida enunciam-se alguns estudos analisados neste domínio e respetivas *proxies*.

Quadro 4.10 – Estudos que utilizaram a variável “participação feminina no CA”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Sartawi <i>et al.</i> (2014)	103 Empresas Jordânia	ID voluntário	% mulheres no CA	Regressão múltipla linear	Não significativo
Ballesteros <i>et al.</i> (2014)	1043 Empresas (2003-2009) 12 Países	ID com base no EIRIS	% mulheres no CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Rodríguez-Ariza <i>et al.</i> , (2014)	3.521 Observ. (2004-2009) Países Europeus	ID Responsab. Social	% mulheres no CA	Regressão ordinal	Relação positiva
Oba <i>et al.</i> (2013)	50 Observações (2006-2009)	ID Capital. Intelectual	% mulheres no CA	Regressão logística	Não significativo
Fernandez-Feijoo <i>et al.</i> (2012)	350 Empresas de 22 Países do 2008KPMG Rep.	ID sobre RSE	% de empresas com 3 ou mais mulheres no CA	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Nalikka (2009)	108 Empresas Finlândia	ID voluntário	% mulheres no CA	Regressão múltipla linear	Não significativo

Legenda: ID – Índice de Divulgação.

4.4.2.5 Remuneração dos gestores com base em *stock options*

Um outro papel do conselho é estabelecer e supervisionar as políticas de remuneração dos gestores das empresas. A atribuição de planos de compra de ações tem como objetivo compensar os membros do conselho de administração, alinhando os interesses daqueles com os interesses da sociedade. É considerado um importante meio de controlo dos conflitos de agência e de convergência de interesses entre gestores e acionistas. Saliente-se que o aumento do preço das ações gera maior compensação dos membros do conselho de administração (Jensen e Murphy, 1990).

Alguns estudos têm analisado como é que a atribuição de planos de compra de ações influencia a divulgação de informação. Nagar *et al.* (2003) argumentam que os incentivos baseados no preço das ações são meios de incentivo eficazes à divulgação de boas e de más notícias. Nesse sentido, Verrechia (1983) mostra que o aumento do preço das ações promove a liberação de uma boa notícia, ao mesmo tempo que a retenção de informação pode implicar eventuais custos de litigância e a diminuição do preço das ações; que acontece quando os investidores interpretam a retenção de informação como um sinal “más notícias”. A teoria da sinalização sugere que a divulgação de informação pode ser explicada pela sua resposta às exigências do mercado. Dito de outro modo, os gestores das empresas que atribuem planos de compra de ações poderão estar mais motivados para divulgar informação relativa ao governo da sociedade, permitindo a perceção, por parte do mercado, da qualidade das empresas.

Empiricamente, Nagar *et al.* (2003), Arcay e Vázquez (2005), Lakhali (2006), Ali *et al.* (2007) e Lemos *et al.* (2009) constataam uma relação positiva entre a remuneração dos gestores com base em *stock options* e a divulgação voluntária de informação (como se pode observar no quadro 4.11).

A hipótese deste estudo é formulada como se segue:

HB_{2e}: *existe uma relação positiva entre a remuneração dos gestores com base em stock options e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.*

Quadro 4.11 – Estudos que utilizaram a variável “remuneração com base em stock options”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Lemos <i>et al.</i> (2009)	40 Empresas Portugal	ID Instrumentos derivados	Dicotómica (1 – com plano <i>stock options</i>)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Ali <i>et al.</i> (2007)	86 Empresas França	Índice de Qualidade	Dicotómica (1 – são remunerados)	Regressão logística binária	Relação positiva
Lakhal (2006)	207 Empresas França	ID voluntário	Dicotómica (1 – com plano <i>stock options</i>)	Regressão logística	Relação positiva
Arcay e Vázquez (2005)	117 Empresas Espanha	ID voluntário	Dicotómica (1 – com plano <i>stock options</i>)	<i>PATH analysis</i>	Relação positiva

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4.2.6 Comissão de Auditoria

Na sequência dos escândalos financeiros e das anomalias que marcaram os sistemas de informação das grandes empresas, muito se questionou sobre a eficácia dos mecanismos de governo das sociedades e, em particular, o papel dos conselhos de administração no processo de divulgação de informação. Em resposta, as diretrizes sobre o governo das sociedades, em vários países do mundo, contém recomendações específicas respeitantes ao papel das comissões de auditoria.

Existe nestes países a convicção generalizada de que o trabalho de supervisão e fiscalização das comissões de auditoria é de grande importância, e que todos os esforços para compreender o seu funcionamento e explicar a sua incidência na preparação da informação financeira, contribuirão para reduzir os problemas de agência e melhorar o prestígio da informação divulgada. Não obstante, a existência de uma comissão de auditoria aumenta a confiança na informação constante do relatório e contas. Os benefícios podem considerar-se em termos da redução ou contenção da incidência de erros, irregularidades e outros indícios de relato não fidedignos (Ho e Wong, 2001).

Em Portugal, dispõe o CSC que a comissão de auditoria deve incluir pelo menos um membro que tenha curso superior adequado ao exercício das suas funções e conhecimentos em auditoria ou contabilidade e, que os membros da comissão de auditoria sejam, na sua maioria, independentes [art. 444º, n.º 5 e n.º 6]. As comissões de auditoria maioritariamente

independentes serão, provavelmente, mais autónomas em relação às organizações e à gestão, contribuindo para melhorar o funcionamento do conselho de administração.

A importância da existência de comissões de auditoria nas empresas é reforçada em vários estudos. Por exemplo, Forker (1992) compara a qualidade da informação divulgada, sobre a atribuição de planos de compra de ações aos gestores, e a existência de comissões de auditoria. O autor sugere que a existência de comissões de auditoria nos conselhos de administração melhora a qualidade da informação divulgada. Os resultados obtidos por Ho e Wong (2001) também observam uma relação positiva entre o nível de divulgação voluntária e a presença de uma comissão de auditoria no órgão de administração.

A literatura empírica interessada no papel de controlo da comissão de auditoria analisa, em geral, a relação entre a qualidade e (ou) o nível de divulgação voluntária de informação e a presença e (ou) as características das comissões de auditoria. Conforme evidencia o quadro 4.12, a maioria destes estudos confirma que existência de uma comissão de auditoria melhora a qualidade e (ou) a frequência da informação divulgada.

Quadro 4.12 – Estudos que utilizaram a variável “comissão de auditoria”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002-2011) Jordânia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão GMM	Não significativo
Rouf (2011)	120 Empresas Bangladesh	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Yuen <i>et al.</i> (2009)	200 Empresas China	ID (GSoc) voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Barako (2007)	54 Empresas /ano (1992-01) Kénia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão múltipla linear	Relação positiva com 3 em 4 sub-índices
Arcay e Vázquez (2005)	117 Empresas Espanha	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	<i>PATH analysis</i>	Relação positiva
Gul e Leung (2004)	385 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão (2SLS)	Não significativo
Ho e Wong (2001)	98 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Forker (1992)	182 Empresas Reino Unido	Índice de Qualidade	Dicotómica (Valor 1 existe uma CAUD)	Regressão <i>probit</i>	Não significativa

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

Sendo a existência de uma comissão de auditoria enquadrável no âmbito da teoria da agência, é formulada a seguinte hipótese:

HB_{2f}: existe uma relação entre a existência de uma comissão de auditoria e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

4.4.2.7 Auditoria externa

Watts e Zimmerman (1986) argumentam que os auditores externos poderiam contribuir para atenuar o conflito de interesses entre gestores e acionistas. As grandes empresas de auditoria garantem, repetidamente, a transparência das demonstrações financeiras da empresa, eliminando os erros que estas encerram. Estas empresas de auditoria têm necessidade de manter uma reputação elevada no mercado. A escolha da empresa de auditoria externa também pode ser uma forma de sinalizar ao mercado o valor da empresa (Morris, 1987).

Wallace *et al.* (1994) sugerem que os relatórios anuais podem divulgar informações em quantidade e em qualidade, por influência da empresa de auditoria externa. Por outro lado, ainda que possa ser uma consequência indireta, a contratação de uma grande empresa de auditoria e o aumento do nível de divulgação, Healy e Palepu (2001) argumentam que são escassas as evidências de que os investidores valorizam os pareceres elaborados pelos auditores externos. Leftwich *et al.* (1981) argumentam que as empresas de auditoria externa, facilmente, tendem a desviar-se dos interesses dos investidores e a agir no interesse dos gestores que os contratam. Outra explicação alternativa reconhece que os auditores externos, anualmente, proporcionam uma garantia razoável do trabalho de auditoria realizado, mas sem conseguirem enviar sinais ao mercado de capitais em tempo útil. Uma terceira explicação é que muitos dos auditores externos, estão frequentemente mais preocupados em minimizar a sua responsabilidade legal do que em aumentar a credibilidade dos relatórios e contas. Fica em aberto espaço para novas pesquisas.

Muito embora, os gestores sejam os responsáveis pelo conteúdo da divulgação, segundo as teorias da agência e dos *stakeholders* as grandes empresas de auditoria podem influenciar o nível e a qualidade da divulgação de informação sobre o governo das

sociedades (Barako *et al.*, 2006). O auditor externo é um mecanismo importante de supervisão dos gestores que examina o desempenho financeiro das empresas e a informação divulgada (Haniffa e Hudaib, 2007). Poder-se-á argumentar que as empresas de auditoria externa podem limitar o comportamento oportunista dos agentes, ajudando a reduzir os conflitos de agência (Haniffa e Cooke, 2002). Por isso, é exetável que a qualidade da auditoria externa possa melhorar o nível de divulgação da informação sobre o governo das sociedades (Eng e Mak, 2003). Além disso, as grandes empresas de auditoria concentram um grande número de auditores altamente experientes e qualificados (Barako *et al.*, 2006) e fornecem, em geral, um nível de qualidade das suas auditorias superior ao das pequenas empresas de auditoria (Depoers, 2000).

Em suma, a relação entre o nível de divulgação de informação e o tipo de empresa de auditoria tem as suas raízes nas teorias do sinal, da agência e dos *stakeholders*. A maioria dos estudos empíricos revistos sustenta esta relação. No entanto, os resultados não são consistentes entre si. Os trabalhos de Depoers, 2000, Hannifa e Cooke, 2002, Eng e Mak, 2003 e Gul e Leung, 2004 não encontraram nenhuma relação significativa entre o tamanho da empresa de auditoria e a divulgação de informação. Por outro lado, os trabalhos, mais recentes, de Oliveira *et al.*, 2006, Lopes e Rodrigues, 2007, Wang *et al.*, 2008, Ntim *et al.*, 2012, Al-Janadi *et al.*, 2013, Barros *et al.*, 2013, Costa *et al.*, 2013, Silva, 2013 e Jouirou e Chenguel, 2014 encontraram uma relação significativa positiva. Refira-se que todos os estudos realizados no contexto português revelam uma associação positiva.

Tendo em consideração os argumentos anteriores, em particular, a associação positiva entre a dimensão da empresa de auditoria e a divulgação de informação, verificada em todos os estudos realizados em Portugal, formulamos a hipótese seguinte:

HB_{2g}: *existe uma relação positiva entre as empresas auditadas por uma grande empresa de auditoria (Big4) e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades*

No quadro 4.13, enunciamos alguns estudos que utilizaram a variável “auditoria externa” e as respetivas *proxies*.

Quadro 4.13 – Estudos que utilizaram a variável “auditoria externa”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Jouirou e Chenguel (2014)	22 Empresas Tunísia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão binomial negativa	Relação positiva
Alhazaimeh <i>et al.</i> (2014)	598 Observações (2002/11) Jordânia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão GMM	Não significativo
Silva (2013)	132 Observações (2007-2009) Portugal	Grau de cumprimento rec. CMVM	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Elshandidy e Nery (2013)	803 R.Unido 328 Itália	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	ANOVA <i>analysis</i>	Não significativo
		ID obrigatório	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	ANOVA <i>analysis</i>	Relação negativa
D’Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Costa <i>et al.</i> (2013)	266 Observações (2006-2011) Portugal	Dívida da Carta do CEO	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão logística	Relação positiva
Barros <i>et al.</i> (2013)	206 Empresas (2006/09) França	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear e GMM	Relação positiva
Al-Janadi <i>et al.</i> (2013)	87 Empresas Arábia Saudita	ID Voluntária	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Ntim <i>et al.</i> (2012)	845 Observações (2002-2006) África do Sul	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Wang <i>et al.</i> (2008)	110 Empresas China	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lopes e Rodrigues (2007)	55 Empresas Portugal	ID	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lim <i>et al.</i> (2007)	181 Empresas Austrália	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 5)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Barako (2007)	54 empresas /ano (1992/01) Quênia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Oliveira <i>et al.</i> (2006)	56 Empresas Portugal	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Khan e Hossain (2006)	100 Empresas Bangladesh	ID (GSoc)	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 4)	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Gul e Leung (2004)	385 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 5)	Regressão (2SLS)	Não significativo
Eng e Mak (2003)	158 Empresas (financeiras e não financeiras)	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 6)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Hannifa e Cooke (2002)	167 Empresas Malásia	ID voluntário	Dicotómica (Valor 1 – auditada por Big 6)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Depoers (2000)	102 Empresas cotadas - França	ID voluntário	Dicotómica	Teste t	Não significativo
Raffournier (1995)	161 Empresas Suíça	ID		Regressão múltipla	Relação positiva

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

4.4.3 Relação entre as variáveis caracterizadoras das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

4.4.3.1 Grau de internacionalização

A divulgação de informação sobre um determinado segmento geográfico é mais limitada pela existência de custos relevantes com a sua preparação e disseminação, como confirmam alguns estudos académicos (Barako *et al.*, 2006, Oliveira *et al.*, 2006; Tauringana e Mangena, 2009). O relato por segmentos inclui um conjunto de trabalhos de preparação relevantes: fixação de preços de transferência, definição e alocação de custos indiretos entre segmentos.

Os requisitos de divulgação por segmentos foram introduzidas pela primeira vez nos Estados Unidos em 1969, quando a SEC exigiu a divulgação de segmentos de negócio nos documentos de registo. Em 1976, os requisitos de divulgação foram expandidos consideravelmente quando o *Financial Accounting Standards Board* (FASB) publica a norma SFAS 14 - “Financial Reporting for Segments of a Business Enterprise”. Esta requeria a divulgação de informação de duas bases de segmentação: segmentos de negócio e segmentos geográficos. A evolução verificada desde essa data originou novas necessidades de informação e, em 1997, é publicada a norma SFAS 131 - “Disclosures about Segments of Enterprise and Related Information”, que resultou de um projeto entre o *Accounting Standards Board* (AcSB) do Canadá e o FASB dos EUA. O *International Accounting Standards Committee* (IASC) emitiu uma norma sobre o relato por segmentos (IAS 14), em 1981, que procura seguir o padrão americano (SFAS 14). Estas viriam a ser reformuladas em 1997. Tendo como objetivo a convergência internacional das normas de contabilidade, o *International Accounting Standards Board* (IASB) e o FASB iniciam, em 2002, um projeto com o objetivo de reduzir as diferenças entre os dois normativos. Um projeto que culminou na IFRS 8 - Segmentos Operacionais, em novembro de 2006. A IFRS 8 teve como data de eficácia obrigatória, o dia 1 de Janeiro de 2009. Ainda no ano de 2000, a Comissão de Normalização Contabilística aprovou a Diretriz Contabilística n.º 27 - “Relato por segmentos”, que passou a ser de aplicação obrigatória, para as empresas cotadas, a partir do exercício económico de 2002. Esta norma veio antecipar a aplicação da IAS 14 (1997) em Portugal a partir de 2005.

Gray (1978) analisou as práticas de relato financeiro das 100 maiores empresas multinacionais cotadas de seis países europeus (Reino Unido, Alemanha, França, Itália, Holanda, Bélgica e Luxemburgo), nos anos 1972/73. Observou que 95% das 100 maiores empresas, que atuam em dois ou mais países, divulgam uma secção adicional no relatório e contas sobre algum tipo de relato por segmentos. O autor sugere que as diferenças encontradas entre o Reino Unido e os países continentais estão relacionadas com o ambiente empresarial, legal e político, profissional e do mercado de capitais específico de cada país.

Quadro 4.14 – Estudos que utilizaram a variável “grau de internacionalização”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Omoye (2013)	254 Observações (2006-2010) Nigéria	ID Intangíveis	Investimentos realizados no mercado externo	Regressão logística binária	Não significativo
D’Amico e Biscotti (2013)	154 Empresas Itália	ID voluntário	% volume negócios no mercado externo	Regressão múltipla linear	Não significativo
Macagnan (2009)	94 Empresas Espanha	ID voluntário	% volume negócios no mercado externo	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Nalikka (2008)	135 Empresas Finlândia	ID voluntário	% volume negócios no mercado externo	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Lopes e Rodrigues (2007)	55 Empresas Portugal	ID	% volume negócios no mercado externo	Regressão múltipla linear	Não significativo
Oliveira <i>et al.</i> (2006)	56 Empresas Portugal	ID voluntário	% volume negócios no mercado externo	Regressão múltipla linear	Não significativo
Guerreiro (2006)	56 Empresas Portugal	ID	% volume negócios no mercado externo	Regressão ordinal	Relação positiva
Depoers (2000)	102 Empresas cotadas - França	ID voluntário		Teste t	Relação positiva

Legenda: ID – Índice de Divulgação; GSoc – Governo das Sociedades.

O estudo de El-Gazzar *et al.* (1999), que incidiu na análise das motivações e das características das empresas que cumprem com as IAS, sustenta que as empresas com maior grau de internacionalização têm maior visibilidade no mercado internacional. Consequentemente, procuram divulgar mais informação, cumprindo com os normativos instituídos. No mesmo sentido, Lopes e Rodrigues (2007) referem que as empresas com maior grau de internacionalização procuram sinalizar a sua qualidade aos diferentes *stakeholders*, aumentando o nível de informação divulgada. As mesmas autoras também referem que mesmo as multinacionais não cotadas procuram evidenciar níveis de

divulgação adequados nos seus relatórios anuais. Cooke (1989) expressa a complexidade da atividade empresarial das empresas que operam em diversos mercados geográficos e salienta a necessidade de os gestores divulgarem mais informações ao mercado. Refira-se que as multinacionais têm que cumprir com as exigências de informação do país de origem e dos países onde estão presentes. Por outro lado, a abordagem da teoria institucional também é determinante no contexto da internacionalização, uma vez que as empresas que operam num determinado contexto internacional são forçadas a adaptar-se às pressões coercivas e normativas do seu contexto organizacional (Ferreira *et al.*, 2009).

Os estudos empíricos revelam que o nível de divulgação está positivamente relacionado com o grau de internacionalização das empresas (Depoers, 2000; Guerreiro, 2006; Nalikka, 2008; Macagnan, 2009). Por seu turno, Oliveira *et al.* (2006) e Lopes e Rodrigues (2007) não observam qualquer relação entre as duas variáveis.

A hipótese formulada está alicerçada nas teorias da sinalização e institucional:

H_{3a}: existe uma relação positiva entre o grau de internacionalização das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades

4.4.3.2 Endividamento

Segundo Jensen e Meckling (1976), o aumento do nível de endividamento, seja para reduzir os custos de agência por abertura do capital a acionistas externos ou por qualquer outro motivo, pode levar a empresa a enfrentar outro tipo de custo de agência, o chamado custo de agência do endividamento (*agency costs of debt*). Tal custo é gerado pelo conflito de interesses entre acionistas e credores. Os custos de agência do endividamento decorrem, em primeiro lugar, do facto de os proprietários se sentirem motivados a investir em atividades de alto risco. Se os credores conseguirem prever essa eventualidade, o preço que estão dispostos a pagar pelos títulos da dívida diminui. Um outro custo de agência associado ao endividamento é o custo com as garantias contratuais, que protegem os credores das ações desfavoráveis levadas a cabo pelos administradores. A terceira componente dos custos de agência do endividamento é a possibilidade de falência originada por altos níveis de endividamento.

Por conseguinte, os gestores são incitados a efetuar transferências de riqueza em detrimento dos credores, sendo maior o estímulo quando o nível de endividamento é elevado. Para prevenir esta situação, os credores exigem a divulgação de mais informação, diminuindo assim a assimetria de informação e possibilitando a previsão dos fluxos de caixa futuros e a avaliação da capacidade da empresa para reembolsar as dívidas.

Numa perspetiva mais ampla, o efeito do endividamento na divulgação de informação também pode ser explicado, em parte, pelas teorias dos *stakeholders* e do *stewardship*. A assunção comum de que as empresas altamente endividadas tem um maior número de credores justifica que as empresas divulguem mais informações a estes *stakeholders*, ou seja, as empresas têm o dever de prestar contas. Segundo a abordagem do *stewardship*, os credores exigem a divulgação de informação sobre a utilização dos fundos que emprestam à empresa. Em Portugal, os bancos portugueses, os principais credores das empresas, não incentivam as empresas com maiores níveis de endividamento a divulgarem informações nos relatórios anuais, uma vez que utilizam mecanismos informais para obter informações das empresas (Oliveira *et al.*, 2013).

Em geral, os estudos empíricos que associam o nível de endividamento e a divulgação de informação são inconclusivos; logo, surge a oportunidade para linhas de investigação novas ou alternativas. Alguns autores observaram uma relação positiva (Wallace *et al.* 1994, Aljifri e Hussaney, 2007; Kateb, 2012; Juhmani, 2013; Hunziker, 2014; Jouirou e Chenguel, 2014), enquanto outros não constataram nenhuma relação (Depoers, 2000; Hannifa e Cooke, 2002; Oliveira *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007; Parsa *et al.*, 2007; Ferreira, 2008; Allegrini e Greco, 2013; Ghasempour e Mdyusof, 2014) e alguns evidenciaram ainda uma relação negativa (Watson *et al.*, 2002; Eng e Mak, 2003; Guerreiro, 2006; Yuen *et al.*, 2009; Barros *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2013). No quadro 4.15 enunciam-se alguns estudos existentes neste domínio e respetivas proxies.

Em face do exposto, é formulada a seguinte hipótese de trabalho:

H_{3b}: *existe uma relação entre o endividamento das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.*

Quadro 4.15 – Estudos que utilizaram a variável “endividamento”

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Jouirou e Chenguel (2014)	22 Empresas Tunísia	ID voluntário	Passivo /Activo	Regressão binomial negativa	Relação positiva
Hunziker (2014)	91 Empresas Suíça	ID voluntário	Passivo / (Valor mercado do activo líquido + Passivo)	Regressão logística	Relação positiva
Ghasempour e Mdyusof (2014)	65 Empresas Irão	ID voluntário	Passivo /Activo	Regressão múltipla linear	Não significativa
Rodríguez-Ariza et al., (2014)	3.521 Observ. (2004-2009) Países Europeus	ID Responsab. Social	Passivo /Activo	Regressão ordinal	Não significativa
Oliveira et al. (2013)	51 +55 Empresas (2005 e 2008) Portugal	ID voluntário	<i>Debt to Assets Ratio</i>	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Juhmani (2013)	414 Empresas Bahrain	ID voluntário	Passivo /Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Biswas (2013)	Bangladesh	ID (GSoc)	Passivo /Activo	Regressão linear OLS <i>pooled</i>	Relação positiva
Barros et al. (2013)	206 Empresas (2006-09) França	ID voluntário	Passivo /Capital Próprio	Regressão múltipla linear e GMM	Relação negativa
Allegrini e Greco (2013)	177 Empresas Itália	ID voluntário	Passivo /Activo	Regressão múltipla linear	Não significativa
Kateb (2012)	55 Empresas França	ID voluntário	Passivo MLP /Capital Próprio	Regressão de <i>poisson</i> e regressão binomial negativa	Relação positiva
Zourarakis (2009)	Reino Unido	ID voluntário	Total Assets/Total Liabilities	Regressão múltipla linear	Não significativa
Yuen et al. (2009)	200 Empresas China	ID (GSoc) voluntário	Passivo /Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Wang et al. (2008)	110 Empresas China	ID voluntário	Passivo /Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Não significativa
Ferreira (2008)	45 Empresas Portugal	ID voluntário	<i>Debt to Equity Ratio</i> (Passivo/CP *100)	Regressão múltipla linear	Não significativo
Parsa et al. (2007)	89 médias empr. (2002-04) R.Unido	ID (GSoc)	Endividamento financeiro	Regressão múltipla linear	Não significativa
Patelli e Prencipe (2007)	175 Empresas Itália	ID voluntário	Capital Próprio / Activo	Regressão múltipla linear	Não significativa
Lopes e Rodrigues (2007)	55 Empresas Portugal	ID	Passivo / Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Não significativa
Ali et al. (2007)	86 Empresas França	Índice de Qualidade	Passivo /Activo	Regressão logística binária	Relação negativa
Aljifri e Hussaney (2007)	46 Empresas Dubai	ID	<i>Debt to Equity Ratio</i>	Regressão múltipla linear	Relação positiva
Oliveira et al. (2006)	56 Empresas Portugal	ID voluntário	<i>Debt to Equity Ratio</i> (Passivo/CP *100)	Regressão múltipla linear	Não significativa
Guerreiro (2006)	56 Empresas Portugal	ID	Passivo/Activo	Regressão ordinal	Relação negativa

AUTOR(ES)	AMOSTRA	VARIÁVEIS		TESTE(S)	RESULTADO
		DEPEND.	INDEPENDENTE		
Ghazali e Weetman (2006)	87 Empresas Malásia	ID voluntário	<i>Long Term Loans to Shareholders' Funds</i>	Regressão múltipla linear	Não significativa
Eng e Mak (2003)	158 Empresas financeiras e não financeiras	ID voluntário	Passivo /Activo	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Watson <i>et al.</i> , (2002)	313 Empresas Reino Unido	Dicotómica	Passivo / Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Relação negativa
Hannifa e Cooke (2002)	167 Empresas Malásia	ID voluntário	Passivo /Activo	Regressão múltipla linear	Não significativa
Ho e Wong (2001)	98 Empresas Hong Kong	ID voluntário	Passivo / Capital Próprio	Regressão múltipla linear	Não significativa
Depoers (2000)	102 Empresas cotadas - França	ID voluntário	Passivo /Activo	Teste t	Não significativa
Raffournier (1995)	161 Empresas Suíça				Não significativa

Legenda: ID – Índice de Divulgação.

4.5 Conclusões sobre as hipóteses formuladas

O presente trabalho procura dar uma contribuição para uma maior compreensão sobre a divulgação de informação sobre o governo das sociedades, procurando perceber quais os seus fatores determinantes. Este estudo, ancorado em diversas hipóteses aqui apresentadas, procura analisar, por um lado os fatores que contribuem para que algumas empresas apresentem níveis de divulgação de informação superiores a outras sujeitas ao mesmo ambiente macroeconómico e contratual. Os possíveis determinantes do nível de divulgação a serem testados foram agregados em duas categorias principais: macroeconómicas e de governo das sociedades (estrutura de propriedade, estruturas de gestão e fiscalização e empresariais).

Em suma, neste capítulo foram apresentadas as hipóteses que se pretendem testar na presente investigação, formuladas a partir da revisão da literatura feita nos capítulos anteriores. No próximo capítulo serão expostas as principais orientações metodológicas e opções tomadas no decurso da investigação.

As várias hipóteses anteriormente apresentadas, para as duas etapas deste estudo, estão resumidos na tabela 4.16.

Quadro 4.16 – Resumo das hipóteses formuladas

HIPÓTESES	DESCRIÇÃO	SINAL ESPERADO	TEORIAS
HA₁	O índice mundial de governo das sociedades influencia a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+/-	Teoria institucional
HA₂	A taxa de inflação está associada com a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+/-	Teoria institucional
HA₃	O PIB <i>per capita</i> está associado com a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+/-	Teoria institucional
HB_{1a}	A concentração da propriedade influencia a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+/-	Teorias da agência e dos stakeholders
HB_{1b}	A posse de ações pelos membros do conselho de administração influencia a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+/-	Teorias da agência e do <i>stewardship</i>
HB_{1c}	A posse de ações pelos investidores qualificados estrangeiros influencia a divulgação de informação sobre o governo das sociedades.	+	Teoria da agência
HB_{2a}	O tamanho do conselho de administração influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+	Teoria da Agência
HB_{2b}	A independência do conselho de administração está associada com a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+/-	Teorias da agência, dos stakeholders e da sinalização
HB_{2c}	A liderança unitária influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	-	Teoria da agência
HB_{2d}	A percentagem de mulheres no conselho de administração influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+	Teorias da agência, da legitimidade e do <i>stewardship</i>
HB_{2e}	A remuneração dos gestores com base em <i>stock options</i> influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+	Teorias da agência, dos stakeholders e da sinalização
HB_{2f}	A existência de uma comissão de auditoria influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+/-	Teoria da agência
HB_{2g}	A existência de uma grande empresa de auditoria (Big4) influencia a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+	Teorias da agência e dos stakeholders
HB_{3a}	O grau de internacionalização das empresas está associado com a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+	Teorias da sinalização e institucional
HB_{3b}	O nível de endividamento das empresas está associado com a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades.	+/-	Teorias da agência, stakeholders e do <i>stewardship</i>

CAPÍTULO 5 METODOLOGIA DE INVESTIGAÇÃO

Uma vez que, conforme referimos no capítulo anterior, o regulamento do Governo das Sociedades foi sujeito a várias alterações ao longo do tempo, decidimos investigar se as alterações que foram, continuamente, introduzidas em Portugal, influenciaram a informação divulgada pelas empresas estudadas. Desta forma, decidimos analisar a informação divulgada pelas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, no período compreendido entre 1 de Janeiro de 2005 e 31 de Dezembro de 2011.

Pretende-se averiguar ainda, quais os fatores determinantes do nível de divulgação de informação sobre governo das sociedades, em duas etapas da investigação. Assim, este estudo encontra-se dividido em duas partes, a referir:

- em primeiro lugar, procuramos estudar a evolução e a extensão de informação divulgada no período entre 2005 e 2011;
- posteriormente, são analisados os fatores determinantes do nível de divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades, no mesmo período, com recurso à análise de regressão ordinal *Logit*.

Este capítulo encontra-se assim estruturado: na secção 5.1 procede-se à definição e à caracterização da amostra e, na secção 5.2, são identificados, respetivamente, o método de construção do índice de divulgação, qual a unidade de análise e mensuração analisada e os documentos que serviram de base à análise. É ainda efetuada uma apresentação breve das limitações da análise de conteúdo. Na secção 5.3 são apresentadas as definições teóricas e operacionais das variáveis explicativas dos diferentes modelos. Finalmente, na secção 5.4, expõem-se os modelos de investigação utilizados nas duas etapas da investigação.

5.1 Definição da Amostra

A população deste estudo é composta por sociedades anónimas portuguesas, não financeiras²⁸, cotadas na *Euronext Lisbon*. As empresas do sector financeiro são eliminadas devido à sua estrutura de capital circulante, por estarem sujeitos a mecanismos adicionais de governo das sociedades impostos pelo regulador e porque existem evidências que a composição do conselho de administração e a estrutura de propriedades diferem das empresas não-financeiras.

Tendo como principais objetivos, identificar o tipo de informação divulgada, o nível de divulgação e a evolução no nível de divulgação, relativa ao governo das sociedades, e os determinantes da divulgação de informação, a amostra compreende todas as empresas não financeiras com ações admitidas à cotação no mercado oficial da *Euronext Lisbon*, no período de 2005 a 2011. Excluímos ainda todas as Sociedades Anónimas Desportivas (SAD's), que não foram incluídas para garantir a harmonia quanto ao período temporal considerado, dado o exercício económico das SAD ser distinto do das demais cotadas, sendo o seu fecho de contas a 30 Junho.

A amostra final compreende um total de 263 observações para 40 empresas diferentes, como descreve o quadro 5.1:

Quadro 5.1 - Seleção das empresas que compõe a amostra

DESCRIÇÃO	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Total
Empresas de direito nacional, cotadas na <i>Euronext Lisbon</i> no final do ano	47	45	47	50	48	47	47	331
Empresas excluídas								
- Empresas financeiras	5	5	5	5	5	4	4	33
- SAD's	2	2	3	3	3	3	3	19
- Empresas com informação incompleta	6	3	2	2	1	1	1	16
Amostra Final (número de observações)	34	35	37	40	39	39	39	263

²⁸ Entende-se por empresas não financeiras as que não são classificadas como bancos, fundos de investimentos, empresas de *leasing*, companhias de seguros, financeiras e consórcios.

O aumento do número de empresas da amostra verifica-se pela admissão de novas empresas à cotação na *Euronext Lisbon* nos anos entre 2008 e 2011. Entre 2008 e 2009 verificou-se a saída da CIRES do mercado de cotações oficiais.

O conjunto de empresas analisadas foram classificadas nas 9 indústrias do *Industry Classification Benchmark (ICB)*, conforme se apresenta no quadro 5.2, a seguir:

Quadro 5.2 - Classificação das empresas por sector económico (em percentagem)

SECTOR	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
Petróleo e Gás	0%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%
Materiais Básicos	15%	14%	14%	15%	13%	13%	13%	14%
Produtos industriais	32%	31%	32%	30%	31%	31%	31%	31%
Bens de consumo	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Serviços de consumo	26%	26%	24%	23%	23%	23%	23%	24%
Telecomunicações	6%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Serviços Públicos	0%	0%	3%	5%	5%	5%	5%	3%
Serviços Financeiros	0%	0%	0%	3%	3%	3%	3%	2%
Tecnologias	12%	11%	11%	10%	10%	10%	10%	11%
Total	100%							

O setor dos produtos industriais é aquele que tem, em média, maior percentagem (31%). Segue-se o setor de serviços de consumo com uma percentagem de 24%. Os setores de materiais básicos e das tecnologias aparecem na terceira e quarta posição, com uma percentagem média de 14% e 11%, respetivamente. Estes quatro setores representam, no seu conjunto, cerca de 80% do total de empresas da amostra.

5.2 O Índice de Divulgação

São diversos os estudos sobre divulgação de informação que utilizam como método de pesquisa a análise de conteúdo. A análise de conteúdo é uma técnica de recolha de dados que envolve a codificação de informação qualitativa e quantitativa em atributos ou categorias predefinidas de forma a identificar padrões de apresentação e comunicação da informação (Guthrie *et al.*, 2004).

Autores como Tsipouri e Xanthakis, 2004; Khan e Hossain, 2006; Holder-Webb, 2008; Gandía, 2008; Fong e Shek, 2009; Hossain e Hammami, 2009; Khan, 2009; Mallin e Ow-Yong, 2009; Sharma e Singh, 2009; Yuen *et al.*, 2009; Binh, 2012; Bhasin, 2012; Gordon *et al.*, 2012; Humayun e Adelopo, 2012; Mbaka e Lishenga, 2012; Ntim *et al.*, 2012; Rouf, 2012; Samaha *et al.*, 2012; Biswas, 2013; Zeidan, 2013 também utilizam um índice de divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades.

a) Construção do índice de divulgação

Sendo o objectivo deste estudo a análise da divulgação de informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal, a sua extensão e seus factores determinantes, elaborámos um índice de divulgação para medir a informação divulgada. Procedemos à recolha dos relatórios de governo das sociedades e relatórios e contas anuais, consolidados, das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre 2005 e 2011, da página *web* da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

O primeiro passo na construção do índice prendeu-se com a definição de uma lista de itens de informação sobre o governo das sociedades que se esperava ver divulgados nos relatórios supra citados. Segundo Hossain e Hammami (2009), a seleção dos itens que compõe o índice de divulgação de informação depende de critérios subjetivos, bem como da natureza e do contexto do setor industrial e do grau de desenvolvimento de cada país. Na construção do índice de divulgação utilizado nesta investigação, tivemos em consideração a literatura existente sobre a divulgação de informação sobre o governo das sociedades por parte das empresas²⁹, maioritariamente não financeiras, os índices de divulgação desenvolvidos pelas instituições e organismos reconhecidos a nível mundial (Banco Mundial, Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – UNCTAD, Standard & Poors) e as recomendações de âmbito internacional (princípios da OCDE) e nacional (Recomendações da CMVM) no âmbito do governo das sociedades. Para que fosse possível a comparação dos resultados, ao longo dos anos em análise, o índice de divulgação foi construído com base no Código de Governo das Sociedades

²⁹ Os estudos de referência utilizados no desenvolvimento da lista de itens de informação sobre o governo das sociedades utilizada neste estudo foram os seguintes: Gandía (2008), Sharma (2009), Humayun e Adelopo, 2012, Mallin e Ow-Yong (2012) e, em particular, o de Samaha *et al.* (2012) e Biswas (2013).

revisto em 2010, e não sofreu qualquer variação, apesar das alterações anteriormente verificadas nas recomendações de governo das sociedades. Para efeitos deste estudo, optou-se pela versão mais atual e completa do código de governo das sociedades, por incluir as questões tidas por essenciais para um conhecimento adequado das práticas de governo adotadas pelas empresas, não esquecendo que a divulgação de informação é um tema que continua a expandir-se, em particular nesta área do governo societário.

Como enfatizam Bukh *et al.* (2005), não existe nenhuma linha orientadora, amplamente aceite, de como selecionar os itens de informação, embora a utilização com sucesso do índice de divulgação dependa da seleção dos itens de forma crítica e cautelosa (Marston e Shrives, 1991).

De modo a tornar a análise de conteúdo mais rigorosa e confiável, identificamos o significado de cada um dos itens que compõe o índice de divulgação. Além disso, para registar a informação obtida através da análise de conteúdo construímos uma tabela onde identificamos para cada empresa e para cada exercício económico, os itens que são divulgados, ou não, e os que não são aplicáveis.

O índice Global de Governo das Sociedades, utilizado neste estudo, analisa um total de 82 itens de informação agrupados em seis categorias principais, a saber:

1. Conselho de administração e estrutura de gestão [sub-índice CAG];
2. Comissões especializadas [sub-índice CE];
 - 2.1. Remuneração dos administradores
 - 2.2. Nomeação dos administradores
3. Auditoria e gestão de riscos [sub-índice AGR];
4. Estrutura de propriedade [sub-índice EP];
5. Conformidade e responsabilidade empresarial [sub-índice CRE];
6. Transparência financeira [sub-índice TF].

Construíram-se sub-índices de divulgação, correspondentes a cada uma das referidas categorias, para avaliar o nível de divulgação de cada uma das categorias que constituem o índice de divulgação e a sua evolução entre 2005 e 2011.

Entre os 82 itens que constituem o índice de divulgação global, anteriormente descrito, 51 dos itens são recomendados ou exigidos pelos vários regulamentos aplicáveis às empresas com ações admitidas em bolsa, emitidos pela CMVM, Bolsa de Valores e outras entidades reguladoras³⁰. Estes itens são considerados requisitos de divulgação recomendada e obrigatória. Os restantes 31 itens, não estão incluídos em quaisquer regulamentos, são considerados itens de divulgação voluntária. Desta forma dividimos o índice de governo das sociedades em dois sub-índices – o índice de divulgação de informação voluntária [sub-índice V] e o índice de divulgação recomendada e obrigatória [sub-índice NV]. A lista de itens incluídos no índice de divulgação é desenvolvida no apêndice 5.1.

Cheung *et al.* (2010) construíram um índice de transparência da informação divulgada, que, posteriormente, dividiram em outros dois índices: (i) um índice de divulgação voluntária e (2) um índice de divulgação obrigatória. Numa abordagem similar, Sharma (2014) constrói três índices. O primeiro, é um índice de informação global, o segundo um índice de informação obrigatória e o terceiro, um índice de divulgação voluntária. Chakroun e Matoussi (2012) construíram dois índices de divulgação sobre: (i) informação voluntária estreitamente relacionada com informação obrigatória e (ii) informação voluntária sem qualquer relação com informação obrigatória.

b) Mensuração do índice de divulgação

Após a descrição dos índices de divulgação utilizados, é necessário explicar a sua forma de cálculo. Para cada uma das empresas da amostra analisamos os relatórios e contas e os relatórios de governo das sociedades e verificámos se existiam referências a cada um dos itens de informação definidos. Sempre que existe, pelo menos, a referência a um item de informação é-lhe atribuído o valor 1. Quando não existe qualquer referência ao item, este assume o valor 0. Se a questão não se aplica à empresa em análise, o item é classificado como “não aplicável”.

³⁰ Mais especificamente: o Código dos Valores Mobiliários, o Código das Sociedades Comerciais, os requisitos de admissão à cotação em bolsa, o conteúdo e formato do relatório sobre a estrutura e as práticas de governo societário, as Recomendações de governo das sociedades dirigidas às sociedades cotadas.

Por exemplo, o sub-índice relacionado com a nomeação dos administradores do conselho de administração contém vários itens cujas respostas se enquadram em qualquer uma das três possíveis classificações. A primeira questão é se a empresa possui uma comissão de nomeações, cuja classificação pode ser “sim” ou “não”. A segunda questão é se a empresa divulga a composição da comissão de nomeações, incluindo os nomes dos membros que a compõe. Se a empresa não possui uma comissão de nomeações então a classificação possível à segunda questão é “não aplicável”.

Por estarmos na presença de um indicador de presença / ausência, o valor máximo que cada um pode assumir para cada empresa, é o valor 1. Logo, mesmo quando o indicador é divulgado várias vezes por uma mesma empresa, este é medido uma única vez. Sempre que há referência a um ou mais indicadores na mesma frase, consideram-se todos divulgados desde que estejam associados a informações com significado.

Assim, o valor total do índice de divulgação, para cada uma das empresas, e, em cada ano, é obtido através do quociente entre o total de itens divulgados pela empresa e o total dos itens relevantes (ou seja, total dos itens que constituem o índice de divulgação menos o número de respostas classificadas como “não aplicável”), multiplicado por 100, de acordo com a seguinte fórmula:

$$ID = \sum_{i=1}^n \frac{I_i}{R} \times 100$$

Em que:

ID = Índice de Divulgação

n = número total de itens do índice;

I_i = pontuação do item i, 1 se se verifica 0 senão se verifica;

k = k-ésimo item, com $k = 1, \dots, n$;

R = pontuação relevante (total de itens divulgáveis menos itens não aplicáveis);

Então, $0 \leq ID \leq 100$

O ID é um índice não ponderado, quer isto dizer que se assume que todos os itens de informação definidos têm o mesmo nível de importância para os diversos utilizadores da informação. Esta abordagem tem vantagens comparativamente à utilização de sistemas de medição da informação ponderados.

Primeiramente, não existe uma teoria económica que sustente o peso relativo das diversas práticas de governo das sociedades. Com efeito, a utilização de sistemas de medição ponderados incluem algum grau de subjetividade, devida pela importância relativa atribuída à informação pelos diversos utilizadores (Firth, 1979). Já a utilização de um índice não ponderado permite realizar uma análise independente das perceções de um determinado grupo de utilizadores (Chow e Wong-Boren, 1987).

Em segundo lugar, um índice de divulgação ponderado representa somente a importância percebida por algum grupo específico de utilizadores. Ela não representa necessariamente uma perceção estável para todos os utilizadores ao longo do tempo (Dhaliwal, 1980, p. 387).

Finalmente, esta abordagem é usada e suportada por diversos os estudos (por exemplo, Cooke, 1989a; Wallace *et al.* 1994; Ho e Wong, 2001; Chau e Gray, 2002; Gul e Leung, 2004; Ghazali e Weetman, 2006; Yuen *et al.*, 2009; Samaha *et al.*, 2012; Allegrini e Greco, 2013) e os seus resultados sugerem que é indiferente utilizar índices ponderados ou não ponderados porque os seus efeitos são equivalentes (Chow e Wong-Boren, 1987). Por estas razões, optámos pela construção de um índice de divulgação de informação sobre o governo das sociedades não ponderado.

Realizamos um teste piloto a todas as empresas que compunham a amostra (39 empresas) no exercício económico de 2011. Para o efeito analisamos os relatórios de governo das sociedades e os relatórios e contas das empresas amostrais e utilizamos um protocolo de investigação desenvolvido a partir das Recomendações da CMVM de 2010 e a partir de estudos anteriores que analisam a divulgação de informação sobre o governo das sociedades. A partir do teste piloto procedemos à eliminação dos itens redundantes e (ou) não aplicáveis e à redefinição de outros itens e ainda, à ampliação dos itens de informação, que permitisse uma análise o mais variada e completa possível.

Optamos pela análise manual da informação, por ser uma técnica que permite capturar a natureza da informação divulgada sobre o governo das sociedades. A análise com base em programas de *software* é menos robusta e adequada a este tipo de informação (Turrent e Rodríguez-Ariza, 2012).

5.3 Definição teórica e operacional das variáveis

Em seguida apresentamos uma definição alargada das variáveis utilizadas neste estudo. Os dados referentes a estas variáveis foram obtidos através dos relatórios e contas e relatórios de governo das sociedades e calculados para cada exercício económico analisado. No entanto, na falta ou impossibilidade de obtenção da informação pretendida, a mesma foi considerada como não divulgada, sendo estatisticamente tratada como um dado em falta (*missing value*).

5.3.1 Variáveis do contexto macroeconómico

- ÍNDICE MUNDIAL DE GOVERNO DAS SOCIEDADES - definido pelo Banco Mundial no âmbito do projeto *Worldwide Governance Indicators*³¹;

Utilizamos este índice no nosso estudo para medir o grau de eficácia do sistema legal português. Com efeito, este índice é o reflexo das tradições e das instituições através das quais a autoridade é exercida num país, região ou município, incluindo o processo de eleição, controlo e substituição dos governos, a capacidade do governo para formular e implementar efetivamente políticas adequadas e o respeito dos cidadãos e do estado pelo sistema de interação entre instituições económicas e sociais.

O *Worldwide Governance Indicators* é composto por centenas de perguntas agregadas em seis dimensões de governo de um país, observadas em 213 países durante o período de 1996 a 2010. Os indicadores traduzem a perceção sobre os aspetos de governação provenientes de empresas, cidadãos, analistas especializados, institutos de pesquisa, organizações não governamentais e órgãos internacionais. Kaufmann *et al.* (1999) constataram que a forma de governo de um país influencia de forma significativa o investimento em infraestruturas e, conseqüentemente, o crescimento da economia.

³¹ Resultado do trabalho desenvolvido pelos investigadores do banco Mundial e dirigido por Daniel Kaufmann. Disponíveis em <http://www.govindicators.org>.

Quadro 5.3 - Descrição do Worldwide Governance Indicators

DIMENSÕES	DESCRIÇÃO
Voz e Responsabilização	Percecionam vários aspetos do processo político, liberdades civis, direitos humanos e políticos, assim como em que medida os cidadãos de um país participam na eleição do seu governo.
Estabilidade Política e Ausência de Violência	Percecionam as probabilidades de desestabilização ou derrube do governo em funções através de meios inconstitucionais ou violentos, incluindo violência interna e terrorismo.
Eficácia do Estado	Percecionam a qualidade dos serviços públicos e civis, a competência dos funcionários públicos, a independência dos serviços públicos face a pressões políticas, qualidade da formulação e implementação das políticas e credibilidade dos compromissos governamentais em termos de políticas.
Qualidade Regulatória	Percecionam os limites impostos pela excessiva regulação em áreas como o comércio externo e o desenvolvimento empresarial, incidindo nas políticas propriamente ditas, incluindo políticas “menos amigas” do mercado tais como controlo de preços e supervisão bancária inadequada.
Cumprimento da Lei	Percecionam o grau de confiança e aceitação das regras da sociedades por parte dos agentes. Incluem perceções da incidência de crimes e violência, eficiência e previsibilidade da justiça e obrigatoriedade de contratos.
Controlo da Corrupção	Percecionam a “dimensão” da corrupção, convencionalmente definida como o exercício do poder público para obtenção de ganhos pessoais, assim como o controlo do Estado pelas elites e interesses privados.

Fonte: Kaufmann *et al.* (2010)

Segundo Kaufmann *et al.* (2010), as seis dimensões de governo avaliadas pelo *Worldwide Governance Indicators* (WGI) e as perceções que estas dimensões procuram capturar, descritas no quadro 5.3, são: “Voz e Responsabilização, Estabilidade Política e Ausência de Violência, Eficácia do Estado, Qualidade Regulatória, Cumprimento da Lei e Controlo da Corrupção.

As pontuações dos indicadores agregados variam entre 0 e 100, sendo que valores mais elevados significam que melhor é a forma de governação de um país. Segundo Kaufmann *et al.* (2010), a evidência por parte do *Worldwide Governance Indicators* (WGI) das margens de erros associados às estimativas de cada país presença de margens de erro indica que este permite fazer comparações significativas entre países e ao longo do tempo.

- TAXA DE INFLAÇÃO

A inflação reflete-se no crescimento económico e, portanto, exerce um grande impacto nos padrões e práticas contabilísticas. Historicamente, a probabilidade de distorção das

demonstrações financeiras é maior nos países inflacionistas e, por isso, as empresas existentes nesses países têm uma contabilidade voltada para atender os investidores, aumentando assim o nível de informação divulgada (Archambault e Archambault, 1999).

Doupnik e Salter (1993) analisam a relação entre o nível de inflação e a divulgação de informação e constataram uma associação positiva nos países de vertente macroeconómica. Nestes países, a contabilidade procura auxiliar as políticas económicas nacionais, as demonstrações financeiras apresentam um valor acrescentado equivalente à contabilidade fiscal e a contabilidade inclui alguma responsabilidade social. É o caso da Suécia, Alemanha, França, Bélgica, Espanha e Itália. Nesta linha de pesquisa, Turrent e Rodríguez-Ariza (2012) verificam uma relação negativa entre a taxa de inflação e o nível de divulgação de informação.

A taxa de inflação utilizada neste estudo foi obtida através da base de dados PORDATA.

- **PIB *PER CAPITA***

Segundo Chang e Cheung (2012), o desenvolvimento económico e o nível de riqueza dos países está relacionado com a estrutura de governo das sociedades. Estes resultados são sustentados por Doidge *et al.* (2007), que argumentam que o desenvolvimento económico é um fator importante de desenvolvimento dos sistemas de governo das sociedades. Daí se perspetive uma relação positiva entre o crescimento e a produtividade da economia e o nível de transparência das práticas de governo das sociedades.

Como *proxy* do desenvolvimento da economia e do nível de riqueza de um país utilizamos o PIB per capita. O PIB *per capita*, para o período entre 2005 e 2011, foi obtido através da base de dados PORDATA.

5.3.2 Variáveis relativas ao governo das sociedades

5.3.2.1 Variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade

A estrutura de propriedade das empresas é qualificada com base nas seguintes variáveis:

- CONCENTRAÇÃO DA PROPRIEDADE - representada por três variáveis onde:
 - i. CONCP_P - representa a percentagem do capital detido pelo principal acionista;
 - ii. CONCP_3 - representa a percentagem do capital detido pelos três maiores acionistas;
 - iii. CONCP_Q - representa a percentagem do capital detido pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital social.

- CAPITAL DETIDO PELOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO – é representada por duas variáveis onde:
 - i. PROP_MCA1 - é a percentagem do capital detido pelos membros do conselho de administração;
 - ii. PROP_MCA2 - variável dicotómica que assume o valor 1 se os membros do conselho possuem ações da empresa ou 0, caso contrário.

Consideram-se as ações detidas pelos membros de administradores, nos termos e para os efeitos do disposto no artigo 447.º do Código das Sociedades Comerciais, que a seguir se transcreve:

“1 - Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de uma sociedade anónima devem comunicar à sociedade o número de ações e de obrigações da sociedade de que são titulares e bem assim todas as suas aquisições, onerações ou cessações de titularidade, por qualquer causa, de ações e de obrigações da mesma sociedade e de sociedades com as quais aquela esteja em relação de domínio ou de grupo.

2 - O disposto no número anterior é extensivo às ações e obrigações:

- a) Do cônjuge não separado judicialmente, seja qual for o regime matrimonial de bens;*
- b) Dos descendentes de menor idade;*
- c) Das pessoas em cujo nome as ações ou obrigações se encontrem, tendo sido adquiridas por conta das pessoas referidas no n.º 1 e nas alíneas a) e b) deste número;*

d) Pertencentes a sociedade de que as pessoas referidas no n.º 1 e nas alíneas a) e b) deste número sejam: (1) sócios de responsabilidade ilimitada, exerçam a gerência ou algum dos cargos referidos no n.º 1 ou, (2) possuam, isoladamente ou em conjunto com pessoas referidas nas alíneas a), b) e c) deste número, pelo menos metade do capital social ou dos votos correspondentes a este.”

- CAPITAL DETIDO PELOS INVESTIDORES QUALIFICADOS ESTRANGEIROS – é dada pela percentagem do capital detido pelos investidores qualificados estrangeiros.

De acordo com n.º 1, do art. 30º, do decreto nº 357-A/2007, de 31 de Outubro, sem prejuízo do disposto nos números subsequentes, “*consideram-se investidores qualificados, as seguintes entidades:*

- a) Instituições de crédito;*
- b) Empresas de investimento;*
- c) Empresas de seguros;*
- d) Instituições de investimento coletivo e respetivas sociedades gestoras;*
- e) Fundos de pensões e respetivas sociedades gestoras;*
- f) Outras instituições financeiras autorizadas ou reguladas, designadamente fundos de titularização de créditos, respetivas sociedades gestoras e demais sociedades financeiras previstas na lei, sociedades de titularização de créditos, sociedades de capital de risco, fundos de capital de risco e respetivas sociedades gestoras;*
- g) Instituições financeiras de Estados que não sejam membros da UE que exerçam atividades semelhantes às referidas nas alíneas anteriores;*
- h) Entidades que negociem em instrumentos financeiros sobre mercadorias;*
- i) Governos de âmbito nacional e regional, bancos centrais e organismos públicos que administram a dívida pública, instituições supranacionais ou internacionais, designadamente o Banco Central Europeu, o Banco Europeu de Investimento, o Fundo Monetário Internacio-nal e o Banco Mundial.”*

Para efeitos deste estudo consideramos investidores qualificados os bancos, as companhias de seguros, os fundos de pensões e fundos de investimento estrangeiros, com participações sociais superiores a 2% do capital social. Utilizamos a definição do Código

dos Valores Mobiliários, art. 30º, com exceção, dos investidores qualificados descritos nas alíneas f, g, h e i) do nº 1 do mesmo artigo. A CMVM, no seu Relatório Anual de Governo Societário relativo ao ano de 2008, utiliza a mesma classificação.

5.3.2.2 Variáveis caracterizadoras das estruturas de Gestão e Fiscalização

Com vista a caracterizar o Conselho de Administração, são utilizadas cinco variáveis, obtidas através dos Relatórios de Governo das sociedades das empresas analisadas:

- TAMANHO - é dado pelo número de membros do órgão de administração;
- LIDERANÇA UNITÁRIA - é representada por uma variável dicotómica onde:
PRECEO = 1, se os cargos de Presidente do Conselho e de CEO forem ocupados pela mesma pessoa;
PRECEO = 0, se os referidos cargos forem ocupados por pessoas diferentes.

- INDEPENDÊNCIA do Conselho de Administração - é dada pela equação:

$$INDCA = \left(\frac{INDEP}{TAMC} \right) - \left(\frac{EXEC}{TAMC} \right)$$

Onde:

INDCA – grau de independência do órgão de administração;

INDEP – número de membros independentes;

EXEC – número de membros executivos;

TAMC – número total de membros do órgão de administração.

A variável “independência” do Conselho de Administração é difícil de determinar com objetividade. Esta dificuldade é percebida quer pela existência de diferentes definições para a mesma variável, quer pelas interações entre os vários membros da empresa – membros do conselho de administração, executivos e acionistas. A maioria dos estudos empíricos revistos mede a independência do Conselho de Administração através da composição do órgão, classificando os diretores em internos (executivos), “afiliados”

(não executivos, mas com ligações à empresa) e independentes (não executivos e sem quaisquer ligações à empresa).

Neste estudo também classificamos os diretores em internos, “afiliados” e independentes. No entanto, não podemos colocar de parte a hipótese de existirem incoerências na sua classificação. Isto porque, no caso das empresas cotadas os diretores independentes também são aqueles que, podendo ter sido eleitos em lista proposta por acionistas, não representam, no Conselho de Administração, acionistas individualmente considerados, e atuam como gestores profissionais sem qualquer dependência ou orientação dos acionistas.

Para efeitos de classificação da variável “membro não executivo independente”, efectuamos uma análise longitudinal, utilizando sempre os mesmos critérios, definidos à luz do nº 2, do art. 1º do Regulamento 10/2005. Não são considerados administradores independentes os membros do órgão de administração que:

- a) pertençam ao órgão de administração de sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no CVM;*
- b) sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou atuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade, ou de idêntica percentagem em sociedade que sobre aquela exerça domínio, nos termos do disposto no CVM;*
- c) sejam titulares, exerçam funções de administração, tenham vínculo contratual ou atuem em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 10% do capital social ou dos direitos de voto na sociedade concorrente;*
- d) aufram qualquer remuneração, ainda que suspensa, da sociedade ou de outras que com aquela esteja em relação de domínio ou de grupo, exceto a retribuição pelo exercício das funções de administração;*
- e) tenham uma relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade em relação de domínio ou de grupo, quer diretamente quer por interposta pessoa. Por relação comercial significativa entende-se a situação de um prestador importante de serviços ou bens, de um cliente importante ou de organizações que recebem contribuições significativas da sociedade ou da entidade dominante.*

f) sejam cônjuges, parentes e afins em linha reta até ao terceiro grau, inclusive, das pessoas referidas nas alíneas anteriores.

Por outras palavras, apenas consideramos independentes os diretores que não participam na gestão (isto é, membros não executivos) e que: (1) não possuem qualquer tipo de vínculo com a empresa, a não ser a posição de diretor, (2) nunca foram trabalhadores da empresa, de qualquer uma das suas subsidiárias ou outras relacionadas com a empresa, (3) não prestam quaisquer serviços à empresa e, (4) não são parentes de qualquer diretor da empresa.

- PARTICIPAÇÃO FEMININA no conselho de administração - é dada pela percentagem de mulheres que faz parte do órgão de administração.
- PLANOS DE ATRIBUIÇÃO DE AÇÕES aos membros do conselho de administração – é dada por uma variável dicotómica onde:

OPC = 1, se os membros do conselho de administração beneficiam de planos de atribuição de ações;

OPC = 0, caso contrário.

Para caracterizar as estruturas de fiscalização, são utilizadas duas variáveis, que passamos a descrever:

- COMISSÃO DE AUDITORIA - é representada por uma variável dicotómica onde:

CAUD = 1, se existe comissão de auditoria;

CAUD = 0, caso contrário.

- EMPRESA DE AUDITORIA EXTERNA - é representada por uma variável dicotómica onde:

BIG4 = 1, se a empresa é auditada por uma das quatro maiores empresas de auditoria³²;

BIG4 = 0, caso contrário.

³² Referimo-nos à *PricewaterhouseCoopers, Deloitte, Ernst & Young, e KPMG.*

5.3.2.3 Variáveis caracterizadoras das empresas

- TAXA DE ENDIVIDAMENTO: este rácio calcula-se da seguinte forma:

$$\frac{\text{Passivo}}{\text{Capital Próprio}}$$

- INTERNACIONALIZAÇÃO

A percentagem de vendas para o mercado externo pode ser aferida nos relatórios e contas apresentados com base nas IFRS. Estas obrigam inclusive ao relato por segmentos principais e secundários. Os segmentos principais referem-se aos segmentos de negócios, enquanto os secundários dizem respeito aos mercados geográficos. Assim, a informação referente aos anos de 2005 a 2011 é retirada do relato por segmentos secundários (Quando os relatórios e contas não fazem referência às exportações, assume-se como não existindo).

5.3.3 Variáveis de Controlo

Também utilizamos variáveis de controlo com o objetivo de isolar a sua influência sobre a divulgação de informação por parte das empresas, são elas:

- TAMANHO DA EMPRESA: medido pelo logaritmo das vendas.
- SECTOR DE ACTIVIDADE

Utilizaram-se variáveis dicotómicas para representar os diferentes sectores de actividade existentes em Portugal. Estas variáveis atribuem o valor 1 às empresas de uma determinada sector de actividade e valor zero às empresas pertencentes aos demais sectores. Adotamos o critério de classificação do *Industry Classification Benchmark*

(ICB)³³ que agrupa as empresas em 10 categorias, das quais apenas 9 aplicáveis às empresas portuguesas. São elas as seguintes:

Quadro 5.4 - Variáveis dicotómicas do sector de indústria, segundo o nível 1 do ICB

VARIÁVEL	SECTOR DE ACTIVIDADE
IND1	Petróleo e Gás
IND2	Materiais Básicos
IND3	Produtos industriais
IND4	Bens de consumo
IND5	Serviços de consumo
IND6	Telecomunicações
IND7	Serviços Públicos
IND8	Serviços Financeiros
IND9	Tecnologias

- NÚMERO DE ANOS COTADA

Procuramos determinar o número de anos desde que a empresa foi admitida à negociação no mercado de cotações oficiais (da anterior Bolsa de Valores de Lisboa e Porto ou da atual *Euronext Lisbon*) e procede-se à sua transformação logarítmica. A data de admissão à negociação na Bolsa de Valores das empresas da amostra foi obtida através dos relatórios e contas das empresas e/ou na página *web* respetiva.

- REGULAMENTO DA CMVM RELATIVO AO GOVERNO DAS SOCIEDADES

As consecutivas revisões ao regime vigente em Portugal sobre o Governo das Sociedades surgem num contexto de crise económica mundial e de debate sobre o contributo de certas práticas de governo societário para as causas desta crise. Os regulamentos são cada vez

³³ O ICB, divulgado em Janeiro de 2005, é um sistema de classificação dos sectores da indústria desenvolvido pelos índices FTSE e Dow Jones que veio substituir o FTSE *Global Classification System*. Este esquema de classificação divide as empresas em 4 esquemas de classificação: 10 indústrias, 18 grandes sectores, 39 sectores e 104 subsectores. Este é o esquema de classificação oficial utilizado pela *Euronext* a partir de 2 de Janeiro de 2006 nos mercados de Amesterdão, Bruxelas, Paris e Lisboa. (ver http://www.icbenchmark.com/Site/ICB_Structure)

mais exigentes relativamente à forma e conteúdo da informação divulgada, pelo que as empresas têm que procurar ajustar-se a padrões mais exigentes em termos de transparência da informação, de forma a assegurar a transparência dos mercados. Mas esta só será eficaz se for completa, estiver atualizada e for prestada de forma sistematizada (CMVM, 2010b).

Desta forma, criaram-se três variáveis dicotómicas que permitem identificar o Código de Governo das Sociedade aplicável às empresas da amostra no período em análise, nos seguintes termos:

- i. RGSde2005, variável dicotómica que assume o valor:
RGSde2005 = 1, os dados são relativos aos exercícios económicos de 2005 a 2007;
RGSde2005 = 0, os dados não se referem a 2005 a 2007.
- ii. RGSde2007, variável dicotómica que assume o valor:
RGSde2007 = 1, os dados são relativos aos exercícios económicos de 2008 e 2009;
RGSde2007 = 0, se os dados não se referem a 2008 ou 2009.
- iii. RGSde2010, variável dicotómica que assume o valor:
RGSde2010 = 1, os dados são relativos aos exercícios económicos de 2010 e 2011;
RGSde2010 = 0, se os dados não se referem a 2010 ou 2011.

- EXERCÍCIO ECONÓMICO (ANO)

De forma a otimizar o modelo de regressão ordinal logística e a discernir se a divulgação de informação sobre o governo das sociedades é influenciada pelo ano em análise, foram introduzidas seis variáveis dicotómicas para cada um dos anos: 2006 (Ano 2), 2007 (Ano 3), 2008 (Ano 4), 2009 (Ano 5), 2010 (Ano 6) e 2011 (Ano 7).

Concluindo, esta pesquisa desenvolveu-se com a utilização de variáveis explicativas relacionadas com as características macroeconómicas, com as estruturas de administração e fiscalização e com a estrutura de propriedade das empresas, e ainda variáveis de controlo, como mostra o quadro 5.5, a seguir:

Quadro 5.5 - Descrição das variáveis utilizadas no estudo dos determinantes da divulgação

VARIÁVEL	DEFINIÇÃO OPERACIONAL	RELAÇÃO ESPERADA COM O ÍNDICE DE DIVULGAÇÃO	OUTROS ESTUDOS QUE USAM A VARIÁVEL	
<i>Variável Dependente</i>				
ID_GOV Soc	Índice de divulgação global (inclui 82 itens)			
<i>Variáveis Independentes</i>				
Variáveis macroeconómicas	WGI	Índice mundial de governo das sociedades (<i>Worldwide Governance Indicators</i>)	Índice mundial que integra seis dimensões de governo societário. Espera-se que <i>exista uma relação entre esta variável e o índice de divulgação</i> .	Leuz <i>et al.</i> (2003); Kaufmann <i>et al.</i> (2010); Turrent e Rodríguez-Ariza (2012).
	INFL	Taxa de Inflação	A taxa de inflação de um país pode ser um fator importante para o seu desenvolvimento económico e espera-se que <i>haja uma relação entre esta variável e o índice de divulgação</i> .	Leuz <i>et al.</i> (2003); Archambault e Archambault (1999); Turrent e Rodríguez-Ariza (2012)
	PIB	O PIB <i>per capita</i>	O nível de riqueza e o desenvolvimento económico dos países está associado à estrutura de governo societário das empresas e <i>espera-se que exista uma relação entre esta variável e o índice de divulgação</i> .	Leuz <i>et al.</i> (2003); Chan e Cheung (2012); Turrent e Rodríguez-Ariza (2012).
Variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade	CONCP_P	Concentração do capital	Percentagem do capital detido pelo principal acionista.	Depoers (2000); Haniffa e Cooke (2002); Eng e Mak (2003); Arcay e Vázquez (2005); Cormier <i>et al.</i> (2005); Oliveira <i>et al.</i> (2006); Patelli e Principe (2007); Bauwhede e Willekens (2008); Soliman <i>et al.</i> (2014).
	CONCP_3		Percentagem do capital detido pelos três principais acionistas.	
	CONCP_Q		Percentagem do capital detido pelos acionistas com participação qualificada, superior a 2% do capital social. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação</i> .	
	PROP_IQE	Participação dos investidores qualificados estrangeiros no capital	Percentagem do capital detido pelos investidores qualificados estrangeiros. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação</i> .	Haniffa e Cooke (2002); Barako <i>et al.</i> (2006); Wang <i>et al.</i> (2008); Alhazaimieh <i>et al.</i> (2014).
	PROP_MCA AÇOES_MCA	Participação dos membros do conselho de administração no capital	Percentagem do capital detido pelos membros do conselho de administração. Variável dicotómica, que assume valor 1 se os membros do conselho possuem ações da empresa em valor superior ou igual a 10% e, valor 0 caso contrário. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação</i> .	Eng e Mak (2003); Donnelly e Mulcahey (2008); Kateb (2012); Samaha <i>et al.</i> (2012); Chakroun e Matoussi (2012); Barros (2013) Hunziker (2014), Soliman <i>et al.</i> (2014)

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

Variáveis caracterizadoras das estruturas de Gestão e Fiscalização	TAMC (Log)	Tamanho do conselho de administração	Logaritmo natural do número total de membros do conselho de administração. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Donnelly e Mulcahey (2008); Samaha <i>et al.</i> (2012); Allegrini e Greco (2013).
	INDCA	Independência do conselho de administração	Proporção de membros independentes no conselho de administração. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Arcay e Vázquez (2005); Lopes e Rodrigues (2007); Allegrini e Greco (2013).
	PRECEO	Presidente do conselho de administração e CEO.	Variável dicotómica, que assume valor 1 quando o presidente do conselho de administração e o CEO são uma só pessoa e, valor 0 caso contrário. <i>Espera-se uma relação negativa com o índice de divulgação.</i>	Ho e Wong (2001); Hanniffa e Cooke (2002); Cheng e Courtenay (2006); Allegrini e Greco (2013), Soliman <i>et al.</i> (2014).
	GENF	Mulheres no conselho de administração	Percentagem de mulheres que são membros do conselho de administração. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Fernandez-Feijoo (2012); Oba <i>et al.</i> (2013); Handajani <i>et al.</i> (2014); Sartawi <i>et al.</i> (2014).
	OPC	Plano de atribuição de ações	Variável dicotómica, que assume valor 1 quando os administradores beneficiam de planos de atribuição de ações e, valor 0 caso contrário. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Miller e Pietroski (2000); Arcay e Vázquez (2005); Lakhil (2006); Lemos (2011).
	CAUD	Comissão de auditoria	Variável dicotómica, que assume valor 1 se existe uma comissão de auditoria e, valor 0 caso contrário. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Ho e Wong (2001); Arcay e Vázquez (2005); Barako <i>et al.</i> (2006); Yuen <i>et al.</i> (2009); Rouf (2011); Alhazaimh <i>et al.</i> (2014).
	BIG4	Tipo de Empresa de Auditoria	Variável dicotómica, que assume valor 1 se a empresa é auditada por uma das Big4 e, valor 0 caso contrário. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Eng e Mak (2003); Oliveira <i>et al.</i> (2006); Lopes e Rodrigues (2007); Ferreira (2008); Barros (2013)
	Variáveis caracterizadoras das empresas	INT	Internacionalização	Rácio das vendas no mercado externo sobre as vendas totais. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>
ENDIV		Rácio de Endividamento	Rácio do passivo total sobre o capital próprio. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Eng e Mak (2003); Oliveira <i>et al.</i> (2006); Lopes e Rodrigues (2007); Ferreira (2008); Barros (2013) Kateb (2012).

<i>Variáveis de Controlo</i>			
LOGVEN	Tamanho da empresa dado pelo logaritmo das vendas	Logaritmo natural do volume de vendas das empresas. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Silveira (2002); Cunha (2005).
IND	Sector de Actividade	Classificação de acordo com o <i>Industry Classification Benchmark (ICB)</i> . Utilizaram-se variáveis dicotómicas pertencentes a nove sectores da indústria. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Samaha <i>et al.</i> (2012); Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), Biswas (2013).
LOG(COT)	Cotada	Logaritmo natural do número de anos de cotação na <i>Euronext Lisbon</i> . <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Cerbianni e Parbonnetti (2007), Biswas (2013)
ANO	Anos analisados	Utilizaram-se seis variáveis dicotómicas pertencentes aos anos de 2006 a 2011. <i>Espera-se uma relação positiva com o índice de divulgação.</i>	Turrent e Rodríguez-Ariza (2012); Biswas (2013), Costa <i>et al.</i> (2013).
RGS	Regulamento da CMVM relativo ao Governo das Sociedades	Utilizaram-se três variáveis dicotómicas, a que correspondem os Regulamentos da CMVM aplicáveis: RGSde2005, RGSde2007 e RGSde2010. <i>Espera-se uma relação com o índice de divulgação.</i>	Não observado

5.4 Modelo Empírico

5.4.1 O modelo de regressão ordinal

Para avaliar os atributos relevantes na explicação da divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades utilizamos um modelo de regressão ordinal, estimado em *Statistical Package for Social Sciences (SPSS)*, versão 21, sendo aconselhado quando a variável dependente é ordinal. Este modelo é o mais adequado porque evita a assunção de distâncias constantes entre as classes da variável, porque a cada classe correspondem graus de importância diferentes.

Hair *et al.* (1998) enumeram um conjunto de razões que sugerem ao investigador optar pela regressão logística, a referir:

- não é necessário supor a distribuição normal dos dados;
- trata-se de uma técnica genérica e robusta, com um largo espetro de aplicação;
- é uma técnica similar à regressão linear múltipla;
- a probabilidade de ocorrência de um evento pode ser estimada diretamente.

A regressão ordinal *logit* (também designada PLUM) distingue-se da regressão linear múltipla pelo fato das variáveis dependentes estarem dispostas em categorias, enquanto na regressão linear estas variáveis são, em geral, de natureza contínua. As duas técnicas de regressão distinguem-se, ainda, pelo fato do resultado obtido através da regressão *logit* ser expresso por meio de uma probabilidade de ocorrência, enquanto na regressão simples se obtém um qualquer valor numérico.

No modelo de regressão ordinal *logit* a qualidade do ajustamento do modelo estimado é avaliada com base em várias medidas. A primeira medida de ajustamento é o nível de significância do χ^2 do *Pearson* para a hipótese nula. Assim, se o nível de significância for inferior a 5% rejeita-se H_0 , pelo que se conclui que o modelo não se ajusta aos dados, caso contrário (nível de significância superior a 5%) então o modelo ajusta-se aos dados, passando então para a análise dos parâmetros estimados. A segunda medida a analisar é o R^2 ajustado de *Cox e Snell*, de *Nagelkerke* ou de *McFadden*, que indica a proporção da variação da variável resposta explicada pelo modelo. Deve optar-se pelo modelo cujo valor desta medida (que varia entre 0 e 1) se aproxima mais de 1. Em terceiro lugar, a estatística de log-verosimilhança avalia a significância global do modelo relativamente ao modelo nulo. Caso existam dois ou mais modelos, sabe-se que quanto maior for o valor do logaritmo da função de verosimilhança de um modelo, melhor será o modelo. Por último, o teste das Linhas Paralelas permite analisar se os declives dos coeficientes são os mesmos ao longo de todas as classes de resposta. Caso se verifique a homogeneidade dos declives, aceita-se a hipótese nula, validando-se o modelo (Marôco, 2007).

5.4.2 ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades –macroeconómicos

Este modelo pretende explicar o impacto das variáveis macroeconómicas, tais como o índice mundial de governo das sociedades (WGI), a taxa de inflação (INFL) e o PIB *per capita* (PIB), no índice global de divulgação de informação (ID_GOV Soc).

A equação de regressão do modelo 1 de pesquisa é apresentada a seguir.

$$\text{ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{WGI}_i + \beta_2 \text{INFL}_i + \beta_3 \text{PIB}_i + \varepsilon_i$$

(Modelo 1)

E neste caso:

ID_GOV Soc_{*i*} - % do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes (ou seja, o total de itens que constituem o índice menos os itens classificados em “não aplicável”);

WGI_{*i*} - Índice mundial que integra seis dimensões de governo societário;

INFL_{*i*} - Taxa de inflação;

PIB_{*i*} - O PIB *per capita*;

ε_i - Erros ou resíduos do modelo.

5.4.3 ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário

O segundo modelo incorpora as variáveis explicativas relacionadas com a estrutura de propriedade. Desta forma, a equação de regressão apresenta as seguintes variáveis: a concentração da propriedade (CONCP), a posse de ações pelos membros do órgão de gestão (PROP_MCA), e a posse de ações pelos investidores institucionais estrangeiros (PROP_IQE).

A equação de regressão do modelo 2 de pesquisa é a seguinte:

$$\text{ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1 \text{CONCP}_i + \beta_2 \text{PROP_IQE}_i + \beta_3 \text{MCA}_i + \varepsilon_i$$

(Modelo 2)

E neste caso:

ID_GOV_{Soc_i} - % do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes;

CONCP_i - Variáveis alternativas de concentração da propriedade: CONCP_P, CONCP_3 ou CONCP_Q

PROP_IQE_i - % do capital detido pelos investidores qualificados estrangeiros;

MCA_i – Variáveis alternativas de capital detido pelos administradores: PROP_MCA ou AÇÕES_MCA;

ε_i - Erros ou resíduos do modelo.

O terceiro modelo incorpora as variáveis explicativas caracterizadoras das estruturas de gestão e fiscalização das empresas, tais como o tamanho do conselho de administração (TAMC(log)), a independência do conselho de administração (INDCA) e a participação feminina (GENF) no conselho de administração, a liderança unitária (PRECEO), a atribuição de planos de ações aos membros do conselho de administração (OPC), a existência de comissão de auditoria (CAUD), finalmente, o tipo de empresa de auditoria (BIG4).

A equação de regressão do modelo 3 de pesquisa é a seguinte:

$$ID_GOVSoc_i = \beta_0 + \beta_1 TAMC(Log)_i + \beta_2 INDCA_i + \beta_3 PRECEO_i + \beta_4 GENF_i + \beta_5 OPC_i + \beta_6 CAUD_i + \beta_7 BIG4_i + \epsilon_i$$

(Modelo 3)

E neste caso:

ID_GOV_{Soc_i} - % do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes;

TAMC(Log)_i - Logaritmo do número total de membros do conselho de administração;

INDCA_i - % de membros independentes no conselho de administração;

PRECEO_i – Assume valor 1 se o presidente do conselho de administração e o CEO são um só;

GENF_i - % de mulheres que são membros do conselho de administração;

OPC_i – Assume valor 1 quando os membros do conselho de administração beneficiam de planos de atribuição de ações e, valor 0 caso contrário;

CAUD_i - Variável dicotómica que assume valor 1 se existe uma comissão de auditoria;

BIG4_i - Variável dicotómica que assume valor 1 se se a empresa é auditada por uma empresa pertencente às Big4;

ε_i - Erros ou resíduos do modelo.

O quarto modelo incorpora as variáveis explicativas, anteriormente indicadas, relacionadas com a estrutura de propriedade e com as estruturas de gestão e fiscalização das empresas.

A equação de regressão do modelo 4 de pesquisa é a seguinte:

$$ID_GOVSoc_i = \beta_0 + \beta_1 CONCP_i + \beta_2 PROP_IQE_i + \beta_3 MCA_i + \beta_4 TAMC(Log)_i + \beta_5 INDCA_i + \beta_6 PRECEO_i + \beta_7 GENF_i + \beta_8 OPC_i + \beta_9 CAUD_i + \beta_{10} BIG4_i + \varepsilon_i$$

(Modelo 4)

E neste caso:

ID_GOV*Soc*_{*i*} - % do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes;

CONCP_{*i*} - Variáveis alternativas de concentração da propriedade: CONCP_P, CONCP_3 ou CONCP_Q

PROP_IQE_{*i*} - % do capital detido pelos investidores qualificados estrangeiros;

MCA_{*i*} - Variáveis alternativas de capital detido pelos administradores: PROP_MCA ou AÇÕES_MCA;

TAMC(Log)_{*i*} - Logaritmo do número total de membros do conselho de administração;

INDCA_{*i*} - % de membros independentes no conselho de administração;

PRECEO_{*i*} - Assume valor 1 se o presidente do conselho de administração e o CEO são um só;

GENF_{*i*} - % de mulheres que são membros do conselho de administração;

OPC_{*i*} - Assume valor 1 quando os membros do conselho de administração beneficiam de planos de atribuição de ações e, valor 0 caso contrário;

CAUD_{*i*} - Variável dicotómica que assume valor 1 se existe uma comissão de auditoria;

BIG4_{*i*} - Variável dicotómica que assume valor 1 se se a empresa é auditada por uma empresa pertencente às Big4;

ε_i - Erros ou resíduos do modelo.

Por último, o quinto modelo incorpora no modelo anterior as variáveis explicativas caracterizadoras das empresas, tais como a taxa de endividamento (ENDIV) e o grau de internacionalização das empresas (INT).

A equação de regressão do modelo 5 de pesquisa é a seguinte:

$$ID_GOVSoc_i = \beta_0 + \beta_1 CONCP_i + \beta_2 PROP_IQE_i + \beta_3 MCA_i + \beta_4 TAMC(Log)_i + \beta_5 INDCA_i + \beta_6 PRECEO_i + \beta_7 GENF_i + \beta_8 OPC_i + \beta_9 CAUD_i + \beta_{10} BIG4_i + \beta_{11} INT_i + \beta_{12} ENDIV_i + \varepsilon_i$$

(Modelo 5)

E neste caso:

ID_GOV Soc_i - % do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes;

CONCP $_i$ - Variáveis alternativas de concentração da propriedade: CONCP_P, CONCP_3 ou CONCP_Q

PROP_IQE $_i$ - % do capital detido pelos investidores qualificados estrangeiros;

MCA $_i$ - Variáveis alternativas de capital detido pelos administradores: PROP_MCA ou AÇÕES_MCA;

TAMC(Log) $_i$ - Logaritmo do número total de membros do conselho de administração;

INDCA $_i$ - % de membros independentes no conselho de administração;

PRECEO $_i$ - Assume valor 1 se o presidente do conselho de administração e o CEO são um só;

GENF $_i$ - % de mulheres que são membros do conselho de administração;

OPC $_i$ - Assume valor 1 quando os membros do conselho de administração beneficiam de planos de atribuição de ações e, valor 0 caso contrário;

CAUD $_i$ - Variável dicotómica que assume valor 1 se existe uma comissão de auditoria;

BIG4 $_i$ - Variável dicotómica que assume valor 1 se se a empresa é auditada por uma empresa pertencente às Big4;

INT $_i$ - grau de internacionalização das empresas;

ENDIV $_i$ - taxa de endividamento das empresas;

ϵ_i - Erros ou resíduos do modelo.

Numa segunda e terceira fases, aplicamos os vários modelos aos índices de divulgação voluntária e de divulgação recomendada ou obrigatória (ID_InfV e ID_InfNV), alternando a variável dependente.

Também introduzimos variáveis de controlo que permitissem observar outros fatores de influência sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades e isolar a relação entre as variáveis dependentes e as variáveis independentes. À semelhança de outros autores, como Samaha *et al.* (2012), Turrent e Rodríguez-Ariza (2012) e Biswas (2013), as variáveis tamanho da empresa, setor de actividade e número de anos de cotação em bolsa são aqui introduzidas para capturar a visibilidade da empresa para os seus diversos *stakeholders*. Como a análise recaiu no período entre 2005 e 2011, introduzimos seis variáveis *dummy* para controlar o fator tempo.

Para cada um dos determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, a hipótese nula, indica a não existência de associação entre os determinantes e o nível de divulgação de informação, indicando a hipótese alternativa a existência de

uma relação significativa entre os determinantes e a divulgação de informação. Por conveniência de leitura suprimimos a hipótese nula e escrevemos apenas a hipótese alternativa. Para os vários modelos estimados considerou-se o nível de significância de 5% como limite que nos permite rejeitar a hipótese nula.

CAPÍTULO 6 RESULTADOS E DISCUSSÃO

6.1 Introdução

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados relativos a 40 empresas que integram este estudo, com dados do período de 2005 a 2011. Inicialmente, na secção 6.2, procede-se à caracterização do índice e sub-índices de governo das sociedades. Posteriormente, na secção 6.3, apresentamos os resultados relativos à análise dos determinantes macroeconómicos da divulgação de informação e a sua evolução no período entre 2005 e 2011. Por fim, na secção 6.4, apresentamos os resultados analisamos os determinantes da divulgação de informação relacionados com o governo das sociedades e a sua evolução no período entre 2005 e 2011.

6.2 Caracterização do Índice e Sub-índices de divulgação

Como referimos no capítulo 5, construiu-se um índice de governo das sociedades composto por 82 itens de informação, repartido por seis categorias de divulgação. A cada item de informação fizemos corresponder um sub-índice de divulgação e calculamos, anualmente, os valores máximos, mínimos e médios, tanto para o índice global de governo das sociedades (ID_GOV Soc), como para cada um dos sub-índices de divulgação considerados, conforme consta dos quadros 6.1 a 6.3:

Quadro 6.1 - Caracterização do índice de divulgação de informação sobre governo societário

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Índice GOVSoc (82 itens)							
Média	51,3%	54,7%	59,7%	68,1%	71,9%	76,3%	77,7%
Mediana	53,8%	54,5%	59,1%	65,9%	75,3%	77,0%	78,5%
Desv. Padrão	13,5%	13,8%	13,7%	12,9%	12,9%	11,3%	11,0%
Mínimo	26,8%	27,7%	27,3%	36,1%	41,9%	48,3%	51,5%
Máximo	75,9%	76,3%	84,6%	86,8%	89,6%	91,1%	93,4%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39

Onde:

Índice GOVSoc – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas nas seis categorias sobre o total de itens relevantes (ou seja, o total de itens que constituem o índice menos os itens classificados em “não aplicável”).

Em 2005 o índice global de divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades (ID_GOV Soc) varia entre um mínimo de divulgação de 26,8% e um máximo de 75,9%, com uma média de 51,3%, o que revela que, em média, cerca de 51,3% dos itens de governo das sociedades foram divulgados. O valor médio do índice ID_GOV Soc é crescente ao longo do período analisado, tendo alcançado um valor médio de 77,7% em 2011. Os valores obtidos indicam que as empresas revelam, cada vez mais, informações sobre as práticas de governo societário. Indicam também, a preocupação das empresas pelo cumprimento do Código de Governo das Sociedades, revisto em 2007 e 2010. De modo similar, Alves e Mendes (2001a)³⁴, no seu estudo pioneiro sobre o governo das sociedades em Portugal, observaram que o grau de cumprimento das recomendações da CMVM sofreu uma melhoria com a introdução do Código de Governo das Sociedades Português, em 1999.

Quadro 6.2 - Caracterização dos sub-índices de divulgação de informação de governo societário

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
Sub-índice CAG (26 itens)								
Média	56,1%	59,7%	61,2%	76,6%	82,9%	87,9%	87,6%	73,8%
Mediana	58,6%	60,0%	61,9%	80,0%	87,0%	90,9%	88,0%	78,9%
Desv. Padrão	15,9%	15,6%	16,9%	15,5%	13,2%	8,4%	9,5%	18,7%
Mínimo	22,2%	22,2%	23,8%	42,9%	47,6%	64,0%	60,0%	22,2%
Máximo	84,6%	84,6%	88,0%	96,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263
Sub-índice CE (13 itens)								
Média	34,8%	39,6%	42,6%	61,3%	63,9%	71,5%	71,6%	55,8%
Mediana	35,4%	37,5%	50,0%	64,6%	75,0%	75,0%	75,0%	62,5%
Desv. Padrão	21,8%	24,0%	23,4%	22,6%	22,5%	17,4%	16,6%	25,7%
Mínimo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	25,0%	25,0%	0,0%
Máximo	76,9%	76,9%	77,8%	92,3%	92,3%	100,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263

³⁴ O estudo realizado por Alves e Mendes (2001a), que incidiu sobre os inquéritos efetuados pela CMVM junto das sociedades cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e Porto, entre 1999 e 2001, analisa a relação existente entre o grau de cumprimento das recomendações emitidas pela CMVM e os retornos das sociedades analisadas.

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

Sub-índice AGR (16 itens)								
Média	39,0%	42,9%	53,2%	58,4%	60,8%	70,1%	74,6%	57,6%
Mediana	38,2%	40,0%	45,5%	62,5%	60,0%	75,0%	81,3%	54,5%
Desv. Padrão	19,6%	18,1%	15,2%	15,2%	20,0%	19,9%	15,8%	21,4%
Mínimo	9,1%	10,0%	23,7%	23,7%	20,0%	20,0%	36,4%	9,1%
Máximo	80,0%	80,0%	81,3%	81,8%	93,8%	93,8%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263
Sub-índice EP (8 itens)								
Média	81,4 %	83,5%	76,1%	75,6%	74,2%	71,0%	71,2%	75,9%
Mediana	83,3%	83,3%	83,3%	83,3%	71,4%	66,7%	66,7%	83,3%
Desv. Padrão	14,0%	14,2%	17,9%	17,2%	15,9%	14,9%	13,9%	16,1%
Mínimo	42,9%	42,9%	33,3%	28,6%	28,6%	28,6%	33,3%	28,6%
Máximo	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263
Sub-índice CRE (10 itens)								
Média	46,4%	49,3%	57,7%	57,7%	61,0%	61,8%	65,3%	57,3%
Mediana	47,2%	50,0%	60,0%	60,0%	60,0%	62,5%	62,5%	55,6%
Desv. Padrão	22,0%	21,7%	22,2%	21,4%	22,5%	22,2%	23,4%	23,1%
Mínimo	0,0%	11,1%	11,1%	14,3%	0,0%	12,5%	12,5%	0,0%
Máximo	80,0%	90,0%	100,0%	90,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263
Sub-índice TF (9 itens)								
Média	46,8%	50,0%	67,5%	68,3%	73,1%	76,4%	77,9%	66,3%
Mediana	47,2%	50,0%	66,7%	70,8%	75,0%	75,5%	77,8%	66,7%
Desv. Padrão	13,3%	14,2%	14,4%	14,2%	14,3%	15,7%	16,0%	18,5%
Mínimo	22,2%	22,2%	33,3%	33,3%	37,5%	42,9%	42,9%	22,2%
Máximo	66,7%	77,8%	88,9%	88,9%	88,9%	100,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263

Onde: Sub-índice CAG – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas relativos ao conselho de administração e à estrutura de gestão (CAG) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice CE – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas sobre as comissões especializadas (CE) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice AGR – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas sobre auditoria e gestão de riscos (AGR) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice EP – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas sobre estrutura de propriedade (EP) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice CRE – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas sobre conformidade e responsabilidade empresarial (CRE) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice TF – traduz a percentagem do total de itens divulgados pelas empresas sobre transparência financeira (TF) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Como mostram os quadros 6.1 e 6.2, e na mesma linha de Ntim *et al.* (2012), a variação verificada no índice global de divulgação de informação (ID_GOV Soc) resulta igualmente de variações nos sub-índices de divulgação. As múltiplas evidências apresentadas no quadro 6.2 permitem-nos concluir que, no período analisado, os itens relacionados com a estrutura de propriedade foram os mais divulgados pelas empresas da amostra. Em específico, cerca de 76% das empresas divulga informação relativa à estrutura de propriedade. Em termos evolutivos, verificamos que o sub-índice relativo à estrutura de propriedade (EP) obteve, entre 2005 e 2007, a média de divulgação mais alta. Mas, com a entrada em vigor da alteração ao CGSP de 2007, o sub-índice de informação sobre o conselho de administração e a estrutura de gestão das empresas (CAG), passa a ter a média de divulgação mais alta.

Os sub-índices de divulgação menos divulgados pelas empresas da amostra são os sub-índices sobre as comissões especializadas – CE (com uma média total de 55,8%), auditoria e gestão de riscos – AGR (valor médio de 57,6%) e conformidade e responsabilidade empresarial – CRE (também com 57,3%). Comparando esta informação com a classificação dos itens em voluntários e não voluntários (apêndice 6.1), concluímos que são os sub-índices que incluem mais questões voluntárias que observam menor grau de divulgação. Especificamente, os sub-índices CE, AGR e CRE incluem respetivamente 46%, 56% e 50% de itens voluntários, enquanto os sub-índices CAG e EP incluem respetivamente 13% e 25% de itens considerados voluntários.

Finalmente, os sub-índices em que se verifica o maior aumento de itens divulgados, entre 2005 e 2011, são os sub-índices sobre as comissões especializadas – CE (de 38,4%, em 2005, para 71,6%, em 2011), auditoria e gestão de riscos – AGR (de 39%, em 2005, para 74,6%, em 2011) e transparência financeira – TF (de 46,8%, em 2005, para 77,9%, em 2011). O sub-índice sobre estrutura de propriedade - EP, evidencia, pelo contrário, uma tendência decrescente (de 81,4%, em 2005, para 71,2%, em 2011).

As estatísticas descritivas dos sub-índices de divulgação voluntária e não voluntária, para a totalidade da amostra, são apresentadas no quadro 6.3.

Quadro 6.3 - Caracterização dos sub-índices de divulgação Voluntária e Não Voluntária

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
Índice InfV (31 itens)								
Média	34,6%	38,8%	42,7%	48,5%	52,3%	55,2%	57,6%	47,5%
Mediana	34,8%	41,4%	40,0%	49,9%	56,0%	55,2%	62,5%	48,0%
Desv. Padrão	17,7%	17,6%	18,3%	17,3%	18,8%	19,3%	20,0%	20,2%
Mínimo	4,8%	4,8%	4,5%	4,8%	4,8%	10,5%	5,0%	4,5%
Máximo	66,7%	64,5%	79,3%	75,0%	80,0%	80,8%	86,2%	86,2%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263
Índice InfNV (51 itens)								
Média	61,2%	64,2%	69,9%	79,9%	83,7%	88,8%	89,6%	77,3%
Mediana	62,3%	65,0%	71,7%	83,5%	85,1%	91,1%	91,3%	79,6%
Desv. Padrão	12,8%	12,8%	11,9%	11,2%	10,3%	8,0%	7,5%	15,1%
Mínimo	34,3%	35,7%	38,1%	48,6%	56,8%	59,5%	61,0%	34,3%
Máximo	81,6%	85,4%	89,8%	93,2%	98,0%	98,0%	100,0%	100,0%
N.º de Empresas	34	35	37	40	39	39	39	263

Onde:

Sub-índice InfV – traduz a percentagem do total de itens de informação divulgados pelas empresas de carácter voluntário (InfV) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

Sub-índice InfNV – traduz a percentagem do total de itens de informação divulgados pelas empresas de tipo obrigatório ou recomendável pela CMVM (InfNV) sobre o total de itens relevantes na mesma categoria.

A divulgação de informação conforme com as recomendações da CMVM ou de carácter obrigatório, do conjunto de empresas que compõe a amostra, pode considerar-se elevada. Em média, 77,3% das empresas cotadas portuguesas divulgam esta categoria de informações. Não obstante, o valor do desvio padrão não é muito elevado, revelando uma tendência decrescente ao longo do período analisado, o que significa que não existem diferenças muito significativas entre as empresas da amostra em relação à política de comunicação de informação não voluntária. Aliás, estas tendem a esbater-se ao longo do tempo (o desvio padrão atinge o valor mais baixo, de 7,5%, em 2011).

No período analisado, verificamos também que a percentagem de empresas que divulga informação de carácter voluntário é relativamente mais baixa, apresentando um valor médio de 47,5%. Em 2005, o ID_InfV varia entre um mínimo de 4,8% e um máximo de 66,7%, com uma média de 34,6%, o que revela que, em média, cerca de 34,6% dos itens

voluntários de governo das sociedades foram divulgados. O índice ID_InfV evoluiu favoravelmente ao longo do período analisado, tendo alcançado um valor médio de 57,6% em 2011. Já o ID_InfNV, em 2005, varia entre um mínimo de 34,3% e um máximo de 81,6%, com uma média de 61,2%, o que revela que, em média, cerca de 61,2% dos itens não voluntários foram divulgados, um valor muito acima do registado pelo índice de divulgação voluntária. Com efeito, o ID_InfNV ao longo do período analisado alcançou um crescimento médio de 46%, contra os 66% que foram registados pelo ID_InfV.

A evolução favorável verificada no ID_InfNV é justificada pelas alterações introduzidas ao CGSP, em 2007 e 2010. Recorde-se que as recomendações da CMVM sobre o governo societário tiveram um aumento exponencial de 2007 para 2008 (de 13 recomendações para 43 recomendações). Este aumento no número de recomendações, possibilitou a convergência entre a informação que procuramos captar através do ID_InfNV e as próprias recomendações da CMVM.

A análise dos quadros 6.4 a 6.9 seguintes, permite perceber quais os itens mais divulgados de cada categoria de informação. Cada item está compreendido no intervalo entre 0% e 100%. O valor de 100% indica a divulgação total da informação pelas empresas amostrais, enquanto o valor de 0% indica ausência total de informação.

Quadro 6.4 – Incidência dos itens individuais do sub-índice CAG

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice CAG (26 itens)							
Item 1	64,7%	68,6%	73,0%	75,0%	76,9%	76,9%	79,5%
Item 2	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 3	95,5%	95,8%	96,0%	100,0%	100,0%	96,8%	100,0%
Item 4	94,1%	94,3%	91,9%	97,5%	94,9%	100,0%	97,4%
Item 5	95,7%	96,0%	92,3%	100,0%	96,9%	100,0%	100,0%
Item 6	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	95,7%	100,0%	100,0%
Item 7	82,4%	94,3%	89,2%	100,0%	100,0%	100,0%	97,4%
Item 8	52,9%	57,1%	54,1%	72,5%	76,9%	76,9%	69,2%
Item 9	5,9%	11,4%	10,8%	54,1%	63,6%	95,0%	89,5%
Item 10	72,0%	67,9%	58,6%	85,7%	94,3%	94,4%	88,9%
Item 11	67,6%	68,6%	78,4%	90,0%	89,7%	94,9%	94,9%

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

Item 12	73,5%	80,0%	78,4%	90,0%	89,7%	94,9%	97,4%
Item 13	73,5%	77,1%	83,8%	90,0%	89,7%	92,3%	94,9%
Item 14	73,5%	74,3%	83,8%	90,0%	89,7%	92,3%	92,3%
Item 15	91,2%	91,4%	91,9%	87,5%	89,7%	97,4%	97,4%
Item 16	24,0%	25,0%	34,5%	76,5%	82,9%	88,9%	94,4%
Item 17	8,8%	8,6%	5,4%	7,5%	82,1%	100,0%	94,9%
Item 18	55,9%	60,0%	56,8%	70,0%	76,93%	71,8%	71,8%
Item 19	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 20	52,6%	57,1%	71,4%	96,4%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 21	31,6%	38,1%	28,6%	42,9%	43,3%	50,0%	53,6%
Item 22	15,2%	14,7%	22,2%	36,1%	47,1%	48,6%	61,1%
Item 23	87,9%	91,2%	91,7%	97,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 24	21,2%	25,7%	25,0%	73,5%	86,1%	97,2%	97,2%
Item 25	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Item 26	8,8%	17,1%	16,7%	42,1%	40,5%	47,2%	37,8%

Onde:

- Item 1 - Organogramas ou mapas funcionais relativos à repartição de competências entre os vários órgãos sociais
- Item 2 - Identificação e composição do órgão de administração – Presidente do Conselho de administração
- Item 3 - Identificação e composição do órgão de administração – CEO ou Administrador Delegado
- Item 4 - Identificação e composição do órgão de administração – Administradores executivos
- Item 5 - Identificação e composição do órgão de administração – Administradores não executivos
- Item 6 - Identificação e composição do órgão de administração – Administradores não executivos independentes
- Item 7 - Número de reuniões do órgão de administração
- Item 8 - Papel e funções (atribuições) do conselho de administração
- Item 9 - Política de rotação dos pelouros no conselho de administração
- Item 10- Descrição explícita das condições que determinam a independência dos membros do órgão de administração
- Item 11 - Data da primeira designação dos administradores
- Item 12 - Duração do mandato dos administradores
- Item 13 - Qualificações profissionais dos membros do órgão de administração
- Item 14 - Atividades profissionais exercidas pelos membros do conselho de administração nos últimos 5 anos
- Item 15 - Funções que os membros do órgão de administração exercem em outras sociedades, nomeadamente as exercidas em outras sociedades do mesmo grupo
- Item 16 - Descrição das atividades desenvolvidas pelos administradores não executivos
- Item 17 - Montante anual da remuneração auferida individualmente pela totalidade dos membros do órgão de administração, incluindo remuneração fixa e variável
- Item 18 - Existe uma Comissão Executiva
- Item 19 - Composição da comissão de executiva, incluindo nomes, quando aplicável
- Item 20 - Número de reuniões da comissão executiva, quando aplicável
- Item 21 - Responsabilidades divididas entre o órgão de administração e a comissão executiva, se aplicável
- Item 22 - Critérios para avaliar o desempenho dos administradores executivos
- Item 23 - Órgão responsável pela divulgação de informação privilegiada e de outras comunicações ao mercado
- Item 24 - Órgão da sociedade competente para efetuar a avaliação de desempenho dos administradores executivos
- Item 25 - Descrição dos acordos entre a sociedade e os titulares do órgão de administração, que prevejam indemnizações em caso de demissão, despedimento sem justa causa ou cessação da relação de trabalho após uma mudança de controlo da sociedade.
- Item 26 - Rotação do membro do conselho de administração responsável pelo pelouro financeiro

O quadro 6.4 mostra os resultados relativos a 26 itens considerados na categoria conselho de administração e estrutura de gestão. Nesta categoria os itens mais divulgados, em todos os anos, são a identificação do presidente do conselho de administração e dos administradores não executivos independentes e a composição da comissão executiva. A totalidade das empresas da amostra divulgam esta informação. Além disso, mais de 90% das empresas divulga informação sobre a identificação do CEO ou Administrador Delegado, procede à distinção entre administradores executivos e não executivos do órgão de administração, indica o número de reuniões do órgão de administração, identifica as funções que os membros do órgão de administração exercem em outras sociedades e identifica o órgão responsável pela divulgação de informação privilegiada ao mercado.

Com uma percentagem média inferior ou igual a 30%, os itens menos divulgados no período em análise são a rotação do membro do conselho de administração responsável pelo pelouro financeiro e a descrição dos acordos entre a sociedade e os titulares do órgão de administração, que prevejam indemnizações em caso de demissão, despedimento sem justa causa ou cessação da relação de trabalho após uma mudança de controlo da sociedade. Este último resultado ocorre porque, na maioria das vezes, os referidos acordos não existem e portanto, também não podem ser descritos. Segundo a análise efetuada aos relatórios de governo das sociedades, a percentagem de empresas que possui este tipo de acordo é a seguinte: 15% em 2008, 12,82% em 2009 e 5,13% em 2010 e 2011. Não encontramos qualquer referência a estes acordos em 2005, 2006 e 2007.

Da análise do quadro 6.4, conclui-se, ainda, que os itens cuja divulgação mais aumentou no período analisado são, por ordem crescente de importância, os seguintes: (i) atividades desenvolvidas pelos membros não executivos, (ii) critérios para avaliar o desempenho dos membros executivos, (iii) rotação do membro do responsável pelo pelouro financeiro, (iv) identificação do órgão competente para avaliar o desempenho dos administradores executivos, (v) remuneração dos membros do órgão de administração e (vi) o número de reuniões do órgão de administração. A divulgação destes itens é predominantemente baixa de 2005 a 2007, revelando uma melhoria exponencial após as revisões ao CGSP. Os resultados dos itens sobre o conselho de administração e a estrutura de gestão mostram que as empresas procuram cumprir com as recomendações da CMVM. Trata-se da subcategoria que inclui mais itens recomendados pela CMVM.

Quadro 6.5 – Incidência dos itens individuais do sub-índice CE

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice CE (13 itens)							
Item 27	85,3%	85,7%	89,2%	92,5%	94,9%	94,9%	94,9%
Item 28	89,3%	96,6%	96,9%	97,2%	94,4%	97,2%	100,0%
Item 29	31,0%	36,7%	39,4%	59,5%	62,2%	67,6%	64,9%
Item 30	6,9%	16,7%	21,2%	35,1%	37,8%	45,9%	45,9%
Item 31	44,8%	43,3%	48,5%	67,6%	73,0%	86,5%	86,5%
Item 32	40,6%	42,4%	42,9%	71,1%	77,8%	91,7%	97,3%
Item 33	8,8%	11,4%	10,8%	15,0%	15,4%	23,1%	25,6%
Item 34	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 35	100,0%	75,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 36	100,0%	75,0%	75,0%	83,3%	83,3%	88,9%	70,0%
Item 37	100,0%	100,0%	75,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 38	0,0%	20,0%	27,0%	75,0%	76,9%	84,6%	76,9%
Item 39	0,0%	0,0%	8,3%	42,9%	42,9%	35,7%	35,7%

Onde:

Item 27 - Existe uma comissão de remunerações

Item 28 - Composição da comissão de remunerações, incluindo nomes, se aplicável

Item 29 - Identificação do presidente da comissão de remunerações, se aplicável

Item 30 - Número de reuniões da comissão de remunerações, se aplicável

Item 31 - Papel e funções da comissão de remunerações, se aplicável

Item 32 - Descrição da política de remuneração dos administradores executivos

Item 33 - Existe uma comissão de nomeações

Item 34 - Composição da comissão de nomeações, incluindo nomes, se aplicável

Item 35 - Identificação do presidente da comissão de nomeações, se aplicável

Item 36 - Número de reuniões da comissão de nomeações, se aplicável

Item 37 - Papel e funções da comissão de nomeações, se aplicável

Item 38 - Regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros do órgão de administração, se aplicável

Item 39 - Regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros da comissão de auditoria, se aplicável

O quadro 6.5 evidencia os resultados dos itens considerados na categoria das comissões especializadas. A caracterização dos membros que compõem a comissão de remunerações é um dos itens mais divulgados nesta categoria. Entre 2005 e 2011, a percentagem média de empresas que possui esta comissão é superior a 95%. Por outro lado, a percentagem de empresas que possui comissão de nomeações é relativamente baixa (passou de 8,8% para 25,6%, entre 2005 e 2011). Embora seja baixo o número de empresas com comissão de nomeações, o percentual de empresas que divulgam os itens sobre a composição, o papel e as funções da comissão de nomeações e a identificação do presidente da comissão de nomeações atingiu os 100%. Com uma percentagem média inferior a 30%, os itens

menos divulgados prendem-se com as regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros da comissão de auditoria e o número de reuniões da comissão de remunerações.

Por outro lado, a percentagem de empresas que divulga as regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros do órgão de administração atinge, apenas, os 51,5%. Como se pode observar, as empresas revelam muito pouca informação sobre as regras de nomeação dos seus administradores. Uma das razões que poderá justificar o nível de divulgação relativamente baixo dos referidos itens poderá ser o número insuficiente de comissões de nomeação criados pelas empresas da amostra. Paralelamente, não podemos afirmar que as empresas têm uma política em relação à nomeação e substituição dos administradores. Por exemplo, algumas empresas da amostra referem nos seus relatórios de governo das sociedades que as regras aplicáveis à designação e substituição dos membros do órgão de administração e de fiscalização são as previstas no CSC, não havendo regras estatutárias específicas sobre esta matéria.

Quadro 6.6 – Incidência dos itens individuais do sub-índice AGR

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice AGR (16 itens)							
Item 40	20,6%	25,7%	32,4%	35,0%	35,9%	35,9%	35,9%
Item 41	100,0%	88,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 42	85,7%	88,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 43	71,4%	66,7%	83,3%	100,0%	100,0%	92,9%	100,0%
Item 44	100,0%	88,9%	83,3%	85,7%	92,9%	85,7%	85,7%
Item 45	14,3%	22,2%	66,7%	64,3%	64,3%	64,3%	64,3%
Item 46	11,8%	14,3%	21,6%	27,5%	33,3%	41,0%	43,6%
Item 47	67,6%	82,9%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 48	2,9%	8,6%	29,7%	47,5%	53,8%	64,1%	66,7%
Item 49	55,9%	65,7%	86,5%	87,5%	84,6%	87,2%	84,6%
Item 50	20,6%	17,1%	27,0%	41,0%	43,6%	65,8%	66,7%
Item 51	23,5%	37,1%	43,2%	40,0%	46,2%	59,0%	79,5%
Item 52	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 53	87,1%	84,4%	93,9%	97,2%	97,1%	100,0%	97,3%
Item 54	5,9%	5,7%	5,4%	0,0%	20,5%	66,7%	87,2%
Item 55	10,0%	7,1%	24,3%	40,0%	43,6%	53,8%	56,4%

Onde:

- Item 40 - Existe uma comissão de auditoria (obrigatória para as empresas do modelo anglosaxónico e facultativa para as empresas do modelo latino)
- Item 41 - Composição da comissão de auditoria, incluindo nomes, se aplicável
- Item 42 - Identificação do presidente da comissão de auditoria, se aplicável
- Item 43 - Número de reuniões da comissão de auditoria, se aplicável
- Item 44 - Papel e funções da comissão de auditoria, se aplicável
- Item 45 - Descrição do trabalho realizado pela comissão de auditoria no âmbito das suas atribuições, se aplicável
- Item 46 - Existe uma comissão específica responsável pela gestão de riscos
- Item 47 - Principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade esta exposta no exercício da atividade
- Item 48 - Descrição do impacto e da probabilidade de ocorrência de cada um dos riscos potenciais
- Item 49 - Descrição das medidas de gestão do risco implementadas e da sua eficácia
- Item 50 - Avaliação do SCI e Gestão de Risco implementado
- Item 51 - Duração do mandato do auditor externo
- Item 52 - Montante dos honorários pagos ao auditor externo
- Item 53 - Montante dos honorários pagos ao auditor externo relativos a serviços acessórios prestados
- Item 54 - É feito referência ao período de rotatividade do auditor externo
- Item 55 - Referência (frase) à confiança que o órgão de fiscalização tem na independência e integridade do auditor externo

O quadro 6.6 revela os resultados dos 16 itens considerados na categoria de auditoria e gestão de riscos. Nesta categoria os itens de informação mais divulgados são recomendações do CGSP, nomeadamente o montante dos honorários pagos aos auditores externos, a composição da comissão de auditoria e identificação do respetivo presidente, com uma percentagem média superior a 95%. Entre 2005 e 2011, a percentagem média de empresas que possui comissão de auditoria passou de 20,6% para 35,9%, enquanto a média de empresas que possuía uma comissão específica responsável pela gestão de riscos passou de 11,8% para 43,6%. Com efeito, verifica-se um aumento gradual de empresas que criaram uma comissão específica pela gestão de riscos, nomeadamente na sequência da revisão do CGSP de 2007. A entrada em vigor do novo código, veio recomendar (a partir de 2008) a criação de sistemas internos de controlo, que permitam a detecção eficaz de riscos ligados à actividade da empresa.

Até à entrada em vigor do novo enquadramento legislativo³⁵, todas as empresas portuguesas cotadas adoptavam o modelo monista (CMVM, 2008c). Porém, os modelos e estruturas de governo das sociedades existentes estavam longe de ser homogénos. Por exemplo, no final de 2005, existiam 9 empresas com comissões com funções de auditoria,

³⁵ Alteração legislativa operada pelo Decreto-Lei n° 76-A/2006, de 29 de Março.

“ainda que do ponto de vista jurídico-formal o formato das comissões de auditoria não se encontrasse ainda instituído no Código das Sociedades Comerciais” (CMVM, 2008c, 26).

No final de 2007, 8 das 37 empresas tinham optado pelo modelo anglo-saxónico. Refira-se, no entanto, que existiam 12 comissões de auditoria, correspondendo às 8 do modelo anglo-saxónico (cuja existência é obrigatória nos termos do n.º 5 do artigo 444º do CSC) e a 4 do modelo latino que foram criadas voluntariamente pelas próprias empresas. Entre 2008 e 2009, existiam 14 comissões de auditoria, correspondendo a 9 do modelo anglo-saxónico e a 5 do modelo latino.

A adoção dos modelos consagrados pela nova legislação permitiu alguma heterogeneidade ao nível das estruturas de fiscalização das sociedades. No caso das empresas do modelo latino, o órgão que exerce as funções de fiscalização é o conselho fiscal. Pelo que, se salienta, que estas empresas onde há também uma comissão de auditoria, sentiram, eventualmente, necessidade de criar estruturas de fiscalização complementares.

Quadro 6.7 – Incidência dos itens individuais do sub-índice EP

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice EP (8 itens)							
Item 56	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 57	97,1%	97,1%	97,3%	97,5%	97,4%	100,0%	100,0%
Item 58	85,3%	88,6%	83,8%	85,0%	87,2%	92,3%	92,3%
Item 59	70,0%	88,9%	80,0%	80,0%	80,0%	90,0%	90,0%
Item 60	14,3%	25,0%	25,0%	66,7%	66,7%	75,0%	100,0%
Item 61	91,2%	88,6%	89,2%	95,0%	89,7%	87,2%	87,2%
Item 62	35,3%	40,0%	40,5%	30,0%	33,3%	28,2%	25,6%
Item 63	94,1%	97,1%	51,4%	45,0%	35,9%	15,4%	17,9%

Onde: Item 56 - Percentagem da participação no capital dos acionistas maioritários

Item 57 - Número de ações da sociedade detidas pelos membros do órgão de administração, se aplicável

Item 58 - Ações próprias detidas pela empresa, se aplicável

Item 59 - Descrição das medidas suscetíveis de interferir no êxito de ofertas públicas de aquisição

Item 60 - Descrição dos negócios e operações realizados entre a sociedade e os membros do órgão de administração

Item 61 - Direito de voto e modalidades de participação

Item 62 - Disponibilização da informação preparatória da assembleia geral

Item 63 - Detalhes da última assembleia geral de acionistas: data, principais itens discutidos e indicações de voto

O quadro 6.7 revela os resultados dos 8 itens considerados na categoria de estrutura de propriedade. Nesta categoria os itens mais divulgados são a percentagem da participação no capital por parte dos acionistas maioritários e a referência ao número de ações da sociedade detidas pelos membros do órgão de administração. O item menos divulgado, em média, prende-se com a disponibilização da informação preparatória da assembleia geral. Na verdade, as empresas divulgam uma quantidade considerável de informações cuja obrigatoriedade é elevada, como por exemplo, a percentagem da participação no capital dos acionistas maioritários, o número de ações da sociedade detidas pelos membros do órgão de administração e as ações próprias detidas pela empresa.

Quadro 6.8 – Incidência dos itens individuais do sub-índice CRE

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice CRE (10 itens)							
Item 64	55,9%	48,6%	78,4%	97,5%	97,4%	100,0%	100,0%
Item 65	35,3%	42,9%	62,2%	42,5%	46,2%	38,5%	56,4%
Item 66	58,8%	68,6%	75,7%	52,5%	51,3%	61,5%	59,0%
Item 67	66,7%	65,4%	63,3%	88,9%	88,9%	96,3%	92,6%
Item 68	23,5%	28,6%	35,1%	42,5%	51,3%	46,2%	51,3%
Item 69	11,1%	11,8%	14,3%	9,4%	11,4%	11,8%	11,8%
Item 70	35,0%	31,8%	41,7%	82,1%	85,7%	90,0%	90,3%
Item 71	55,9%	65,7%	67,6%	70,0%	71,8%	74,4%	76,9%
Item 72	52,9%	51,4%	54,1%	47,5%	53,8%	48,7%	56,4%
Item 73	61,8%	65,7%	70,3%	65,0%	76,9%	74,4%	79,5%

Onde:

Item 64 - Existe uma declaração de cumprimento das recomendações da CMVM sobre governo das sociedades

Item 65 - A não adoção das recomendações é devidamente explicada

Item 66 - É feita uma avaliação global (fundamentada) do grau de adoção de grupos de recomendações

Item 67 - Identificação do órgão na sociedade competente para avaliar o sistema de governo adotado e verificar a sua eficácia

Item 68 - Existe um código de ética, aprovado pelo conselho de administração

Item 69 - Divulgação no R&C do código de ética e respetivo programa de implementação

Item 70 - Divulgação da política de comunicação de irregularidades (*whistleblowing*) adotada na sociedade

Item 71 - Indicações relativas ao cumprimento da legislação ambiental

Item 72 - Certificação no âmbito da gestão da qualidade

Item 73 - Programas de gestão de competências e formação contínua dos trabalhadores

O quadro 6.8 revela os resultados dos 10 itens considerados na categoria de conformidade e responsabilidade empresarial. Nesta categoria o item mais divulgado refere-se à identificação do órgão na sociedade competente para avaliar o sistema de governo adotado. A percentagem média de empresas que declara cumprir com as recomendações da CMVM sobre governo das sociedades passou de 55,9%, em 2005, para 100%, em 2011. O item menos divulgado refere-se à difusão do código de ética (quando as empresas divulgam que este existe) no relatório e contas das empresas.

De acordo com o regulamento 1/2007 da CMVM (art. III.1), as empresas devem fazer referência, no relatório de governo das sociedades, sobre a existência de códigos de conduta dos órgãos da sociedade. Ao introduzir-se este item procuramos perceber quantas empresas possuem código de conduta e, de entre estas, perceber se o conteúdo do código é divulgado no relatório e contas ou no relatório de governo das sociedades. Em 2011, por exemplo, aproximadamente 51% das empresas da amostra possuem um código de ética, mas apenas 11,8% divulgam o seu conteúdo nos relatórios analisados. Um factor que poderá justificar este resultado é o carácter voluntário da divulgação desta informação.

Quadro 6.9 – Incidência dos itens individuais do sub-índice TF

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sub-índice TF (9 itens)							
Item 74	23,5%	31,4%	43,2%	37,5%	43,6%	38,5%	43,6%
Item 75	41,2%	48,6%	40,5%	45,0%	53,8%	53,8%	51,3%
Item 76	8,8%	11,4%	97,3%	97,5%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 77	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 78	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Item 79	32,4%	51,4%	86,5%	92,5%	92,3%	92,3%	92,3%
Item 80	67,7%	71,9%	82,9%	84,2%	89,2%	94,6%	94,6%
Item 81	0,0%	0,0%	2,7%	2,5%	5,9%	28,0%	50,0%
Item 82	47,4%	27,3%	38,9%	44,4%	55,6%	50,0%	52,4%

Onde:

Item 74 - Resultados financeiros e operacionais da empresa nos últimos 3 anos

Item 75 - Capitalização bolsista no final do ano

Item 76 - Declaração de responsabilidade do Conselho de administração relativamente às demonstrações financeiras

Item 77 - Declaração de cumprimento com as normas internacionais de relato financeiro (NIRF)

Item 78 - Principais políticas contabilísticas usadas na preparação das demonstrações financeiras

Item 79 - Julgamentos e estimativas utilizadas na preparação e elaboração das demonstrações financeiras

Item 80 - Natureza, tipo e elementos das transações com partes relacionadas

Item 81 - Procedimentos e critérios para efeitos da avaliação prévia de transações entre partes relacionadas por parte do órgão de fiscalização

Item 82 – Descrição das alterações de políticas, estimativas e erros, aplicável sempre que a informa da sua existência

Por último, o quadro 6.9 revela os resultados dos 9 itens considerados na categoria de transparência financeira. Nesta categoria, os itens mais divulgados são a declaração de cumprimento com as normas internacionais de relato financeiro (NIRF) e a identificação das principais políticas contabilísticas usadas na preparação das demonstrações financeiras. O item menos divulgado, com exceção do ano de 2011, prende-se com o relato dos procedimentos e critérios utilizados (quando existem) para efeitos da avaliação prévia de transações entre partes relacionadas por parte do órgão de fiscalização.

Em geral, podemos referir que o nível relativamente baixo de divulgação de alguns itens pode ser explicado pelo desinteresse das empresas em divulgarem algumas disposições sobre o governo das sociedades. Além disso, como referem Hannifa e Hudaib (2006), a fragilidade de alguns mecanismos externos de governo das sociedades, nomeadamente do mercado competitivo do setor de atividade, parece estar por detrás do nível de divulgação de algumas disposições de governo societário. O valor médio do índice global de governo das sociedades e os dos restantes sub-índices também pode ser justificado à luz da teoria dos *proprietary costs*, uma vez que pode haver por parte das empresas algum receio de que a informação divulgada seja indevidamente utilizada.

6.3 ETAPA 1 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades –macroeconómicos

6.3.1 Estatísticas descritivas

O quadro 6.10 permite caracterizar as variáveis macroeconómicas utilizadas nesta pesquisa: a robustez do sistema político nacional (medida pelo *Worldwide Governance Indicators*), a taxa de inflação anual e o PIB *per capita*.

Quadro 6.10 – Caracterização das variáveis macroeconómicas

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
WGI	0,86	0,81	0,81	0,83	0,81	0,79	0,78
PIB per capita	15.105,0	15.799,7	16.643,1	16.941,6	16.601,4	17.017,7	16.686,3
Taxa de Inflação	2,28%	3,11%	2,45%	2,59%	-0,83%	1,40%	3,65%

Os desempenhos relativos de Portugal entre 2005 e 2011, medidos pelo WGI, situam-se entre os percentis 0,86 e 0,78. Apesar da tendência de declínio, mais evidente nos últimos quatro anos, para a generalidade das dimensões de governo, Portugal mantém-se ao longo do período em análise acima dos 75%. Portugal tem os seus melhores resultados relativos nas dimensões ligadas à voz e responsabilização (que entre 2005 e 2011 se situam entre os percentis 92 e 85), ao cumprimento da lei e ao controle da corrupção (em posições relativas idênticas e sempre superiores ao percentil 80), enquanto o desempenho mais desvantajoso incide em matérias de estabilidade política e ausência de violência (Mundial, 2013).

Portugal regista, de 2005 a 2007, valores do PIB *per capita* positivos e crescentes entre 2005 e 2008. Nos anos seguintes, o PIB *per capita* português prosseguiu de forma inconstante, baixando 2% em 2009, para logo voltar a crescer em 2010. Em 2011 volta a cair cerca de 1,95% face a 2010.

Com relação à taxa de inflação, observamos o aumento da taxa de inflação para 3,1% em 2006 e a sua manutenção em valores positivos até 2008. Excepcionalmente, o ano de 2009 é caracterizado por uma taxa de inflação negativa de 0,8%. O ano de 2010 mostra um aumento da taxa de inflação para 1,40% que continuou em 2011 até aos 3,65%.

6.3.2 Análise Bivariada

Verificou-se a normalidade da distribuição das variáveis dependentes mediante a aplicação do teste *Kolmogorov-Smirnov* (K-S).

Quadro 6.11 – Teste de Kolmogorov-Smirnov (K-S)

Variáveis dependentes	Estatística	N	Significância
ID_GOV Soc	0,079 (**)	263	<0,001
ID_V	0,089 (**)	263	<0,001
ID_NV	0,097 (**)	263	<0,001

(a) Correção de significância de *Lilliefors*; * significativa para $p < 0,05$ ** significativa para $p < 0,01$

O pressuposto da normalidade não se verifica para nenhuma das variáveis dependentes, pelo que se procedeu à análise do coeficiente de correlação de *Spearman*.

No quadro 6.12 apresentamos a matriz de correlações entre as variáveis quantitativas selecionadas neste estudo. Omitimos da matriz a variável qualitativa INFL por não evidenciar correlação estatisticamente significativa com o índice e sub-índices de divulgação de informação.

**Quadro 6.12 – Matriz de correlações bivariada (Coeficientes de correlação de Spearman)
Correlações e diagnósticos de colinearidade - amostra de 263 observações – ETAPA 1**

	ID_GOV Soc	ID_InfV	ID_InfNV	WGI	PIB
ID_GOV Soc	1				
Sig.(2-tailed)					
ID_InfV	0,920(**)	1			
Sig.(2-tailed)	0,000				
ID_InfNV	0,936(**)	0,732(**)	1		
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000			
WGI	-0,437(**)	-0,291(**)	-0,521(**)	1	
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000	0,000		
PIB	0,461(**)	0,287(**)	0,551(**)	-0,484(**)	1
Sig.(2-tailed)	0,000	0,010	0,000	0,000	

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Da análise da matriz de correlações podemos concluir que, as variáveis dependentes ID_GOV Soc, ID_InfV e ID_InfNV, se mostram negativamente correlacionadas com a variável WGI e, positivamente correlacionadas com o PIB, no nível de significância de 1%. Os resultados sugerem que o nível de desenvolvimento económico português (medido pelo PIB *per capita*) contribui para o aumento do nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Por outro lado, verificamos que as taxas de inflação em Portugal, próxima dos 2,5% (oberváveis no quadro 6.10), não contribuem

para a divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Além disso, é possível observar que a variável WGI se mostra negativamente correlacionada com o PIB *per capita*, no nível de significância de 1%, indiciando uma evolução inversa entre o WGI e o PIB *per capita* (este último evolui favoravelmente no período em análise).

6.3.3 Análise Multivariada

Como referimos na secção anterior, os testes estatísticos de Kolmogorov-Smirnov (K-S) revelaram que não existe normalidade na distribuição das variáveis dependentes. Uma das formas encontradas para solucionar o pressuposto da normalidade, foi a transformação das variáveis dependentes contínuas (ID_GOV Soc, ID_InfV e ID_InfNV) em categorias ordinais, de acordo com os percentis, e proceder à análise de regressão ordinal *Logit*. Sabendo que o modelo de regressão ordinal se baseia no pressuposto de que y^*_i depende linearmente de x_i e que, desta forma, os parâmetros poderão ser tratados como se tratasse de uma regressão linear, torna-se necessário observar os resultados com recurso aos pontos de corte (*cut points*), que permitirão identificar as áreas em que se concentram, ou não, o maior número de respostas.

No presente estudo é possível observar a relação entre y^*_i e a variável observada y em dois pontos de corte, de acordo com a análise de percentis realizada para cada variável dependente (as tabelas são apresentadas no apêndice 6.1). No caso da variável dependente ID_GOV Soc estimaram-se as seguintes categorias de divulgação de informação:

- $y = 1$ se $y^* < 0,60$ inclusive;
- $y = 2$ se $0,601 < y^* < 0,80$ inclusive;
- $y = 3$ se $y^* > 0,801$.

Estimaram-se as seguintes categorias de divulgação de informação no caso da variável dependente ID_InfV:

- $y = 1$ se $y^* < 0,40$ inclusive;
- $y = 2$ se $0,401 < y^* < 0,60$ inclusive;
- $y = 3$ se $y^* > 0,601$.

Por fim, estimaram-se as seguintes categorias de divulgação de informação para a variável dependente ID_InfNV:

$y = 1$ se $y^* < 0,70$ inclusive;
 $y = 2$ se $0,701 < y^* < 0,90$ inclusive;
 $y = 3$ se $y^* > 0,901$.

Utilizando os índices ID_GOVsoc, ID_InfV e ID_InfNV como variáveis dependentes, simulámos vários modelos de regressão logística ordinal, para a totalidade das empresas em análise. As regressões que melhor se ajustam aos dados agregados para o período de 2005-2011 são apresentadas no quadro 6.13. De referir que só são apresentadas as variáveis de controlo que se mostraram significativas.

Quadro 6.13 – Resultados das regressões ordinais Logit (Modelo 1)

	Sinal esperado	ID_GOVsoc	ID_InfV	ID_InfNV
WGI	+/-	-53,372(**)	-21,685(*)	-53,294(**)
Sig.		(0,000)	(0,006)	(0,000)
INF	+/-	-9,358	-7,781	4,172
Sig.		(0,405)	(0,440)	(0,699)
PIB	+/-	0,001(*)	0,001	0,001(*)
Sig.		(0,014)	(0,075)	(0,039)
LOGVEN		3,623(**)	2,911(**)	2,005(**)
ANO 2		2,779(**)		3,167(**)
ANO 3		2,755(**)		2,728(**)
IND2				1,728(**)
IND6			2,944(*)	
χ^2		276,345	194,087	230,673
χ^2 (p-value)		<0,001	<0,001	<0,001
Pseudo R ² Cox e Snell		0,650	0,522	0,584
Overall prediction accur.		66,7%	66,7%	66,7%
N.º de Observações		263	263	263

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Modelo 1: $ID_i = \beta_0 + \beta_1 WGI_i + \beta_2 INFL_i + \beta_3 PIB_i + \epsilon_i$

O quadro anterior apresenta as estimativas dos *threshold* e dos coeficientes de regressão associados às variáveis independentes e o *p-value* do teste, para os três modelos analisados.

Nesta etapa do estudo, procuramos explicar o impacto das variáveis macroeconómicas (WGI, INFL e PIB) na divulgação de informação relativa ao governo das sociedades (modelo 1). Os resultados revelam que duas das três variáveis macroeconómicas utilizadas no modelo são estatisticamente significativas. O coeficiente da variável índice

mundial de governo das sociedades (WGI) é negativo, com significância estatística de 1% (contra as variáveis ID_GOV Soc e ID_InfNV) e significância estatística 5%, contra a variável ID_InfV. Estes resultados levam-nos a não rejeitar a hipóteses HA₁. Em sentido oposto, o PIB *per capita* apresenta-se positivamente relacionado com os dois índices de divulgação de informação, com significância estatística de 5%. Estes resultados levam-nos a não rejeitar a hipótese HA₃. Entre as variáveis macroeconómicas, apenas a taxa de inflação (INFL) se revela estatisticamente não significativa, sugerindo que o nível de inflação da economia portuguesa não tem impacto no nível de divulgação de informação.

O resultado obtido para a variável WGI revela que o grau de eficácia do sistema político português influencia negativamente o nível de divulgação sobre o governo das sociedades, corroborando os resultados encontrados por Morris e Gray (2007). Morris e Gray (2007) ao analisarem o nível de transparência financeira empresarial de uma amostra de empresas da região Asiática, constataram que as variáveis do contexto nacional das empresas (sobretudo o sistema legal e o sistema de governo centrado nos bancos) exercem maior influência no nível de transparência financeira das empresas, do que as variáveis do contexto empresarial. Observam ainda, uma associação negativa entre o nível de transparência financeira das empresas e o sistema legal com origem no direito civil francês. Chan e Cheung (2012) também identificam o sistema legal como um fator determinante da divulgação de informação relacionada com o governo das sociedades. Os mesmos resultados são alcançados por Bauwhede e Willekens (2008) e Othman e Zeghal (2008) que constataram que os países de ambiente legal com origem no direito comum divulgam mais informações sobre o governo das sociedades que os países de ambiente legal com origem no direito civil francês, como é o caso português. O resultado encontrado é de sinal oposto aos resultados de Turrent e Ariza (2012), que constata uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o WGI e o nível de transparência da informação sobre o governo das sociedades.

O resultado obtido para a variável do PIB *per capita*, vai de encontro aos resultados obtidos por Chan e Cheung (2012), Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), que revelam que o PIB *per capita* incide positivamente sobre o nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Este resultado sugere que o nível de desenvolvimento económico e de riqueza português afeta positivamente o nível de desenvolvimento do governo das

sociedades. Corrobora a hipótese de que países com mercados de capitais sofisticados e globalizados e com ambientes institucionais fortes, aumentam a qualidade da informação divulgada.

Refira-se, no entanto, que num mesmo mercado, o valor das variáveis macroeconómicas é constante para todas as empresas, independentemente do setor de atividade onde operam, dimensão e nível de internacionalização, pelo que neste estudo, a análise das variáveis macroeconómicas, teve como objetivo a observação dos seus efeitos no período analisado. Dito de outro modo, não procuramos perceber a forma de interação com as restantes variáveis, mas conhecer o seu peso explicativo.

6.4 ETAPA 2 - Determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades – de Governo Societário

Nesta etapa do estudo, primeiramente procuramos caracterizar longitudinalmente as variáveis de governo societário das empresas da amostra e, posteriormente, analisar os determinantes da divulgação de informação relacionados com o governo das sociedades.

6.4.1 Estatísticas descritivas

O quadro 6.14 caracteriza a estrutura de governo das sociedades das empresas da amostra.

Quadro 6.14 – Caracterização dos Conselhos de Administração

Ano	Obs.	Categoria	EXEC	AFILIA	INDEP	TAMC	INDCA	GENF
2005	7	Média	4,735	1,912	1,235	7,882	0,351	0,382
	7	Mediana	5	2	0	7	0,400	0
	7	Desv. Padrão	2,173	1,772	1,941	3,628	0,247	0,728
	7	Mínimo	2	0	0	3	0	0
	7	Máximo	11	6	9	22	0,714	3
		% EXEC	60,1%					
		% AFILIA	24,3%					
		% INDEP	15,7%					
		% GENF	5,6%					

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

Ano	Obs.	Categoria	EXEC	AFILIA	INDEP	TAMC	INDCA	GENF	
2006	7	Média	4,486	2,257	1,429	8,171	0,399	0,457	
	7	Mediana	5	2	0	9	0,444	0	
	7	Desv. Padrão	1,918	2,208	1,761	3,910	0,243	0,769	
	7	Mínimo	1	0	0	3	0	0	
	7	Máximo	9	9	7	21	0,778	3	
			% EXEC	54,9%					
			% AFILIA	27,6%					
			% INDEP	17,5%					
			% GENF	6,0%					
	2007	7	Média	4,514	2,081	1,595	8,189	0,391	0,405
7		Mediana	5	2	0	7	0,462	0	
7		Desv. Padrão	1,810	2,005	1,979	4,033	0,240	0,752	
7		Mínimo	1	0	0	3	0	0	
7		Máximo	9	8	8	23	0,800	3	
			% EXEC	55,1%					
			% AFILIA	25,4%					
			% INDEP	19,5%					
			% GENF	5,7%					
2008		7	Média	4,475	2,425	1,925	8,825	0,428	0,475
	7	Mediana	4	2	1,5	9	0,481	0	
	7	Desv. Padrão	1,628	2,268	2,218	3,968	0,230	0,741	
	7	Mínimo	2	0	0	3	0	0	
	7	Máximo	9	9	9	21	0,810	3	
			% EXEC	50,7%					
			% AFILIA	27,5%					
			% INDEP	21,8%					
			% GENF	6,2%					
	2009	7	Média	4,333	2,641	2,205	9,179	0,472	0,564
7		Mediana	4	2	2	8	0,571	0	
7		Desv. Padrão	1,638	2,236	2,430	4,290	0,219	0,709	
7		Mínimo	2	0	0	3	0	0	
7		Máximo	9	9	10	25	0,750	3	

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

		% EXEC	47,2%					
		% AFILIA	28,8%					
		% INDEP	24,0%					
		% GENF	6,8%					
Ano	Obs.	Categoria	EXEC	AFILIA	INDEP	TAMC	INDCA	GENF
2010	7	Média	4,077	3,026	2,282	9,385	0,512	0,590
	7	Mediana	4	3	2	9	0,571	0
	7	Desv. Padrão	1,542	2,270	2,407	4,055	0,213	0,775
	7	Mínimo	2	0	0	3	0	0
	7	Máximo	9	9	10	20	0,778	4
		% EXEC	43,5%					
		% AFILIA	32,2%					
		% INDEP	24,3%					
		% GENF	6,8%					
Ano	Obs.	Categoria	EXEC	AFILIA	INDEP	TAMC	INDCA	GENF
2011	7	Média	4,231	3,231	2,000	9,462	0,499	0,667
	7	Mediana	4	3	2	9	0,571	1
	7	Desv. Padrão	1,656	2,444	2,172	4,396	0,208	0,827
	7	Mínimo	2	0	0	3	0	0
	7	Máximo	9	9	8	24	0,800	4
		% EXEC	44,7%					
		% AFILIA	34,2%					
		% INDEP	21,1%					
		% GENF	7,3%					

Como podemos constatar, através do quadro 6.14, os conselhos de administração das empresas analisadas são compostos, maioritariamente, por diretores executivos. A percentagem de diretores executivos no conselho de administração em 2011 diminuiu face a 2005, passando, em média, de 60,1% para 44,7%. Relativamente à percentagem de diretores “afiliados” e de diretores independentes representados no conselho de administração, as empresas analisadas apresentam um valor médio de 29,4% e de 21,1%, respetivamente. A percentagem de administradores independentes aproxima-se da recomendação da C.M.V.M (mínimo de 25%) sobre a matéria.

Dado o alto predomínio de membros executivos presume-se um fraco potencial de independência em relação aos gestores. Podendo, possivelmente, concluir-se pela falta de

separação entre as decisões da gestão e o controlo dessas decisões, como defendem Fama e Jensen (1983a). Sendo que as decisões de gestão deveriam ser responsabilidade da comissão executiva enquanto o controlo deveria ser exercido pelo conselho de administração.

Os dados obtidos também nos permitem caracterizar o tamanho do conselho de administração. Ao observarmos o quadro 6.14, podemos concluir que os conselhos de administração das empresas analisadas possuem, em média, 9 membros, um número próximo do recomendado pelos estudos que associam o valor de mercado das empresas ao número de membros do conselho de administração, segundo Yermack (1996).

A participação das mulheres no conselho de administração tornou-se uma questão importante nos últimos anos no âmbito do governo das sociedades. Em Portugal ainda não se observa uma participação significativa das mulheres no conselho de administração. Como se pode observar no quadro 6.14, a percentagem média de participação das mulheres não regista alterações significativas ao longo do período analisado, com 5,6% em 2005 e 7,3% em 2011. Concluimos, ainda, que, em média, entre 2005 e 2008, mais de 68% das mulheres que ocupam cargos de administração das sociedades cotadas eram membros da família proprietária. Em 2009, essa percentagem desceu para os 50% e, em 2010 e 2011, as mulheres da família representavam, em média, 43% do total de mulheres que ocupavam cargos no órgão de administração. Facto curioso, a partir de 2008, todas as empresas, com exceção de uma, que passaram a incluir, pela primeira vez, mulheres no conselho de administração, fizeram-no por critérios de mérito. Estamos a falar de quatro novas empresas em 2008, às quais acrescentem mais quatro em 2009, e mais uma em 2010. Assim, a percentagem de mulheres que ocupavam cargos de administração, por critérios de mérito, entre 2005 e 2007, era inferior a 20%. Em 2008 essa percentagem subiu para os 31,6%, em 2009 passou para os 40% e, em 2010 e 2011 representavam em média 42,90% do total de mulheres que ocupavam cargos no órgão de administração, sendo já em igual percentagem às mulheres membros das famílias. Uma das razões que poderá explicar esta inversão poderá estar relacionada com os esforços que os países membros e as instituições europeias têm vindo a efetuar no sentido de promover a igualdade de género nos órgãos de administração [COM(2012)614 - Proposta de Diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho].

Também obtivemos dados importantes relacionados com a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, conforme evidencia o quadro 6.15.

Quadro 6.15 – Percentagem de empresas em que existe a separação entre os cargos de Presidente do Conselho de Administração e de CEO

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	38,2%	40,0%	40,5%	50,0%	51,3%	48,7%	51,3%	46,00%

Da análise do quadro 6.15 conclui-se que a percentagem média de empresas onde existe a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e de CEO é, entre 2005 e 2011, de 46%.

Quadro 6.16 – Percentagem de empresas que remuneram os membros do conselho de administração com base em stock options

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	14,7%	14,3%	13,5%	12,5%	12,8%	17,9%	12,8%	14,05%

Da análise do quadro 6.16 conclui-se que a percentagem média de empresas que atribuem *stock options* como forma de remuneração dos membros do CA é, entre 2005 e 2007, de 14%. Esta percentagem verifica algumas oscilações não muito significativas, registando em 2011 um valor médio de 12,8%.

Quadro 6.17 – Percentagem de empresas que têm constituída uma Comissão de Auditoria

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas têm Comissão de Auditoria	20,60%	25,70%	32,40%	32,50%	33,33%	33,33%	33,33%	30,41%

Com a alteração legislativa produzida pelo Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de Março, surge uma nova modalidade de estruturação dos órgãos de administração e de fiscalização: o modelo anglo-saxónico. Neste modelo, a administração da sociedade é exercida através do conselho de administração e a fiscalização da sociedade compete à comissão de auditoria e ao revisor oficial de contas.

Entre 2008 e 2009, constatamos que um total de 13 empresas possuem comissões com funções de auditoria. Trata-se das 9 empresas não financeiras do modelo anglo-saxónico, que possuem as comissões de auditoria previstas na legislação, e as restantes são do modelo latino, que criaram voluntariamente comissões desta natureza com o objetivo de reforçar o acompanhamento da empresa.

Quadro 6.18 – Caracterização das Comissões de Auditoria

Ano	Obs.	Categoria	NRCAUD	TAMCAUD	IND_CAUD	INDEPCAUD
2005	7	Média	6,200	3,286	2,286	0,702
	7	Mediana	5	3	2	0,667
	7	Desvio Padrão	1,012	0,205	0,318	0,103
	7	Mínimo	4	3	1	0,333
	7	Máximo	11	4	3	1
2006	9	Média	5,333	3,625	2,500	0,700
	9	Mediana	5	3,5	3	0,708
	9	Desvio Padrão	0,781	0,333	0,338	0,103
	9	Mínimo	3	3	1	0,333
	9	Máximo	9	5	3	1
2007	12	Média	5,600	3,167	2,583	0,826
	12	Mediana	5	3	2,5	0,875
	12	Desvio Padrão	1,213	0,315	0,365	0,103
	12	Mínimo	3	3	1	0,333
	12	Máximo	10	4	4	1
2008	13	Média	8,923	3,077	2,538	0,840
	13	Mediana	7	3	3	1
	13	Desvio Padrão	3,259	0,270	0,284	0,103
	13	Mínimo	3	2	2	0,5
	13	Máximo	24	4	3	1
2009	13	Média	8,530	3,154	2,615	0,833
	13	Mediana	5	3	2	1
	13	Desvio Padrão	2,879	0,382	0,482	0,107
	13	Mínimo	3	2	2	0,5
	13	Máximo	19	5	5	1
2010	13	Média	9,077	3,154	2,538	0,808
	13	Mediana	8	3	2	0,667
	13	Desvio Padrão	2,712	0,382	0,487	0,106
	13	Mínimo	5	2	2	0,5
	13	Máximo	21	5	5	1

2011	13	Média	9,077	3,154	2,538	0,808
	13	Mediana	8	3	2	0,667
	13	Desvio Padrão	2,731	0,382	0,487	0,106
	13	Mínimo	4	2	2	0,5
	13	Máximo	20	5	5	1

Observando o quadro 6.18, podemos concluir o seguinte, para o período de 2005 a 2011:

- a dimensão média das comissões de auditoria das empresas analisadas é de 3,1 membros (dos quais, em média, 2,5 são independentes);
- o grau de independência das comissões de auditoria é, em média, de 80%;
- o número de reuniões das comissões de auditoria varia amplamente entre o mínimo de três e o máximo de vinte e quatro, o que significa uma média de 7,5 reuniões realizadas por ano.

Quadro 6.19 – Percentagem de empresas auditadas por uma BIG4

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	50,00%	54,30%	59,50%	60,00%	61,50%	64,10%	64,10%	59,32%

Como podemos constatar, através do quadro 6.19, a percentagem de empresas auditadas por uma das Big4 registou um aumento de 28% entre 2005 e 2011, sugerindo que as empresas analisadas têm uma certa preferência por ser auditadas por grandes empresas de auditoria.

A análise da estrutura de propriedade das empresas revela-se importante no âmbito dos estudos sobre o governo das sociedades. Neste estudo são utilizadas como variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade a percentagem do capital social detido pelo maior acionista (CONCP_P), pelos três maiores acionistas (CONCP_3), pelos acionistas com participações qualificadas superiores a 2% do capital (CONCP_Q), pelos investidores qualificados (PROP_IQ) e pelos membros do conselho de administração (PROP_MCA). As estatísticas descritivas relativas às referidas variáveis são evidenciadas no quadro 6.20.

Quadro 6.20 – Caracterização da Estrutura de Propriedade

Painel A - 2005					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,450	0,640	0,718	0,239	0,112
Mediana	0,526	0,656	0,739	0,100	0,076
Desv. Padrão	0,219	0,199	0,170	0,262	0,111
Mínimo	0,087	0,223	0,223	0	0
Máximo	0,864	0,969	0,997	0,729	0,376
Painel B – 2006					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,452	0,637	0,708	0,239	0,124
Mediana	0,521	0,648	0,718	0,085	0,092
Desv. Padrão	0,207	0,190	0,168	0,279	0,132
Mínimo	0,080	0,219	0,222	0	0
Máximo	0,860	0,961	0,961	0,762	0,601
Painel C – 2007					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,462	0,644	0,716	0,241	0,116
Mediana	0,517	0,639	0,728	0,051	0,095
Desv. Padrão	0,243	0,211	0,170	0,290	0,131
Mínimo	0,057	0,145	0,296	0	0
Máximo	0,944	0,994	0,994	0,818	0,599
Painel D – 2008					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,482	0,672	0,760	0,236	0,108
Mediana	0,519	0,689	0,771	0,053	0,062
Desv. Padrão	0,223	0,195	0,130	0,284	0,135
Mínimo	0,094	0,254	0,556	0	0
Máximo	0,947	0,997	0,997	0,889	0,598
Painel E – 2009					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,492	0,683	0,758	0,276	0,097
Mediana	0,519	0,735	0,783	0,105	0,071
Desv. Padrão	0,215	0,198	0,118	0,289	0,101
Mínimo	0,100	0,275	0,514	0	0
Máximo	0,947	0,997	0,943	0,787	0,402

Painel F – 2010					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,506	0,691	0,773	0,270	0,100
Mediana	0,531	0,766	0,793	0,105	0,060
Desv. Padrão	0,219	0,204	0,136	0,285	0,119
Mínimo	0,101	0,268	0,448	0	0
Máximo	0,947	0,997	0,997	0,787	0,597

Painel G – 2011					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,502	0,693	0,776	0,265	0,109
Mediana	0,531	0,737	0,789	0,106	0,051
Desv. Padrão	0,222	0,203	0,127	0,282	0,120
Mínimo	0,101	0,275	0,514	0	0
Máximo	0,862	0,997	0,997	0,840	0,559

Painel H – Média dos 7 anos					
	CONCP_P	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE
Média	0,479	0,667	0,746	0,253	0,109

No que concerne à concentração da estrutura acionista, com base nos valores da variável CONCP_P, verificamos que o valor mínimo se situa nos 5,7% (obtido em 2007) e o valor máximo nos 94,7% (em 2008, 2009 e 2010), sendo o valor médio de 47,9%. Se considerarmos os valores da variável CONCP_3, verifica-se que, o valor mínimo se situa nos 14,5% (obtido em 2007) e o valor máximo nos 99,70% (entre 2008 e 2011), sendo o valor médio de 66,70%. Os valores registados pelas duas variáveis permitem concluir que as empresas que fazem parte da amostra apresentam níveis elevados de concentração da estrutura acionista. Em termos evolutivos verificamos que a percentagem de ações detidas pelo principal acionista regista um aumento, contrariamente ao capital detido pelos três maiores acionistas, que regista uma diminuição ao longo do período em análise. Da mesma forma, a percentagem de ações detidas pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital (CONCP_Q), registam igualmente um valor médio significativo de 74,60%. Relativamente à participação do órgão de administração no capital social das empresas, observamos um valor médio de 25,30%. Finalmente, verificamos que a percentagem de ações detidas pelos investidores qualificados/institucionais estrangeiros regista um valor médio bastante reduzido (de

10,90%), indicando que a participação destes investidores no capital social das empresas analisadas é pouco significativa.

Quadro 6.21 – Percentagem de empresas em que o acionista controlador detém 50% ou mais do capital social

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	55,90%	54,30%	54,10%	55,00%	61,50%	61,50%	61,50%	57,79%

De acordo com os valores do quadro 6.21, podemos concluir que no período entre 2005 e 2011, em média, 57,80% das empresas da amostra possuem um acionista controlador, com uma participação superior ou igual a 50% do capital.

Quadro 6.22 – Percentagem de empresas em que os membros do conselho de administração participam no capital social

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	88,3%	94,3%	91,9%	92,6%	92,4%	92,4%	94,9%	92,5%
% de empresas em que a participação dos membros do CA é superior a 10%	60,0%	51,4%	52,8%	48,6%	55,5%	55,5%	56,7%	54,3%

Observando o quadro 6.22, podemos concluir que no período entre 2005 e 2011, em média:

- os membros do órgão de administração participam no capital social das sociedades, de 92,50% das empresas da amostra, pelo que apenas em 7,5% das empresas não existe participação dos membros do órgão de administração;
- em 54,3% das empresas, em que os membros do conselho de administração participam no capital social, a participação é superior ou igual a 10% do capital social, logo em 45,7% dessas empresas a participação inferior a 10% do capital social.

Quadro 6.23 – Grau de internacionalização das empresas

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	32,2%	35,3%	33,4%	33,8%	33,2%	34,6%	36,4%	34,15%

De acordo com os valores do quadro 6.23, podemos concluir que no período entre 2005 e 2011 não se verificam grandes flutuações no grau de internacionalização das empresas analisadas, que se situa, em média, nos 34,15%. Refira-se no entanto que as empresas portuguesas têm um grau de internacionalização de grande amplitude, desde um valor mínimo de 0% e um valor máximo de 99,2%.

Quadro 6.24 – Nível de endividamento das empresas

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Média
% de empresas	73,8%	72,6%	72,7%	75,3%	74,8%	72,7%	74,9%	73,86%

De forma idêntica, também não se verificam alterações significativas no nível de endividamento das empresas, no período entre 2005 e 2011 (quadro 6.24). Em média, o endividamento das empresas cotadas portuguesas é de 73,86%.

Quadro 6.25 – Caracterização do número de anos desde que foi admitida à cotação

Ano	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Média	13,235	13,857	14,058	14,025	14,821	15,821	16,821
Mediana	14	13	13	14	15	16	17
Desv. Padrão	6,231	6,525	7,169	7,793	7,785	7,785	7,785
Mínimo	1	1	0	1	2	3	4
Máximo	26	27	28	29	30	31	32

Observando o quadro 6.25, podemos concluir, para o período de 2005 a 2011 que o número médio de anos de cotação em bolsa das empresas da amostra mantém-se praticamente estável até 2007. O crescimento aparente de 6% só se verifica porque o número de empresas da amostra também aumentou cerca de 8,8%. A ligeira descida observada em 2008 está relacionada com a entrada de quatro novas empresas e a saída de outra da amostra. Com a estabilização do número de empresas a partir de 2009 (39 empresas em 2009, 2010 e 2011), verificamos o aumento constante do número médio do número de anos de cotação em bolsa.

6.4.2 Análise Bivariada

6.4.2.1 Análise da relação entre as variáveis dependentes e independentes

Como referimos na secção 6.3.2 o pressuposto da normalidade não se verifica para nenhuma das variáveis dependentes, pelo que se procedeu à análise do coeficiente de correlação de *Spearman*.

No quadro 6.26 apresentamos a matriz de correlações entre as variáveis quantitativas selecionadas neste estudo. Entre estas, omitimos da matriz a variável qualitativa CONCP_P por não evidenciar correlação estatisticamente significativa com o índice e sub-índices de divulgação de informação. Excluímos também as variáveis dicotómicas relacionadas com as estruturas de gestão e fiscalização e estrutura de propriedade (PRECEO, OPC, CAUD, BIG4, AÇÕES_MCA).

Da análise da matriz de correlações podemos concluir que, as variáveis dependentes ID_GOV Soc, ID_InfV e ID_InfNV revelam relações estatisticamente significativas com as variáveis caracterizadoras da estrutura de gestão das empresas. Estes resultados são semelhantes aos obtidos por Arcay e Vásquez (2005), que constataam que a adoção de um conjunto de boas práticas de governo das sociedades, tais como, a nomeação de administradores independentes, a constituição de comissões de auditoria, a atribuição de planos de opção de compra de ações aos administradores, entre outros, têm um impacto positivo no nível de divulgação de informação das empresas.

Os resultados obtidos também permitem verificar que nove dos coeficientes estimados apresentam correlações estatisticamente significativas com a variável dependente ID_GOV Soc. Com efeito, a variável ID_GOV Soc mostrou-se positivamente correlacionada com as variáveis TAMC(log), INDCA e PROP_IQE, no nível de significância de 1%. Por outro lado, a variável ID_GOV Soc mostrou-se negativamente correlacionada com as variáveis CONCP_3, CONCP_Q, PROP_MCA e ENDIV, no nível de significância de 1%.

Divulgação Voluntária de Informação: a Influência do Governo das Sociedades e do Custo do Capital

**Quadro 6.26 – Matriz de correlações bivariadas (Coeficientes de correlação de Spearman)
Correlações e diagnósticos de colinearidade - amostra de 263 observações – ETAPA 2**

	ID_GOVsoc	ID_InfV	ID_InfNV	TAMC (log)	INDCA	GENF	CONCP_3	CONCP_Q	PROP_MCA	PROP_IQE	INT	ENDIV
ID_GOVsoc	1											
Sig.(2-tailed)												
ID_InfV	0,920(**)	1										
Sig.(2-tailed)	0,000											
ID_InfNV	0,936(**)	0,732(**)	1									
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000										
TAMC (log)	0,640(**)	0,652(**)	0,540(**)	1								
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000	0,000									
INDCA	0,628(**)	0,645(**)	0,527(**)	0,568(**)	1							
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000	0,000	0,000								
GENF	-0,040	-0,162(**)	0,059	-0,034	-0,160(**)	1						
Sig.(2-tailed)	0,523	0,008	0,342	0,581	0,010							
CONCP_3	-0,165(**)	-0,201(**)	-0,119	-0,176(**)	-0,193(**)	0,135(*)	1					
Sig.(2-tailed)	0,007	0,001	0,054	0,004	0,002	0,028						
CONCP_Q	-0,166(**)	-0,216(**)	-0,099	-0,140(*)	-0,171(**)	0,151(*)	0,843(**)	1				
Sig.(2-tailed)	0,007	0,000	0,109	0,024	0,005	0,014	0,000					
PROP_MCA	-0,181(**)	-0,245(**)	-0,104	-0,319(**)	-0,176(**)	0,255(**)	0,002	-0,032	1			
Sig.(2-tailed)	0,003	0,000	0,093	0,000	0,004	0,000	0,969	0,606				
PROP_IQE	0,201(**)	0,258(*)	0,122(*)	0,193(**)	0,191(**)	-0,025	-0,414(**)	-0,311(**)	-0,116	1		
Sig.(2-tailed)	0,001	0,000	0,047	0,002	0,002	0,682	0,000	0,000	0,061			
INT	0,113	0,140(*)	0,067	0,017	0,013	0,022	0,028	-0,055	-0,124(*)	0,062	1	
Sig.(2-tailed)	0,067	0,023	0,280	0,789	0,831	0,719	0,655	0,375	0,045	0,313		
ENDIV	-0,215(**)	-0,312(**)	-0,112	-0,154(*)	-0,174(**)	0,045	-0,109	-0,127(*)	-0,167(**)	0,067	-0,027	1
Sig.(2-tailed)	0,000	0,000	0,070	0,012	0,005	0,470	0,077	0,040	0,007	0,278	0,658	

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed).

** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

A análise mostra, também, que a variável dependente ID_InfV apresenta correlações estatisticamente significativas com a totalidade dos coeficientes estimados. Como se pode atestar, a variável ID_InfV mostrou-se positivamente correlacionada com as variáveis TAMC(log), INDCA e INT, no nível de significância de 1%, e com a variável PROP_IQE, no nível de significância de 5%. Por outro lado, a variável ID_InfV mostrou-se negativamente correlacionada com as variáveis GENF, CONCP_3, CONCP_Q, PROP_MCA e ENDIV, no nível de significância de 1%.

Por fim, os coeficientes de correlação apresentados permitem-nos verificar que a variável dependente ID_InfNV apresenta correlações positivas com as variáveis TAMC(log) e INDCA, no nível de significância de 1%, e com a variável PROP_IQE, no nível de significância de 5%.

Os resultados obtidos são indiciadores que as variáveis explicativas revelam, em geral, maior suscetibilidade à divulgação de informação voluntária relativa ao governo das sociedades, comparativamente à informação recomendada ou obrigatória.

As variáveis independentes TAMC(log) e INDCA e CONCP_3 e CONCP_Q evidenciam um coeficiente de correlação mais elevado ($p < 0,01$). Nestes casos, o maior nível de correlação pode ser justificado pelo facto das diferentes variáveis serem representativas do mesmo atributo: o conselho de administração e a concentração da propriedade, respetivamente. Em geral, os coeficientes de correlação estimados indicam-nos que o problema da colinearidade entre as variáveis poderá não assumir particular relevância no presente estudo.

6.4.2.2 Análise da relação entre variáveis independentes

Para analisar o grau de associação entre as variáveis PRECEO, OPC, CAUD, BIG4 e AÇÕES_MCA utilizou-se o teste de independência do Qui-Quadrado cujas hipóteses são:

- H_0 : As variáveis são independentes;
- H_1 : Existe associação entre as variáveis.

A estatística deste teste é dada por:

$$\chi^2 = \sum_i \sum_j \frac{(O_{ij} - E_{ij})^2}{E_{ij}} \cap \chi^2_{(r-1)(c-1)},^{36}$$

Em seguida apresentamos os resultados dos vários testes de Qui-Quadrado analisados.

Quadro 6.27 - Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*OPC

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10,204 ^a	1	0,001
N of Valid Cases	263		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 17,02.

b. Computed only for a 2x2 table

O quadro 6.27 mostra que o valor do teste de Qui-quadrado entre as variáveis PRECEO e OPC é igual a 10,204, com nível de significância de 1% ($p < 0,01$), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes. Como a nota de rodapé (a) do quadro 6.25 indica que pelo menos de 0% das células têm frequência esperada inferior a 5, o teste Qui-Quadrado pode ser aplicado com rigor.³⁷

Atendendo a que existe uma relação de dependência entre PRECEO e OPC, sabendo-se o comportamento de uma delas pode prever-se o comportamento da outra e deste modo, analisar-se o grau de associação existente entre ambas. O teste Qui-Quadrado apenas informa se existe independência entre as variáveis mas nada diz sobre o grau de associação existente, pelo que é necessário utilizar medidas de associação. Neste caso aplica-se o coeficiente V de *Cramer*³⁸, cujo resultado indica que existe uma associação baixa entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,197; $p < 0,01$).

³⁶ Neste caso O_{ij} representa a frequência absoluta observada, E_{ij} representa a frequência absoluta esperada, r o número de linhas e c o número de colunas.

³⁷ Este teste só é aplicado com rigor quando: (1) $N > 20$; (2) nenhuma célula da tabela tenha frequência esperada inferior a 1 e (3) que não mais que 20% das células tenham frequência esperada inferior a 5.

³⁸ O coeficiente V de *Cramer* é dado pela expressão: $\sqrt{\frac{\chi^2}{n(q-1)}}$.

Quadro 6.28– Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*BIG4

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	10,204 ^a	1	0,001
N of Valid Cases	263		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 49,23.

O quadro 6.28 mostra que o valor do teste de qui-quadrado entre as variáveis PRECEO e BIG4 é igual a 10,204, com nível de significância superior a 5%, pelo que não se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes.

Quadro 6.29 – Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*CAUD

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	16,695 ^a	1	0,000
N of Valid Cases	263		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 36,81.

O quadro 6.29 mostra que o valor do teste de Qui-quadrado entre as variáveis PRECEO e CAUD é igual a 16,695, com nível de significância de 1% ($p < 0,01$), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes. Procedemos à análise do grau de associação existente entre ambas, aplicando o coeficiente V de *Cramer*, cujo resultado indica que existe uma associação baixa entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,252; $p < 0,01$).

Quadro 6.30 – Estatística do teste de Qui-Quadrado – PRECEO*AÇÕES_MCA

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	19,247 ^a	1	0,000
N of Valid Cases	263		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 60,27.

O quadro 6.30 mostra que o valor do teste de Qui-quadrado entre as variáveis PRECEO e AÇÕES_MCA é igual a 16,695, com nível de significância de 1% ($p < 0,01$), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes. Aplicando o coeficiente V de *Cramer*, o resultado indica que existe uma associação baixa entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,271; $p < 0,01$).

Quadro 6.31 – Estatísticas do teste de Qui-Quadrado para OPC

OPC*BIG4	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,215 ^a	1	0,270
OPC*CAUD	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	24,139 ^b	1	0,000
OPC*AÇÕES_MCA	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	2,628 ^c	1	0,105

N of Valid Cases: 263

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 15,05.

b. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 11,25.

c. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 18,43.

O quadro 6.31 mostra que os valores do teste de Qui-quadrado entre a variável OPC e as variáveis BIG4 e AÇÕES_MCA são iguais a 1,215 e 2,628, respetivamente, com níveis de significância superiores a 5%, pelo que, nos dois casos, não se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes.

O valor do teste de Qui-quadrado entre as variáveis OPC e CAUD é igual a 24,139, com nível de significância de 1% ($p < 0,01$), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes. Aplicando o coeficiente *V* de *Cramer*, o resultado indica que existe uma associação moderada entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,303; $p < 0,01$).

Quadro 6.32 – Estatísticas do teste de Qui-Quadrado para BIG4

BIG4*CAUD	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	5,439 ^a	1	0,020
BIG4*AÇÕES_MCA	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	1,394 ^b	1	0,238

N of Valid Cases: 263

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 32,55.

b. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 53,30.

O quadro 6.32 mostra que o valor do teste de Qui-quadrado entre as variáveis BIG4 e CAUD é igual a 5,439, com nível de significância de 1% ($p < 0,01$), pelo que se rejeita a hipótese de que as variáveis são independentes. Aplicando o coeficiente *V* de *Cramer*, o resultado indica que existe uma associação baixa entre as duas variáveis (*Cramer's V* = 0,144; $p < 0,01$).

O valor do teste de qui-quadrado entre as variáveis BIG4 e AÇÕES_MCA é igual a 1,394, com nível de significância superior a 5%, pelo que se aceita a hipótese de que as variáveis são independentes.

Quadro 6.33– Estatística do teste de Qui-Quadrado – CAUD*AÇÕES_MCA

	Value	Df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	3,676 ^a	1	0,055
N of Valid Cases	263		

a. 0 cells (0,0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 39,85.

Por fim, o quadro 6.33 mostra que o valor do teste de qui-quadrado entre as variáveis CAUD e AÇÕES_MCA é igual a 3,676, com nível de significância superior a 5%, pelo que se aceita a hipótese de que as variáveis são independentes.

Em síntese, analisado o grau de associação entre as variáveis qualitativas PRECEO, OPC, CAUD, BIG4 e AÇÕES_MCA com recurso ao teste do Qui-Quadrado, constatou-se que não se verificam associações significativas entre estas.

6.4.3 Análise Multivariada

Em seguida, apresentamos os resultados obtidos para as relações entre a divulgação de informação e os seus possíveis determinantes. À semelhança do que foi feito por outros autores, como Franck e Sundgren (2012), para Suécia, e Trabelsi *et al.* (2014), para o Canadá, utilizamos um modelo de regressão ordinal *Logit*, com base numa *pool* de dados, controlando os efeitos para os anos em análise, procurando analisar a significância de cada variável que entra no modelo de regressão e suprimindo as variáveis que não tenham capacidade explicativa significativa.

Inicialmente são apresentados os resultados referentes ao índice global de divulgação das práticas de governo das sociedades (ID_GOV Soc) e, de seguida, mostramos os resultados referentes aos sub-índices de divulgação de informação voluntária (ID_InfV) e de informação não voluntária (ID_InfNV).

6.4.3.1 Relação entre a variável dependente ID_GOV Soc e as variáveis independentes

Utilizando o índice ID_GOV Soc como variável dependente, simulámos vários modelos de regressão logística ordinal, para a totalidade das empresas em análise. As regressões que melhor se ajustam aos dados agregados para o período de 2005-2011 são apresentadas no quadro 6.34. Só apresentamos as estatísticas das variáveis de controlo que se mostraram significativas.

Quadro 6.34 – Resultados das regressões ordinais Logit para ID_GOV Soc

	(2)	(3)	(4)	(5)
CONCP_Q	-2,934(**)		-3,325(*)	-3,983(*)
Sig.	(0,001)		(0,017)	(0,003)
PROP_MCA	-0,016(*)		0,004	0,016(*)
Sig.	(0,002)		(0,568)	(0,049)
PROP_IQE	2,445(*)		1,490	4,460(*)
Sig.	(0,030)		(0,402)	(0,020)
TAMC (log)		9,743(**)	10,381(**)	10,159(**)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,000)
INDCA		1,486(*)	1,388(*)	1,534(*)
Sig.		(0,040)	(0,049)	(0,026)
PRECEO		-1,166(*)	-1,231(*)	-1,493(**)
Sig.		(0,004)	(0,003)	(0,001)
GENF		-6,226(*)	-7,379(*)	-5,176(*)
Sig.		(0,010)	(0,006)	(0,034)
OPC		0,449	0,446	0,438
Sig.		(0,404)	(0,436)	(0,454)
CAUD		1,769(**)	1,559(*)	
Sig.		(0,001)	(0,005)	
BIG4		1,570(**)	2,020(**)	1,024(*)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,019)
INT				1,627(*)
Sig.				(0,026)
ENDIV				-5,705(**)
Sig.				(0,000)
ANO 3		2,386(*)	2,567(*)	1,823(**)
ANO 4	2,561(**)	4,397(**)	4,825(**)	4,263(**)
ANO 5	3,269(**)	5,274(**)	5,755(**)	5,170(**)
ANO 6	4,073(**)	6,654(**)	7,257(**)	6,654(**)
ANO 7	4,056(**)	6,701(**)	7,302(**)	6,691(**)
IND1	2,743(**)			
IND4		1,974(*)	1,985(*)	

χ^2	140,256	330,784	339,428	347,061
χ^2 (p-value)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Pseudo R ² Cox e Snell	0,413	0,716	0,725	0,783
Overall prediction accur.	66,7%	66,4%	66,7%	66,7%
N.º de Observações	263	263	263	263

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Onde:

$$\text{Modelo 2: ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 3: ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1\text{TAMC(Log)}_i + \beta_2\text{INDCA}_i + \beta_3\text{PRECEO}_i + \beta_4\text{GENF}_i + \beta_5\text{OPC}_i + \beta_6\text{CAUD}_i + \beta_7\text{BIG4}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 4: ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \beta_4\text{TAMC(Log)}_i + \beta_5\text{INDCA}_i + \beta_6\text{PRECEO}_i + \beta_7\text{GENF}_i + \beta_8\text{OPC}_i + \beta_9\text{CAUD}_i + \beta_{10}\text{BIG4}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 5: ID_GOVSoc}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \beta_4\text{TAMC(Log)}_i + \beta_5\text{INDCA}_i + \beta_6\text{PRECEO}_i + \beta_7\text{GENF}_i + \beta_8\text{OPC}_i + \beta_9\text{CAUD}_i + \beta_{10}\text{BIG4}_i + \beta_{11}\text{INT}_i + \beta_{12}\text{ENDIV}_i + \varepsilon_i$$

O quadro anterior apresenta as estimativas dos *threshold* e dos coeficientes de regressão associados às variáveis independentes e o *p-value* do teste, para os cinco modelos analisados.

Em primeiro lugar, procedemos à análise do impacto das variáveis caracterizadoras da estrutura de propriedade (CONCP_Q, PROP_MCA e PROP_IQE) na divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Os resultados revelam que a variável CONCP_Q é estatisticamente significativa para os modelos 2, 4 e 5 e as variáveis PROP_MCA e PROP_IQE são estatisticamente significativas para os modelos 2 e 5. Com efeito, pela análise do quadro 6.34, para um nível de significância respetivamente de 1% e 5%, as variáveis CONCP_Q e PROP_IQE revelam-se fatores explicativos da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. No entanto, a variável CONCP_Q apresenta uma correlação negativa contra a variável ID_GOVSoc, enquanto a variável PROP_IQE apresenta uma correlação positiva contra a variável ID_GOVSoc. As duas variáveis apresentam um comportamento, correspondente a duas das hipóteses apontadas (HB_{1a} e HB_{1c}), que sugerem que a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades será menor nas empresas de maior concentração acionista (pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital social) e maior nas empresas nas quais a presença de investidores qualificados estrangeiros é mais expressiva. A variável PROP_MCA, mostrou-se quer negativa quer positivamente correlacionada com o ID_GOVSoc, de acordo com o modelo estimado – modelo 2 ou 5,

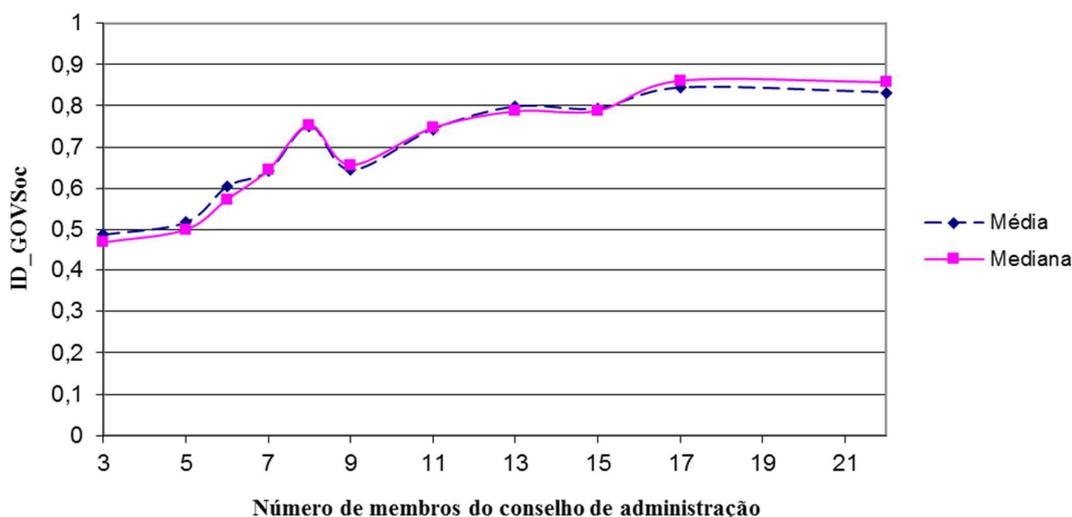
no nível de significância de 5%. No entanto, o desvio entre o sinal esperado e o obtido no modelo 2, para a variável PROP_MCA, não se veio a confirmar no modelo 5 estimado (ainda mais aperfeiçoado, com um grau de eficiência de 78,3% - dado pela medida *Pseudo R2 de Cox e Snell*, contra os 41,3% do modelo 2 estimado), o que nos permite confirmar a hipótese HB_{1b}.

A justificativa encontrada para a divergência entre o sinal do coeficiente *b* obtido nos modelos 2 e 5, para a variável PROP_MCA pode ser argumentada em termos do poder preditivo geral das variáveis independentes. Como referimos anteriormente, o modelo 2 apenas consegue prever 41,3% da variância total do ID_GOV Soc. À medida que foram introduzidas novas variáveis independentes, o sinal do coeficiente da variável PROP_MCA tornou-se positivo. Esta mudança pode ser interpretada como resultado da correlação negativa significativa (ver quadro 6.26) entre as variáveis TAMC(log) e PROP_MCA. A introdução da variável TAMC(log), capturou e alterou o poder explicativo da variável PROP_MCA no índice de divulgação global (ID_GOV Soc). Como o poder preditivo do modelo 5 é de 78,3% (superior ao modelo 2), podemos concluir que o poder explicativo da variável TAMC(log) no índice de divulgação global é superior ao da variável PROP_MCA. Confirmamos esta interpretação observando que, quando retiramos a variável TAMC(log) do modelo 5 a variável PROP_MCA mostra-se novamente negativa.

Em segundo lugar, procedemos à análise do impacto das variáveis caracterizadoras da estrutura de gestão e de fiscalização (TAMC(log), INDCA, PRECEO, OPC, GENF, CAUD e BIG4) na divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. O resultado mais notável que se observa é o efeito positivo que tem a variável tamanho do conselho de administração (TAMC(log)) sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Com efeito, esta variável apresenta uma correlação positiva contra a variável ID_GOV Soc, nos modelos 3 a 5, com significância estatística de 1%. Este resultado sugere que a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades aumenta com o tamanho do conselho de administração, permitindo validar a hipótese HB_{2a}.

Também testamos a existência de uma relação quadrática entre o tamanho do conselho de administração e o índice global de divulgação (ID_GOV_{Soc}). Os resultados obtidos não evidenciam qualquer associação estatisticamente significativa entre as variáveis. O gráfico 6.1, construído para visualizar a relação quadrática entre o TAMC e o índice de divulgação global de informação, indicou que as empresas com conselhos de administração maiores divulgam mais informação sobre o governo das sociedades, contrariando a hipótese, subjacente à variável quadrática, de que seria possível obter uma relação em forma de U invertido entre as variáveis.

Gráfico 6.1 – Relação entre as variáveis: TAMC e ID_GOV_{Soc}



A hipótese HB_{2b} procura testar se a percentagem de membros independentes no conselho de administração e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades estão correlacionadas. Os resultados mostram que a variável INDCA apresenta uma associação positiva contra a ID_GOV_{Soc}, no nível de significância estatística de 5%, para os modelos 3, 4 e 5, permitindo validar a hipótese HB_{2b}. Este resultado corrobora a teoria de que os conselhos de administração maioritariamente independentes exercem um importante papel de controlo, uma vez que tendem a centrar a sua atenção na atividade exercida pela direção executiva, asseverando a consecução dos objetivos dos acionistas, e assim, levar ao aumento da transparência na informação divulgada (Fama e Jensen, 1983a; Agrawal e Knoeber, 1996).

Outro resultado importante foi o obtido pela variável liderança unitária (PRECEO) que evidencia uma correlação negativa contra a variável de ID_GOVSOc, com significância estatística de 5%, nos modelos estimados 3 e 4 e, de 1% no modelo 5. Desta forma, os resultados indicam que a separação dos cargos de presidente do conselho de administração e de CEO é benéfica para as empresas, permitindo validar a hipótese HB_{2c}. Com relação à atribuição de planos de atribuição de ações aos membros do conselho de administração (OPC), não foi evidenciada qualquer correlação estatisticamente significativa contra a variável ID_GOVSOc (contudo, os coeficientes são positivos). O resultado obtido vai de encontro ao obtido através da análise bivariada, onde já se havia concluído não existir qualquer associação entre as duas variáveis. Desta forma, não foi possível validar a hipótese HB_{2c}. Também observamos uma correlação estatisticamente significativa negativa entre a presença feminina no conselho de administração (GENF) e a divulgação de informação global relativa ao governo das sociedades (ID_GOVSOc), para os três modelos estimados, pelo que não foi possível validar a hipótese H_{2d}, que preconizava uma relação positiva entre as duas variáveis. Os resultados encontrados poderão justificar-se, por um lado, pelo número reduzido de mulheres que integram o órgão de administração e, por outro lado, porque em média mais de 58% das mulheres que ocupam cargos de administração das sociedades cotadas são membros da família e, por isso, assumem muitas vezes um papel menos ativo.

Por outro lado, a hipótese HB_{2f} procura testar se a existência de uma comissão de auditoria cumpre com a sua função de garantia da integridade da informação financeira e, por sua vez, contribui para a divulgação de informação verdadeira e adequada a todos os *stakeholders* da empresa (Willekens *et al.*, 2005). Os resultados mostram que a variável CAUD apresenta uma associação positiva contra a ID_GOVSOc, no nível de significância estatística respetivamente de 1% e 5%, para os modelos 3 e 4, permitindo validar a hipótese HB_{2f}. A variável existência de uma comissão de auditoria (CAUD) mostrou-se fortemente correlacionada com a independência do conselho de administração (INDCA). Por isso, quando o modelo 5 é analisado sem a variável CAUD, a variável INDCA revela-se significativa, com um *p-value* inferior a 0,05. De referir, que se procedeu à estimação de várias regressões tendo optado por aquelas que melhor se ajustam à variável dependente, e que, esta escolha foi realizada com base no resultado dado pelo nível de

significância do χ^2 do *Pearson* superior a 5%, que nos leva a rejeitar a hipótese nula e no resultado do R^2 ajustado de Cox e Snell. Tivemos, ainda, em atenção, o resultado do teste das linhas paralelas estimado para cada regressão.

De igual forma, constata-se uma correlação estatisticamente significativa e positiva entre o tipo de empresa de auditoria externa (BIG4) e a divulgação de informação global relativa ao governo das sociedades (ID_GOV Soc), com significância estatística de 1% nos modelos 3 e 4 estimados e, com 5% de significância estatística no modelo 5. O resultado obtido permite validar a hipótese HB_{2g}.

Finalmente, procedemos à análise do impacto das variáveis caracterizadoras das empresas (INT e ENDIV) na divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Verificamos, pela observação dos resultados do modelo 5, que a variável INT se apresenta como variável explicativas do ID_GOV Soc (1,627, $p < 0,05$), permitindo, portanto, validar a hipótese HB_{3a}. Deste modo, podemos sugerir que são, em particular, as empresas que operam nos mercados internacionais as que mais divulgam informação relativa ao governo das sociedades. Por outro lado, à semelhança de Eng e Mak (2003) constatamos uma relação estatisticamente significativa e negativa (- 5,705, $p < 0,001$), entre a variável explicativa ENDIV e a variável ID_GOV Soc, permitindo, portanto, validar a hipótese HB_{3b}.

Os resultados obtidos estão de acordo com os resultados da matriz de correlações de *Spearman*, onde já se havia concluído pela existência de uma associação positiva entre as variáveis PROP_IQE, TAMC(log), INDCA e INT e a variável ID_GOV Soc e pela existência de uma associação negativa entre as variáveis CONCP_Q e ENDIV.

Depois de incorporarmos, no modelo 5, as variáveis explicativas INT e ENDIV, e retirarmos a variável explicativa CAUD, verificamos que a variável explicativa BIG4 diminui a sua significância estatística, passando de 1% para 5%. O R^2 de *Cox e Snell* mostra que as alterações efetuadas aumentam, ainda que ligeiramente, o poder explicativo do modelo de 72,5% para 78,3%. Isto sugere que as variáveis introduzidas INT e ENDIV

são tão ou mais importantes na explicação da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades do que a variável BIG4. As restantes variáveis explicativas mantêm-se constantes.

Por último, as variáveis dicotómicas de controlo do ano revelam-se estatisticamente significativas e positivas, com exceção de 2006, ano em que não se verifica grande evolução no nível de divulgação de informação global (ID_GOVSoc). Elas confirmam os resultados da análise descritiva, evidenciando o aumento do nível de divulgação de informação comparativamente ao ano de controlo (2005) e, mais significativamente, a partir de 2007.

Também se assumem estatisticamente significativas as variáveis: IND1 relativa a empresas do petróleo e gás (estatisticamente significativa com 1% no modelo 2) e IND4 relativa a empresas de bens de consumo (estatisticamente significativa com 5% no modelo 3 e 5% no modelo 4). A significância destas variáveis demonstra que existem alguns efeitos da indústria na divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Como referem Collett e Hrasky (2005), as empresas que pertencem a setores politicamente mais visíveis têm mais incentivos para divulgar informação e, assim, reduzir os custos políticos.

6.4.3.2 Relação entre a variável dependente ID_InfV e as variáveis independentes

Num segundo momento, utilizando o índice ID_InfV como variável dependente, simulámos vários modelos de regressão logística ordinal, para a totalidade das empresas em análise.

As regressões que melhor se ajustam aos dados no período 2005-2011 são apresentadas no quadro 6.35.

Quadro 6.35 – Resultados das regressões ordinais Logit para ID_InfV

	(2)	(3)	(4)	(5)
CONCP_Q	-2,248(*)		-2,438(*)	-4,466(**)
Sig.	(0,008)		(0,041)	(0,001)
PROP_MCA	-0,012(*)		0,005	0,016(*)
Sig.	(0,010)		(0,398)	(0,021)
PROP_IQE	3,936(**)		5,029(**)	8,613(**)
Sig.	(0,000)		(0,001)	(0,000)
TAMC (log)		5,861(**)	6,878(**)	7,887(**)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,000)
INDCA		0,394	0,422	1,263(*)
Sig.		(0,491)	(0,463)	(0,032)
PRECEO		-0,687(*)	-0,703(*)	-0,797(*)
Sig.		(0,043)	(0,041)	(0,040)
GENF		-4,959(*)	-8,151(**)	-10,556(**)
Sig.		(0,013)	(0,000)	(0,000)
OPC		0,243	0,657	0,371
Sig.		(0,592)	(0,160)	(0,490)
CAUD		2,231(**)	1,660(**)	
Sig.		(0,000)	(0,000)	
BIG4		1,326(**)	1,219(**)	1,024(*)
Sig.		(0,000)	(0,001)	(0,011)
INT				1,989(*)
Sig.				(0,002)
ENDIV				-7,448(**)
Sig.				(0,000)
IDADE		-1,112(*)		
ANO 4	1,190(*)		1,392(*)	2,125(**)
ANO 5	1,603(**)	1,599(*)	1,983(**)	2,755(**)
ANO 6	1,903(**)	1,957(**)	2,362(**)	3,044(**)
ANO 7	2,203(**)	2,708(**)	3,069(**)	3,983(**)
IND1	3,089(*)			
IND2				-1,504(*)
IND4		1,150(*)		
IND7	1,779(*)			
IND9			-2,600(**)	-4,226(**)
χ^2	80,533	243,521	259,027	289,620
χ^2 (p-value)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Pseudo R ² Cox e Snell	0,264	0,604	0,627	0,668
Overall prediction accur.	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
N.º de Observações	263	263	263	263

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Onde:

$$\text{Modelo 2: ID_InfV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 3: ID_InfV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{TAMC(Log)}_i + \beta_2\text{INDCA}_i + \beta_3\text{PRECEO}_i + \beta_4\text{GENF}_i + \beta_5\text{OPC}_i + \beta_6\text{CAUD}_i + \beta_7\text{BIG4}_i + \varepsilon_i$$

Modelo 4: $ID_InfV_i = \beta_0 + \beta_1 CONCP_Q_i + \beta_2 PROP_IQE_i + \beta_3 PROP_MCA_i + \beta_4 TAMC(Log)_i + \beta_5 INDCA_i + \beta_6 PRECEO_i + \beta_7 GENF_i + \beta_8 OPC_i + \beta_9 CAUD_i + \beta_{10} BIG4_i + \varepsilon_i$

Modelo 5: $ID_InfV_i = \beta_0 + \beta_1 CONCP_Q_i + \beta_2 PROP_IQE_i + \beta_3 PROP_MCA_i + \beta_4 TAMC(Log)_i + \beta_5 INDCA_i + \beta_6 PRECEO_i + \beta_7 GENF_i + \beta_8 OPC_i + \beta_9 CAUD_i + \beta_{10} BIG4_i + \beta_{11} INT_i + \beta_{11} ENDIV_i + \varepsilon_i$

Conforme se verifica, pela análise do quadro anterior, a variável PROP_IQE apresenta uma correlação positiva contra a variável ID_InfV, nos modelos 2, 4 e 5, com significância estatística de 1%. Além disso, nos modelos 2 a 5 estimados, as variáveis CONCP_Q, GENF e CAUD melhoram a sua significância estatística (de 5% para 1%) na explicação da variável dependente ID_InfV. Estes resultados justificam-se pelo facto de, nos modelos agora apresentados, considerarmos a informação considerada meramente voluntária, levando-nos a concluir que estas variáveis contribuem para a distinção entre as empresas que mais informação divulgam e as empresas que menos informação divulgam. Deste modo, podemos concluir que são as empresas cujo capital é detido por investidores qualificados estrangeiros e que possuem uma comissão de auditoria, as que mais divulgam informação voluntária relativa ao governo das sociedades. O sinal positivo dos dois coeficientes estimados permite validar as hipóteses HB_{1c} e HB_{2f}. Por outro lado, também se pode concluir que, são as empresas de maior concentração acionista (pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital social) e com maior participação feminina no conselho de administração, as que menos divulgam informação voluntária sobre o governo das sociedades. O sinal negativo dos dois coeficientes estimados permite validar a hipótese HB_{1a}, contudo, o mesmo já não se verifica com a hipótese HB_{2d}.

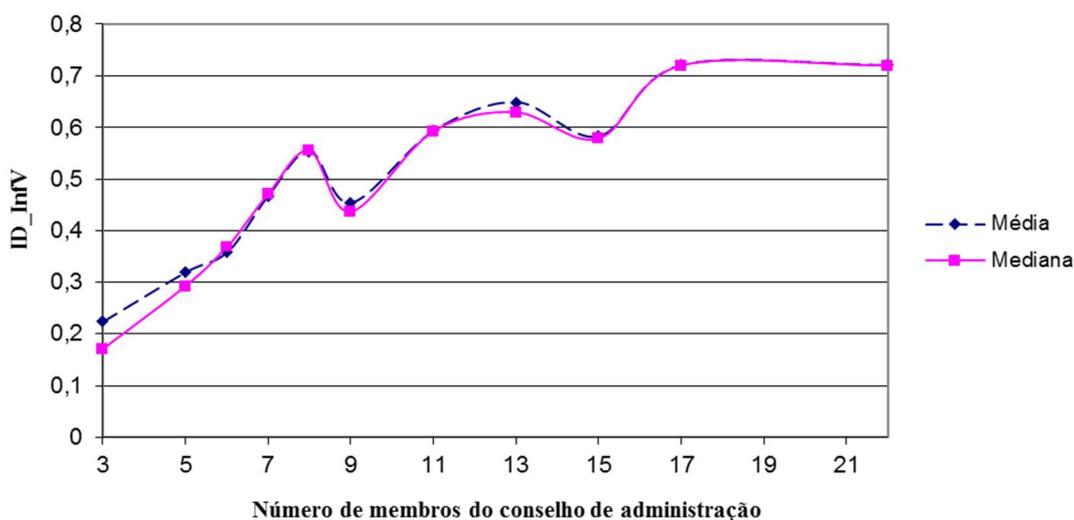
Uma vez mais, a variável PROP_MCA, mostrou-se quer negativa quer positivamente correlacionada com o ID_InfV, de acordo com o modelo estimado – modelo 2 ou 5, no nível de significância de 5%. No entanto, a divergência entre o sinal esperado e o obtido no modelo 2, para a variável PROP_MCA, não se veio a confirmar no modelo 5 estimado (ainda mais aperfeiçoado, com um grau de eficiência de 66,8%, contra os 26,4% do modelo 2 estimado, como revela o indicador *Pseudo R2 Cox e Snell*), o que nos permite confirmar a hipótese HB_{1b}.

Contrariando a hipótese de que os conselhos de administração independentes tendem a divulgar mais informação de forma voluntária, a variável de independência do conselho

(INDCA) não se apresenta como variável explicativa do ID_InfV, nos modelos 3 e 4. A variável INDCA mostra-se, no entanto, positivamente correlacionada com a divulgação voluntária de informação relativa ao governo das sociedades, no modelo 5 estimado, com significância estatística de 5%, como se pode observar no quadro 6.35 (de referir que este modelo apresenta um grau de eficiência de 66,8%, superior ao verificado pelos anteriores modelos). Como referimos anteriormente (pág. 207), a variável CAUD mostrou-se fortemente correlacionada com a variável INDCA, pelo que as alterações encontradas entre os três modelos pode advir da existência de correlações entre estas, o que pode condicionar a leitura dos resultados. Os resultados obtidos no modelo 5 permitem validar a hipótese HB_{2b}.

Uma vez mais, se verifica uma associação positiva entre a divulgação de informação e o tamanho do conselho de administração, o tipo de empresa de auditoria e o grau de internacionalização das empresas, no nível de significância estatística de 1%, 1% e 5%, respetivamente, e uma associação negativa contra a variável Presidente do Conselho de Administração e CEO e a variável ENDIV, no nível de significância de 5% e de 1% respetivamente. Verifica-se, também, que se mantém o resultado encontrado para a variável explicativa OPC, não sendo ainda possível validar a hipótese HB_{2e}.

Gráfico 6.2 – Relação entre as variáveis: TAMC e ID_InfV



Também testamos a existência de uma relação quadrática entre o tamanho do conselho de administração e o índice de divulgação voluntário (ID_InfV). Os resultados obtidos não evidenciam qualquer associação estatisticamente significativa entre as variáveis. O gráfico 6.2, construído para visualizar a relação quadrática entre o TAMC e o índice de divulgação voluntária, indicou que a divulgação de informação voluntária tende a aumentar (de forma não constante) à medida que aumenta o tamanho do conselho de administração, contrariando a hipótese, subjacente à variável quadrática, de que seria possível obter uma relação em forma de U invertido entre as variáveis.

Por último, as variáveis de controlo do ano revelam-se estatisticamente significativas e positivas, com exceção de 2006 e 2007, anos em que não se verifica grande evolução no nível de divulgação de informação voluntária (ID_InfV). Estes resultados confirmam os resultados da análise descritiva, evidenciando o aumento do nível de divulgação de informação comparativamente com o ano de controlo (2005) e, em particular, a partir de 2008.

As variáveis de controlo: IND1, IND 4 e IND7 relativas a empresas dos setores do petróleo e gás, de bens de consumo e de serviços públicos, respetivamente, evidenciam uma correlação positiva. Em sentido inverso, as empresas dos setores de materiais básicos (IND2) e tecnologias (IND9) revelam uma correlação negativa com o nível de divulgação voluntária. A justificação poderá estar mais uma vez relacionada com o facto de as empresas pertencentes a setores politicamente mais visíveis terem mais incentivos para divulgar informação e, assim, reduzir os custos políticos. E o inverso também é verdade.

6.4.3.3 Relação entre a variável dependente ID_InfNV e as variáveis independentes

Por último, utilizando o índice ID_InfNV como variável dependente, voltamos a simular vários modelos de regressão logística ordinal, para a totalidade das empresas em análise. As regressões que melhor se ajustam aos dados no período 2005-2011, para esta variável, são apresentadas no quadro 6.36.

Quadro 6.36 – Resultados das regressões ordinais Logit para ID_InfNV

	(2)	(3)	(4)	(5)
CONCP_Q	-3,143(**)		-2,546(*)	-2,658(*)
Sig.	(0,001)		(0,030)	(0,026)
PROP_MCA	-0,005		0,006	0,008
Sig.	(0,338)		(0,358)	(0,235)
PROP_IQE	2,721(*)		3,521(*)	4,658(*)
Sig.	(0,019)		(0,022)	(0,004)
TAMC (log)		6,608(**)	7,405(**)	7,135(**)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,000)
INDCA		1,110	0,746	0,617
Sig.		(0,076)	(0,222)	(0,348)
PRECEO		-0,750(*)	-1,047(*)	-1,107(*)
Sig.		(0,022)	(0,005)	(0,005)
GENF		-1,775	-2,300	-2,584
Sig.		(0,360)	(0,249)	(0,203)
OPC		0,278	0,124	0,389
Sig.		(0,592)	(0,800)	(0,443)
CAUD		0,160	-0,403	0,193
Sig.		(0,745)	(0,359)	(0,703)
BIG4		1,315(**)	1,792(**)	1,643(**)
Sig.		(0,001)	(0,000)	(0,000)
INT				0,638
Sig.				(0,331)
ENDIV				-2,758(*)
Sig.				(0,006)
ANO 3	1,091(*)	1,514(*)	1,515(*)	1,556(*)
ANO 4	2,768(**)	3,497(**)	3,663(**)	3,965(**)
ANO 5	3,455(**)	4,079(**)	4,266(**)	4,611(**)
ANO 6	4,667(**)	5,647(**)	5,866(**)	6,243(**)
ANO 7	5,065(**)	6,364(**)	6,483(**)	6,852(**)
IND2		-1,419(*)	-2,203(**)	-2,889(**)
IND4		1,664(*)		
IND5	1,110(**)	0,871(*)		
IND7	2,991(**)			
χ^2	176,321	289,134	290,367	300,487
χ^2 (p-value)	<0,001	<0,001	<0,001	<0,001
Pseudo R ² Cox e Snell	0,489	0,667	0,668	0,681
Overall prediction accur.	66,7%	66,7%	66,7%	66,7%
N.º de Observações	263	263	263	263

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Onde:

$$\text{Modelo 2: ID_InfNV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 3: ID_InfNV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{TAMC(Log)}_i + \beta_2\text{INDCA}_i + \beta_3\text{PRECEO}_i + \beta_4\text{GENF}_i + \beta_5\text{OPC}_i + \beta_6\text{CAUD}_i + \beta_7\text{BIG4}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 4: ID_InfNV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \beta_4\text{TAMC(Log)}_i + \beta_5\text{INDCA}_i + \beta_6\text{PRECEO}_i + \beta_7\text{GENF}_i + \beta_8\text{OPC}_i + \beta_9\text{CAUD}_i + \beta_{10}\text{BIG4}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 5: ID_InfNV}_i = \beta_0 + \beta_1\text{CONCP_Q}_i + \beta_2\text{PROP_IQE}_i + \beta_3\text{PROP_MCA}_i + \beta_4\text{TAMC(Log)}_i + \beta_5\text{INDCA}_i + \beta_6\text{PRECEO}_i + \beta_7\text{GENF}_i + \beta_8\text{OPC}_i + \beta_9\text{CAUD}_i + \beta_{10}\text{BIG4}_i + \beta_{11}\text{INT}_i + \beta_{11}\text{ENDIV}_i + \varepsilon_i$$

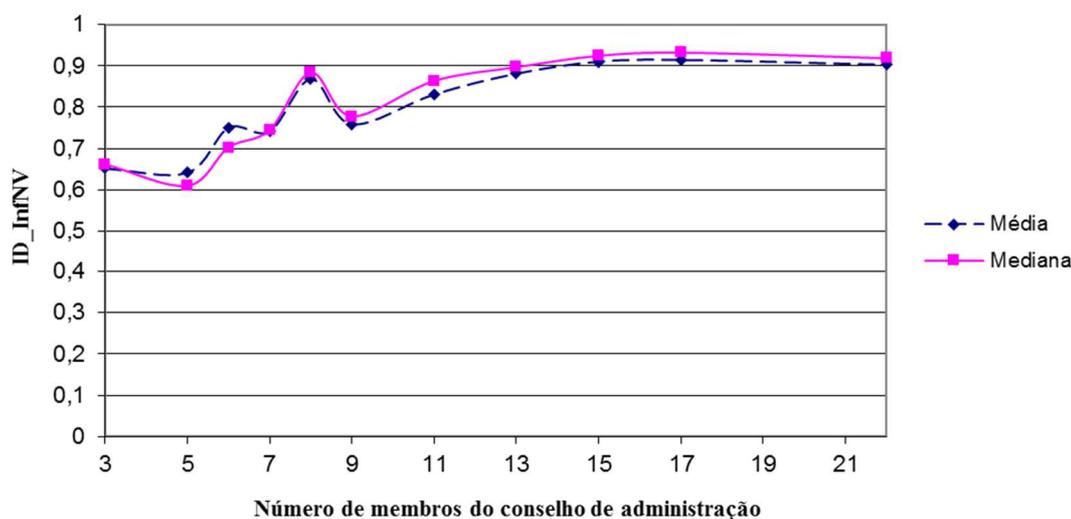
Conforme se verifica, pela análise do quadro 6.36, nos modelos 2 a 5 estimados, as variáveis PROP_MCA, INDCA, GENF, OPC, CAUD e INT deixam de se apresentar como variáveis explicativas da variável dependente ID_InfNV. No modelo 5 estimado, utilizando o índice ID_InfNV como variável dependente, mantivemos a variável explicativa CAUD, por os resultados se manterem inalteráveis (o *Pseudo R² de Cox e Snell* é indiferente à sua inclusão). Os resultados obtidos não nos permitem validar as hipóteses HB_{1b}, HB_{2b}, HB_{2d}, HB_{2e}, HB_{2f} e HB_{3a}, contra a variável dependente ID_InfNV. Os resultados encontrados são justificados pelo facto de, nos modelos agora apresentados, considerarmos a informação considerada não voluntária, ou seja, informação que é recomendada ou obrigatória, levando-nos a concluir que estas variáveis contribuem para a distinção entre as empresas que mais informação divulgam e as empresas que menos informação divulgam. De destacar, em particular, as variáveis GENF e CAUD, que como observado no quadro 6.35, se revelaram estatisticamente mais significativas, quando consideramos apenas o índice de divulgação de informação voluntária.

Deste modo, podemos, mais uma vez, concluir que são as empresas nas quais a presença de investidores qualificados estrangeiros é mais significativa, as que mais divulgam informação não voluntária relativa ao governo das sociedades.

Ainda e pela terceira vez, verificamos uma associação positiva entre a divulgação de informação recomendada ou obrigatória e o tamanho do conselho de administração e o tipo de empresa de auditoria, ambas no nível de significância estatística de 1%, e uma associação negativa contra a variável Presidente do Conselho de Administração e CEO, no nível de significância de 5%. Por outro lado, também se pode concluir que, as empresas de maior concentração acionista (pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital social) e com maior nível de endividamento divulgam menos informação recomendada ou obrigatória relativa ao governo das sociedades.

Testamos ainda a existência de uma relação quadrática entre o tamanho do conselho de administração e o índice de divulgação de informação não voluntário (ID_InfNV). Os resultados obtidos não evidenciam qualquer associação estatisticamente significativa entre as variáveis.

Gráfico 6.3 – Relação entre as variáveis: TAMC e ID_InfNV



O gráfico 6.3, construído para visualizar a relação quadrática entre o TAMC e o índice de divulgação não voluntária, indicou que a divulgação de informação não voluntária tende a aumentar à medida que aumenta o tamanho do conselho de administração. Os resultados contrariam a hipótese, subjacente à variável quadrática, de que seria possível obter uma relação em forma de U invertido entre as variáveis.

De novo, as variáveis de controlo do ano revelam-se estatisticamente significativas e positivas, com exceção do ano de 2006, ano em que não se verifica grande evolução no nível de divulgação de informação recomendada ou obrigatória (ID_InfNV). Por último, também se assumem estatisticamente significativas as variáveis do sector de indústria. De acordo com Watts e Zimmerman (1986), as empresas que operam no mesmo sector divulgam informações semelhantes no mercado, pois, caso contrário os investidores ficam na incerteza se se trata de “más notícias”. Neste cenário estão as empresas do setor de serviços de consumo (IND5), que inclui 24% das empresas analisadas (ver quadro 5.2). Da mesma forma, as empresas que são de setores politicamente mais visíveis têm maiores incentivos para divulgar informações (Collett e Hrasky, 2005). Incluem-se aqui as empresas dos setores de bens de consumo (IND4) e do setor de serviços públicos (IND7).

6.4.3.4 Análise comparativa entre os três índices de divulgação de informação

Os principais resultados obtidos com relação à significância estatística dos coeficientes, das variáveis dependentes ID_GOV Soc, ID_InfV e ID_InfNV, estão resumidos no quadro 6.37. Para efeitos desta análise comparativa consideramos os resultados do modelo 5 estimado, dado evidenciar uma capacidade de previsão bastante satisfatória, superior aos modelos 2 a 4 (repare-se que globalmente o *Pseudo R² de Cox e Snell* é superior).

Quadro 6.37 – Resumo dos resultados obtidos para as três variáveis dependentes (modelo 5)

	Sinal esperado	ID_GOV Soc	ID_InfV	ID_InfNV
CONCP_Q	+/-	-3,983(*)	-4,466(**)	-2,658(*)
Sig.		(0,003)	(0,001)	(0,026)
PROP_MCA	+/-	0,016(*)	0,016(*)	0,008
Sig.		(0,049)	(0,021)	(0,235)
PROP_IQE	+	4,460(*)	8,613(**)	4,658(*)
Sig.		(0,020)	(0,000)	(0,004)
TAMC (log)	+	10,159(**)	7,887(**)	7,135(**)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,000)
INDCA	+/-	1,534(*)	1,263(*)	0,617
Sig.		(0,026)	(0,032)	(0,348)
PRECEO	-	-1,493(**)	-0,797(*)	-1,107(*)
Sig.		(0,001)	(0,040)	(0,005)
GENF	+	-5,176(*)	-10,556(**)	-2,584
Sig.		(0,034)	(0,000)	(0,203)
OPC	+	0,438	0,371	0,389
Sig.		(0,454)	(0,490)	(0,443)
CAUD	+/-			0,193
Sig.				(0,703)
BIG4	+	1,024(*)	1,024(*)	1,643(**)
Sig.		(0,019)	(0,011)	(0,000)
INT	+	1,627(*)	1,989(*)	0,638
Sig.		(0,026)	(0,002)	(0,331)
ENDIV	+/-	-5,705(**)	-7,448(**)	-2,758(*)
Sig.		(0,000)	(0,000)	(0,006)
ANO 3	+	1,823(**)		1,556(*)
ANO 4	+	4,263(**)	2,125(**)	3,965(**)
ANO 5	+	5,170(**)	2,755(**)	4,611(**)
ANO 6	+	6,654(**)	3,044(**)	6,243(**)
ANO 7	+	6,691(**)	3,983(**)	6,852(**)
IND2	+/-		-1,504(*)	-2,889(**)
IND9	+/-		-4,226(**)	

χ^2	347,061	289,620	300,487
χ^2 (p-value)	<0,001	<0,001	<0,001
Pseudo R ² Cox e Snell	0,783	0,668	0,681
Overall prediction accur.	66,7%	66,7%	66,7%
N.º de Observações	263	263	263

* Correlation is significant at the 0,05 level (2-tailed). ** Correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed).

Como se pode verificar, é possível confirmar a significância estatística de nove variáveis explicativas anteriormente identificadas, a referir: CONCP_Q, PROP_MCA, PROP_IQE, TAMC(log), INDCA, PRECEO, BIG 4, INT e ENDIV, todas elas convergentes com o sinal esperado. Adicionalmente, a variável GENF tem, também, significância estatística, não coincidente com o previsto. Quanto à variável CAUD, que se apresentava estatisticamente significativa nos modelos 2 e 4, deixou de confirmar tal resultado no modelo 5 estimado, do qual foi excluída (com exceção da análise contra a variável ID_InfNV), dada a forte correlação apresentada contra a variável INDCA.

Por conseguinte, estes resultados sugerem que as empresas (a) com menor grau de concentração acionista, (b) com mais acionistas pertencentes ao órgão de administração, (c) com maior percentagem de acionistas qualificados estrangeiros, (d) com conselhos de administração maiores, (e) com maior percentagem de administradores independentes, (f) em que existe a separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO, (g) auditadas por uma *Big 4*, ou (h) com maior nível de internacionalização, são mais divulgadoras de informação relativa ao governo das sociedades (perante o ID_GOV Soc). O nível de relevância, medido pelo *Pseudo R² de Cox e Snell*, situa-se nos 78,3% para o ID_GOV Soc, nos 66,8% para o ID_InfV e nos 68,1% para o ID_InfNV, comprovando globalmente a validade dos modelos.

Em seguida, expõem-se as principais conclusões obtidas na sequência da análise desenvolvida. Em primeiro lugar, encontramos uma relação significativa entre a concentração da propriedade (pelos acionistas com participações qualificadas, superiores a 2% do capital social) e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades, no sentido previsto na hipótese HB_{1a} da pesquisa, sugerindo que as empresas com maior concentração acionista divulgam, em média, menos informação relativa ao governo das sociedades. Esta variável apresenta uma correlação negativa significativa no nível de 1%

contra a variável ID_InfV, e significativa no nível de 5% contra as variáveis ID_GOV Soc e ID_InfNV. Refira-se, portanto, que os resultados são válidos quer quando considerado o índice global, quer quando o índice é separado entre informação voluntária e informação recomendada ou obrigatória, o que fortalece as conclusões retiradas. A associação negativa observada corrobora a teoria dos *stakeholders*, que sugere que a concentração accionista pode comprometer os seus interesses dos diversos *stakeholders*. Este problema é mais evidente nos países como Portugal, caracterizados por sistemas de proteção aos acionistas menos eficientes. Isto explica a relação negativa entre a concentração da propriedade e a divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Além disso, a ausência de mecanismos externos de governo das sociedades, como um mercado de controlo societário, incentiva os gestores a pautarem o seu trabalho apenas no interesse dos accionistas (Allegrini e Greco, 2013). Os resultados encontrados são consistentes com o estudo de Oliveira *et al.* (2006), que analisa a divulgação de informação sobre capital intelectual pelas empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* no ano de 2003. Outros estudos realizados no contexto português não evidenciam qualquer relação estatisticamente significativa entre a divulgação de informação e a concentração da propriedade (Ferreira, 2008; Lemos *et al.*, 2009; Lemos, 2011; Oliveira *et al.*, 2013 e Silva, 2013). No contexto internacional, os resultados obtidos permitem corroborar os estudos de, por exemplo, Arcay e Vázquez (2005) realizado para uma amostra de empresas espanholas, Bauwhede e Willekens (2008), para uma amostra de empresas europeias, Chakroun e Matoussi (2012), para uma amostra de empresas tunisinas, e Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), para uma amostra de empresas pertencentes a economias latino-americanas: Espanha e México.

No que respeita à percentagem de ações detidas pelos membros do conselho de administração, o coeficiente da variável PROP_MCA é positivo e estatisticamente significativo, no nível de 5% contra as variáveis ID_GOV Soc e ID_InfV, e não significativo contra a variável ID_InfNV. Estes resultados permitem-nos validar a hipótese HB_{1b} para os dois primeiros índices e sugerir que os interesses dos administradores estão devidamente alinhados com os interesses dos restantes accionistas, como sugere a teoria do *stewardship*. Em Portugal, onde as estruturas de propriedade familiar são comuns, os incentivos para melhorar as práticas de governo das sociedades

são maiores, tendo em conta que as famílias contribuem para a melhoria da posição competitiva das suas empresas. Além disso, permitem constatar que os acionistas pertencentes ao órgão de administração são mais sensíveis à divulgação de informação voluntária do que à divulgação de informação recomendada ou obrigatória. Os potenciais benefícios da divulgação voluntária de informação, para os acionistas e as próprias empresas, estão associados com: a melhoria das relações e o aumento da credibilidade com investidores, o menor perigo de litigação decorrente da divulgação inadequada de informação, o menor custo médio do capital, o acesso a mercados mais líquidos e com menores variações de preço entre transações (FASB, 2001). Os resultados encontrados são consistentes com o estudo de Silva (2013), que analisa os fatores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, para os anos de 2007 a 2009. Outros estudos realizados no contexto português não evidenciam qualquer relação estatisticamente significativa entre a divulgação de informação e a posse de ações pelos membros do conselho de administração (Lemos *et al.*, 2009; Oliveira *et al.*, 2013). O presente estudo veio confirmar uma relação positiva entre a divulgação de informação e a percentagem de ações detidas pelos administradores, mostrando-se concordante, para a realidade portuguesa, com os resultados de Li e Qi (2008), Chakroun e Matoussi (2012), Barros *et al.* (2013) e Hunziker (2014). Esta relação pode ser justificada pelo fato de os administradores executivos, conhecedores do negócio, divulgarem informações voluntariamente com o intuito de mostrar aos restantes acionistas que não tomam decisões com o intuito de maximizar a sua utilidade pessoal.

A terceira hipótese deste estudo sugeria que as empresas com maior percentagem de acionistas qualificados estrangeiros teriam maior estímulo em divulgar informação relativa ao governo das sociedades, de forma a reduzir os potenciais riscos que lhe estão associados, como: riscos políticos, proteção legal inadequada e potencial assimetria de informação intrínseca às diferenças geográficas. A variável PROP_IQE revelou ser positiva e estatisticamente significativa contra os três índices de divulgação relativa ao governo das sociedades, pelo que a hipótese HB_{1c} se considera validada. Além disso, permitem constatar que os acionistas qualificados estrangeiros são mais sensíveis à divulgação de informação voluntária (no nível de 1%) do que à divulgação de informação

recomendada ou obrigatória (no nível de 5%). Os resultados obtidos sugerem que a existência de acionistas qualificados estrangeiros nas empresas incentiva os gestores a divulgarem mais informação, reduzindo os conflitos de agência e a assimetria de informações decorrente da distância física entre os acionistas e a empresa. Estes resultados são consistentes com o estudo efetuado por Haniffa e Cooke (2002), no qual se conclui igualmente pela existência de correlação estatisticamente significativa e positiva entre a percentagem de acionistas estrangeiros e a extensão da divulgação voluntária das empresas não financeiras cotadas na Bolsa de Valores de Kuala Lumpur. Barako (2007), Mangena e Tauringana (2007), Xiao e Yuan (2007), Wang *et al.* (2008), também concluem pela existência de significância estatística da variável percentagem de acionistas estrangeiros. Mais recentemente, os estudos de Ho e Tower (2011), que analisam uma amostra de empresas cotadas da Malásia e de Alhazimeh *et al.* (2014), que analisam a divulgação de informação voluntária de uma amostra de empresas cotadas na Bolsa de valores de Amman (Jordânia) entre 2002 e 2011 e, também confirmam aqueles resultados.

A variável TAMC(log) foi a variável explicativa que apresentou os resultados mais importantes da pesquisa, para o conjunto dos índices. Esta variável apresenta uma correlação positiva significativa no nível de 1% contra as variáveis ID_GOV Soc, ID_InfV e ID_InfNV. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos, apresentando uma forte evidência de que as empresas com conselhos de administração maiores divulgam mais informação relativa ao governo das sociedades. Como resultado, podemos validar a hipótese HB_{2a}. Os resultados alcançados confirmam o postulado pela teoria da agência, de que o tamanho do conselho de administração promove a divulgação de informação por parte das empresas. A divulgação de informação é vista como mecanismo de monitorização dos gestores capaz de impor maior transparência e compreensibilidade da informação divulgada para o exterior. Os resultados encontrados são consistentes com o estudo de Lemos (2011), que analisa a divulgação de informação sobre instrumentos derivados das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, no período entre 2003 e 2009. Os estudos recentes de Akhtaruddin *et al.* (2009), Alves *et al.* (2012), Chakroun e Matoussi (2012), Birt (2012), Samaha *et al.* (2012), Turrent e Rodríguez-Ariza (2012), Allegrini e Greco (2013), Elshandidy e Neri (2013),

Ghasempour e Mdyusof (2014), Mallin e Ow-Yong (2013), Handajani *et al.* (2014) e Rodríguez-Ariza *et al.* (2014) - para uma amostra de 690 empresas cotadas pertencentes a 10 países europeus, no período de 2004 a 2009, entre outros, também revelam uma relação positiva entre o nível de divulgação de informação e o tamanho do conselho de administração.

Tendo em vista os argumentos de eficiência, flexibilidade, comunicação e coordenação, sugeridos por Yermack (1996), testamos ainda a existência de uma faixa ótima de cinco a nove membros para o tamanho do conselho de administração, que seria comprovado pela presença de um coeficiente quadrático ($TAMC(\log)^2$) negativo. A hipótese subjacente à variável quadrática considerava que seria possível obter uma relação em forma de U invertido, entre o tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação. No entanto, os resultados obtidos por este estudo apontaram para a inexistência de qualquer tipo de relação quadrática entre o tamanho do conselho de administração e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Esta ausência de relação manteve-se independentemente da variável dependente utilizada (ID_GOVSOc, ID_InfV e ID_InfNV) e da simulação de vários modelos de regressão logística ordinal, com diversas combinações possíveis de variáveis de controlo. Os gráficos 6.1 a 6.3, que analisam a relação quadrática entre o TAMC e os três índices de divulgação (ID_GOVSOc, ID_InfV e ID_InfNV) também não evidenciam uma relação em forma de U-invertido entre as variáveis. Pelo contrário, podemos constatar que, as empresas portuguesas com conselhos de administração maiores divulgam mais informação relativa ao governo das sociedades (o aumento não é sempre constante), como sugerem os resultados observados nos modelos estimados para a variável TAMC(log) (quadro 6.37).

Outra hipótese deste estudo está relacionada com a independência do conselho de administração, sendo expectável que as empresas com maior percentagem de membros independentes no conselho de administração divulgassem mais informação relativa ao governo das sociedades, para sinalizarem ao mercado o distanciamento dos interesses quer da empresa quer dos administradores. O coeficiente da variável INDCA é positivo e estatisticamente significativo, no nível de 5% contra as variáveis ID_GOVSOc e ID_InfV,

e não significativo contra a variável ID_InfNV, pelo que a hipótese HB_{2b} apenas se considerada validada para os dois primeiros índices. Estes resultados vão ao encontro dos estudos realizados por Arcay e Vázquez (2005), Cheng e Courtenay (2006), Cerbionni e Parbonnetti (2007), Yuen *et al.* (2009), Lemos (2011), Chakroun e Matoussi (2012), Mallin e Ow-Yong (2012), Samaha *et al.* (2012), Barros *et al.* (2013), Oliveira *et al.* (2013), Alhazaimh *et al.* (2014) e Jouirou e Chenguel (2014), entre outros, contribuindo empiricamente para legitimar as teorias da agência e dos *stakeholders*.

A variável liderança unitária (PRECEO) apresenta significância estatística para o conjunto dos índices de divulgação. As variáveis apresentam uma relação negativa, com nível de significância de 1% e 5%, pelo que a hipótese HB_{2c} se considera validada. Os resultados mostraram-se consistentes em todas as regressões realizadas, apresentando uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO divulgaram, em média, mais informação relativa ao governo das sociedades. A hipótese formulada é suportada pela teoria da agência, que sugere que a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e CEO melhora a qualidade da função de supervisão dos administradores de topo, e consequentemente contribui para o aumento da divulgação de informação. Os resultados encontrados corroboram o preconizado pela teoria da agência. O pressuposto da teoria do *stewardship*, contrário à teoria da agência, de integração das funções de Presidente do conselho de administração e de CEO, não é confirmado pelas empresas cotadas portuguesas analisadas neste estudo. Os resultados alcançados são consistentes com o obtido no estudo de Samaha *et al.* (2012), no qual se conclui igualmente pela existência de uma correlação negativa e estatisticamente significativa entre a liderança unitária e a divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Outros estudos realizados sobre divulgação de informação, de âmbito mais abrangente, também concluem pela significância estatística negativa da variável liderança unitária (Gul e Leung, 2004; Cheung *et al.*, 2010; Akhtaruddin e Rouf, 2012; Allegrini e Greco, 2013; Soliman *et al.*, 2014).

A variável GENF, com sinal contrário à hipótese formulada, apenas se mostra significativamente preditiva da divulgação de informação global e voluntária, com 5% e 1% de significância, não nos permitindo validar a hipótese HB_{2d}. O resultado deste estudo

revela que a participação das mulheres no conselho de administração, para a realidade portuguesa, não tem impacto positivo na melhoria da divulgação de informação voluntária relativa ao governo das sociedades, em particular, contrariando o postulado pelas teorias da agência, legitimidade e do *stewardship*. Este resultado vai de encontro ao estudo de Tavares (2012) que também constata que a presença feminina nos conselhos de administração das empresas cotadas portuguesas está correlacionada com o incumprimento das recomendações de Governo das Sociedades em Portugal. Handajani *et al.* (2014), obtém resultados semelhantes ao analisarem uma amostra de empresas públicas cotadas na Bolsa de Valores da Indonésia, durante o período de 2010 a 2012. Os autores evidenciam que a presença feminina nos conselhos de administração se mostra negativamente relacionada com a divulgação de informação sobre responsabilidade social. O resultado obtido para a variável GENF pode sugerir que o número reduzido de mulheres com assento nos conselhos de administração (em média, menos de 1 pessoa) não permite maximizar o bem-estar dos *stakeholders* e encorajar a divulgação de informação relativa às melhores práticas de governo das sociedades (Handajani *et al.*, 2014). Esse argumento é consistente com Fernandes-Feijoo *et al.* (2012) que constatam que as empresas cujos conselhos de administração são compostos por pelo menos três mulheres são determinantes para a divulgação de informação sobre responsabilidade social. Estes resultados somam-se a alguma indeterminação existente na literatura. Com efeito, outros estudos realizados em países estrangeiros (Oba *et al.*, 2013; Sartawi *et al.*, 2014), que também definem a variável GENF como a percentagem de mulheres que são membros do conselho de administração, não evidenciam qualquer relação estatisticamente significativa com a divulgação de informação.

Outra variável observada neste estudo prendeu-se com a atribuição de planos de ações aos membros do conselho de administração (OPC). Basicamente, os resultados obtidos apontam para a inexistência de qualquer tipo de relação entre aquela variável e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Esta ausência de relação mantém-se independentemente da variável dependente utilizada (ID_GOVsoc, ID_InfV e ID_InfNV) e da simulação de vários modelos de regressão logística ordinal, com diversas combinações de variáveis independentes, pelo que não foi possível validar a hipótese HB_{2c}. A hipótese subjacente a esta variável considerava que seria possível

incentivar os administradores a aumentar os níveis de divulgação de informação, nomeadamente informação relativa ao governo das sociedades, e assim, reduzir as assimetrias de informação existentes, através da atribuição de planos de incentivos baseados em ações. Conclui-se que os resultados não sustentam a teoria da agência, que sugere que a atribuição de atribuição de ações aos administradores contribui para o alinhamento de interesses entre accionistas e gestores. Também não corroboram a teoria da sinalização, já que os incentivos com base em ações sinalizam a qualidade das empresas. Assim, as empresas de maior qualidade são mais propensas a divulgar mais informações. Contrariam ainda os resultados do estudo elaborado por Lemos (2011), para a realidade portuguesa, que confirmou a hipótese sugerida neste estudo, isto é, de a atribuição de planos de incentivos baseados em ações influenciaria positivamente a divulgação de informação sobre instrumentos derivados.

Os resultados obtidos apontam para a ausência de relação entre a existência de comissão de auditoria (CAUD) e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades, pelo que desta forma se rejeita a hipótese HB_{2f} . as evidências empíricas não permitem sustentar a teoria da agência que sugere que a presença de uma comissão de auditoria no conselho de administração melhora o prestígio da informação financeira e contribui para a redução dos problemas de agência. Os resultados obtidos são consistentes com o estudo de Nurunnabi *et al.* (2011), que analisam a divulgação de informação de uma amostra de noventa empresas cotadas no Bangladesh entre 2008 e 2009. Importa enquadrar estes resultados na realidade das empresas analisadas. Os dados da nossa amostra indicam que, de acordo com a análise apresentada na secção 5.2.2, em 2005, apenas 20,60% das empresas possuem uma comissão de auditoria. Verificou-se um ligeiro acréscimo do número de comissões de auditoria no período em análise, tendo alcançado os 33,33% em 2011. Deste modo, a inexistência de uma relação estatisticamente significativa entre as duas variáveis poderá dever-se à percentagem, pouco expressiva, de empresas que possuem comissão de auditoria. Cumulativamente, poderemos justificar os resultados encontrados com base na alteração legislativa produzida pelo Decreto-Lei nº 76-A/2006, de 29 de Março, através do qual surge uma nova modalidade de estruturação dos órgãos de administração e de fiscalização: o modelo anglo-saxónico. Neste caso, constatamos que um total de 9 empresas não financeiras do modelo anglo-saxónico (ou seja, 69% do

total de empresas com comissão de auditoria), possuem as comissões previstas na legislação, e as restantes são do modelo latino, que criaram voluntariamente comissões desta natureza com o objetivo de reforçar o acompanhamento da empresa.

Para Oliveira *et al.* (2006) as maiores empresas de auditoria (Big4) desempenham, no contexto português, um papel importante na divulgação de informação sobre capital intelectual. Com efeito, a amostra utilizada neste estudo revela que as empresas auditadas pelas maiores empresas de auditoria apresentam, em média, um índice de divulgação de informação relativa ao governo das sociedades igual a 58,4% em 2005, e que atinge os 78,6% em 2011. Também encontramos uma relação significativa entre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades e as empresas serem auditadas por uma das Big4, no sentido previsto na hipótese HB_{2g} da pesquisa, sugerindo que as empresas auditadas por uma Big4 divulgam, em média, mais informação relativa ao governo das sociedades. Esta variável apresenta uma correlação positiva significativa no nível de 1% contra a variável ID_InfNV, e significativa no nível de 5% contra as variáveis ID_GOV Soc e ID_InfV. Os resultados encontrados sustentam os postulados das teorias da agência e dos *stakeholders* de que as grandes empresas de auditoria podem influenciar o nível e a qualidade da divulgação de informação sobre o governo das sociedades (Barako *et al.* (2006). Também corroboram os resultados empíricos de estudos anteriores que sugerem que o nível de independência é maior nas grandes empresas de auditoria, comparativamente às mais pequenas, e têm maior capacidade para limitar o comportamento oportunista dos gestores, devido à sua experiência. Estes resultados são consistentes com os estudos de Guerreiro (2006), Lopes e Rodrigues (2007), Oliveira *et al.* (2006), Ferreira (2008), Lemos (2011) e Silva (2013), realizadas no contexto português. No contexto internacional, os resultados obtidos permitem corroborar os estudos mais recentes de, por exemplo, Barako (2007), Wang *et al.* (2008), Ntim *et al.*, 2012, Barros *et al.* (2013), Elshandidy e Neri (2013), Fathi (2013) e Jouirou e Chenguel (2014).

Por último, analisamos os resultados obtidos para as duas variáveis explicativas inseridas no estudo: o grau de internacionalização (INT) e o nível de endividamento (ENDIV) das empresas portuguesas. Relativamente ao grau de internacionalização das empresas, o coeficiente da variável INT é positivo e estatisticamente significativo, no nível de 5%

contra as variáveis ID_GOVsoc e ID_InfV, e não significativo contra a variável ID_InfNV. Estes resultados permitem-nos validar a hipótese HB_{3a} para os dois primeiros índices e afirmar que a participação nos mercados estrangeiros incentiva as empresas a aumentarem a informação divulgada. Além disso, permitem constatar que as empresas com maior grau de internacionalização são mais sensíveis à divulgação de informação voluntária, o mesmo não acontecendo relativamente à divulgação de informação recomendada ou obrigatória. As evidências empíricas sugerem que a decisão de divulgar informação tem como objetivo controlar os custos de agência (Costa *et al.*, 2013). Além disso, as empresas que operam no mercado global sofrem pressões para se adaptar às exigências do seu contexto organizacional. Os resultados encontrados são consistentes com os estudos de Guerreiro (2006). Outros estudos realizados no contexto português não evidenciam qualquer relação estatisticamente significativa entre a divulgação de informação e a o grau de internacionalização das empresas (Branco e Rodrigues, 2008); Oliveira *et al.*, 2006; Lopes e Rodrigues, 2007). O presente estudo veio confirmar uma relação positiva entre o grau de internacionalização das empresas e a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades, sobretudo informação voluntária, mostrando-se concordante, para a realidade portuguesa, com os resultados de Nalikka (2008), Webb *et al.* (2008) e Macagnam (2009).

Os resultados indicam ainda que o nível de endividamento é um fator distintivo do nível de divulgação. Os resultados mostraram-se consistentes em todas as regressões realizadas, apresentando uma forte evidência de que as empresas não financeiras com menor rácio de endividamento divulgam mais informação relativa ao governo das sociedades, comparativamente às empresas não financeiras com maior rácio de endividamento. Como se pode observar, através do quadro 6.37, o coeficiente de correlação estatística (com significância de 1%) é ainda mais significativo para o índice de divulgação voluntária (ID_InfV). Este resultado corrobora os estudos de Eng e Mak (2003) e Barros *et al.* (2013), que consideram que um elevado nível de endividamento atua como substituto da divulgação de informação voluntária, uma vez que permite atenuar o problema dos fluxos de caixa livres. Além disso, a presença de cláusulas restritivas nos contratos de dívida reduzem os custos de agência do endividamento sem ser necessário aumentar o nível de divulgação de informação nos relatórios e contas

(Jensen, 1993). Guerreiro (2006) e Oliveira *et al.* (2013), também evidenciam uma relação negativa entre o nível de endividamento das empresas e a divulgação de informação. Os autores justificam o coeficiente negativo obtido pela natureza das relações empresariais existentes entre bancos e empresas portuguesas. Sendo o endividamento bancário uma forma de financiamento privilegiada em Portugal, e tendo os bancos acesso à informação económica e financeira das empresas, a divulgação de informação adicional por parte das empresas através dos relatórios e contas assume menos importância.

Por fim, a análise das variáveis de controlo permite verificar que as variáveis de controlo do ano se revelam estatisticamente significativas e positivas, com exceção do ano de 2006 (e de 2007 apenas para o ID_InfNV), ano em que não se verifica grande evolução no nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades (como se pode constatar nos quadros 6.1 e 6.3). Por último, também se assumem estatisticamente significativas as variáveis do sector. O nível de divulgação voluntário mostra-se negativamente correlacionado com as empresas dos setores de materiais básicos (IND2) e tecnologias (IND9), enquanto o nível de divulgação recomendada ou obrigatória se revela negativamente relacionado com o setor de materiais básicos (IND2). A justificação poderá estar mais uma vez relacionada pelo facto de as empresas pertencentes a setores politicamente menos visíveis terem menos incentivos para divulgar informação.

Após a análise dos determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, é possível afirmar que os nossos resultados são consistentes com os postulados das teorias da agência, sinalização, *stakeholders*, *stewardship* e institucional, como se pode observar no quadro 6.38.

Quadro 6.38 – Quadro resumo dos resultados obtidos e das teorias confirmadas

HIPÓTESES	TEORIAS	VALIDAÇÃO		
		ID_GOV Soc	ID_InfV	ID_InfNV
HB _{1a})	Teorias da agência e dos <i>stakeholders</i>	Validada	Validada	Validada
HB _{1b})	Teorias da agência e do <i>stewardship</i>	Validada	Validada	Não validada
HB _{1c})	Teoria da agência	Validada	Validada	Validada
HB _{2a})	Teoria da Agência	Validada	Validada	Validada

Divulgação de Informação sobre o Governo das Sociedades em Portugal: Extensão e Determinantes

HB _{2b)}	Teorias da agência, dos <i>stakeholders</i> e da sinalização	Validada	Validada	Não validada
HB _{2c)}	Teoria da agência	Validada	Validada	Validada
HB _{2d)}	Teorias da agência, da legitimidade e do <i>stewardship</i>	Não Validada	Não Validada	Não validada
HB _{2e)}	Teorias da agência, dos <i>stakeholders</i> e da sinalização	Não Validada	Não Validada	Não validada
HB _{2f)}	Teoria da agência	Não Validada	Não Validada	Não validada
HB _{2g)}	Teorias da agência e dos <i>stakeholders</i>	Validada	Validada	Validada
HB _{3a)}	Teorias da sinalização e institucional	Validada	Validada	Não validada
HB _{3b)}	Teorias da agência, <i>stakeholders</i> e do <i>stewardship</i>	Validada	Validada	Validada

CAPÍTULO 7 CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E LINHAS FUTURAS DE INVESTIGAÇÃO

Este trabalho teve como objetivo o estudo da divulgação de informação sobre o governo das sociedades em Portugal, a análise da sua evolução e extensão e dos seus determinantes. Foi realizada uma análise de conteúdo aos Relatórios e Contas e Relatórios de Governo das Sociedades de empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, mediante a utilização de um índice global de divulgação. O principal índice utilizado neste estudo analisa um total de 82 itens de informação, agrupados em seis categorias principais: conselho de administração e estrutura de gestão, comissões especializadas, auditoria e gestão de riscos, estrutura de propriedade, conformidade e responsabilidade empresarial e transparência financeira. Os mesmos itens de informação agruparam-se, posteriormente, em duas outras categorias: (1) uma de informação totalmente voluntária, e outra, (2) de informação recomendada e informação obrigatória, relativamente às quais se procurou, igualmente, analisar a extensão da informação e os seus determinantes.

Em concreto, as perguntas de investigação colocadas nesta dissertação são as seguintes:

- Qual a evolução e extensão da informação divulgada, relativa ao governo das sociedades, das empresas portuguesas cotadas em bolsa, entre 2005 e 2011?
- Quais os fatores determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades, considerando um índice de divulgação de informação global, um índice de divulgação de informação voluntária e um índice de divulgação de informação recomendada ou obrigatória?

Em resposta à segunda pergunta de investigação, consideramos um conjunto alargado de possíveis determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades. Para tal dividimos o presente estudo em duas etapas. Na primeira etapa, foi dada atenção à pressão social exercida pelo contexto macroeconómico e, na segunda etapa, pomos a ênfase nos mecanismos de governo das sociedades para explicar as diferenças no nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

Apresentam-se, de seguida, as principais conclusões obtidas no estudo e as implicações para a gestão. São ainda apresentadas as principais limitações da investigação, bem como algumas sugestões para pesquisas futuras.

7.1 Resumo dos principais resultados

No quadro 7.1 divulgam-se os principais resultados às perguntas da pesquisa.

Quadro 7.1 – Resumo dos principais resultados às questões de pesquisa

QUESTÕES DE PESQUISA	RESULTADOS
1.a) Qual a evolução da informação divulgada pelas empresas portuguesas, entre 2005 e 2011?	<p>O índice de divulgação Global de Governo das Sociedades cresceu, em média, 51 por cento;</p> <p>As subcategorias de divulgação de informação revelam um crescimento de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conselho de administração e estrutura de gestão (56 por cento); - Comissões especializadas (106 por cento); - Auditoria e gestão de riscos (91 por cento); - Estrutura de propriedade (-13 por cento); - Conformidade e responsabilidade empresarial (41 por cento); - Transparência financeira (66 por cento); <p>O índice de divulgação voluntária cresceu, em média, 66 por cento e;</p> <p>O índice de divulgação não voluntária cresceu, em média, 46 por cento.</p>
1.b) Qual a extensão da informação divulgada pelas empresas portuguesas, entre 2005 e 2011?	<p>O nível de divulgação Global de Governo das Sociedades, na média dos sete anos, foi de 66,2 por cento;</p> <p>As subcategorias de divulgação de informação revelam um nível médio de divulgação, nos sete anos, de:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Conselho de administração e estrutura de gestão (73,8 por cento); - Comissões especializadas (55,8 por cento); - Auditoria e gestão de riscos (57,6 por cento); - Estrutura de propriedade (75,9 por cento); - Conformidade e responsabilidade empresarial (57,3 por cento); - Transparência financeira (66,3 por cento); <p>O nível de divulgação voluntária, em média, foi de 47,5 por cento e;</p> <p>O nível de divulgação não voluntária, em média, foi de 77,3 por cento.</p>
2.a) Quais os fatores determinantes da divulgação de informação? (ETAPA 1)	<p>Principais determinantes macroeconómicos dos índices de divulgação global, voluntário e não voluntário: (Etapa 1):</p> <ul style="list-style-type: none"> - Relação positiva e significativa: nível de desenvolvimento e de riqueza. Validamos a HA₃ - Relação negativa e significativa: grau de eficácia do sistema político. Validamos a HA₁ - Relação não significativa: crescimento económico. Não validamos a HA₂

<p>2.a) Quais os fatores determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades? (ETAPA 2)</p>	<p>Principais determinantes de governo societário do índice de divulgação global (Etapa 2):</p> <ul style="list-style-type: none">– Relação positiva e significativa: posse de ações pelos administradores, posse de ações pelos investidores qualificados estrangeiros, tamanho do CA, independência do CA, auditoria externa e internacionalização. Validamos a HB_{1b)} Validamos a HB_{1c)} Validamos a HB_{2a)} Validamos a HB_{2b)} Validamos a HB_{2g)} Validamos a HB_{3a)}– Relação negativa e significativa: concentração da propriedade, estrutura de liderança, participação das mulheres no CA e endividamento. Validamos a HB_{1a)} Validamos a HB_{2c)} Não validamos a HB_{2d)} Validamos a HB_{3b)}– Não têm significância estatística: remuneração dos administradores com base em <i>stock options</i> e existência de comissão de auditoria Não validamos a HB_{2e)} Não validamos a HB_{2f)}
<p>2. b) Quais os fatores determinantes da divulgação voluntária de informação sobre o governo das sociedades? (ETAPA 2)</p>	<p>Principais determinantes do índice de divulgação voluntária (Etapa 2):</p> <ul style="list-style-type: none">– Relação positiva e significativa: posse de ações pelos administradores e pelos investidores qualificados estrangeiros, tamanho e independência do CA, auditoria externa, internacionalização. Validamos a HB_{1b)} Validamos a HB_{1c)} Validamos a HB_{2a)} Validamos a HB_{2b)} Validamos a HB_{2g)} Validamos a HB_{3a)}– Relação negativa e significativa: concentração da propriedade, estrutura de liderança, participação das mulheres no CA e endividamento. Validamos a HB_{1a)} Validamos a HB_{2c)} Não validamos a HB_{2d)} Validamos a HB_{3b)}– Não têm significância estatística: remuneração dos administradores com base em <i>stock options</i>, existência de comissão de auditoria Não validamos a HB_{2e)} e Não validamos a HB_{2f)}

	Os principais determinantes do índice de divulgação não voluntária são:
	– Relação positiva e significativa: posse de ações pelos investidores qualificados estrangeiros, tamanho do CA e auditoria externa.
	Validamos a HB_{1c)}
	Validamos a HB_{2a)}
	Validamos a HB_{2g)}
2.c) Quais os fatores determinantes da divulgação não voluntária de informação sobre o governo das sociedades? (ETAPA 2)	– Relação negativa e significativa: concentração da propriedade, estrutura de liderança e endividamento.
	Validamos a HB_{1a)}
	Validamos a HB_{2c)}
	Validamos a HB_{3b)}
	– Não têm significância estatística: posse de ações pelos administradores, independência do CA, participação das mulheres no CA, remuneração com base em <i>stock options</i> , existência de comissão de auditoria e internacionalização.
	Não validamos a HB_{1b)}
	Não validamos a HB_{2b)}
	Não validamos a HB_{2d)}
	Não validamos a HB_{2e)}
	Não validamos a HB_{2f)}
	Não validamos a HB_{3a)}

7.1.1 Caracterização da evolução e extensão de informação divulgada

Tendo por base um índice de divulgação de informação não ponderado, apresentamos a resposta à pergunta de investigação 1 – “Qual a evolução e extensão da informação divulgada, relativa ao governo das sociedades, das empresas portuguesas cotadas em bolsa, no período entre 2005 e 2011?”. Os resultados obtidos, sobre a evolução do nível de divulgação de informação sobre as práticas de governo das sociedades, mostram uma evolução positiva. Em 2005, em média, cerca de 51,3 por cento dos itens de governo das sociedades foram divulgados, percentagem que subiu para os 77,7 por cento passados sete anos. A divulgação de informação sobre o governo das sociedades regista, entre 2005 e 2011, um crescimento médio importante de 51,46 por cento. Os valores obtidos indicam que as empresas revelam, cada vez mais, informações sobre as práticas de governo societário. Indicam também, a preocupação das empresas pelo cumprimento das recomendações da CMVM sobre governo societário, verificando-se que as alterações introduzidas ao Código de Governo das Sociedades Português em 2007 e em 2010, influenciaram o nível de divulgação. Consistente com os postulados da teoria

institucional, permitem concluir pela existência de um mecanismo normativo de pressão isomórfica associado ao cumprimento das recomendações da CMVM pelas empresas com ações admitidas à negociação em mercado regulamentado.

Analisando as subcategorias de informação sobre o governo das sociedades divulgadas, concluímos o seguinte:

- O crescimento médio, da divulgação de informação das várias subcategorias de informação, entre 2005 e 2011, por ordem decrescente de importância foi: comissões especializadas (106 por cento), auditoria e gestão de riscos (91 por cento), transparência financeira (66 por cento), conselho de administração e estrutura de gestão (56 por cento) e conformidade e responsabilidade empresarial (41 por cento) e a categoria estrutura de propriedade (-13 por cento). Esta última revela uma tendência decrescente, embora mantenha um valor médio de divulgação superior a 76 por cento nos sete anos.
- A categoria relativa à estrutura de propriedade obteve, entre 2005 e 2007, a média de divulgação mais alta (de 80 por cento, na média dos três anos). A partir de 2008, é ultrapassada pela categoria relativa ao conselho de administração e à estrutura de gestão, que passa a ter a média de divulgação mais alta (de 83,75 por cento nos quatro anos), o que sugere que a administração considera as informações relativas à estrutura de gestão importantes. Seguida, bem de perto, pelas categorias transparência financeira e estrutura de propriedade, com valor médio de 74 e 73 por cento, respetivamente, na média dos últimos quatro anos. No mesmo período, as restantes categorias evidenciam um valor médio superior a 60 por cento e inferior a 67 por cento.

Considerando os índices de divulgação de informação voluntária e não voluntária (informação recomendada ou obrigatória), concluímos que, em todos os anos, entre 2005 e 2011, a divulgação de informação recomendada ou obrigatória sobre o governo das sociedades é sempre superior à divulgação de informação voluntária. O índice de divulgação voluntária de informação relativa ao governo das sociedades apresenta um valor médio de 47,5 por cento (varia entre 34,6 por cento em 2005 e 57,6 por cento em 2011), enquanto o índice de divulgação não voluntária de informação sobre o governo

das sociedades apresenta um valor médio de 77,3 por cento (varia entre 61,2 por cento em 2005 e 89,6 por cento em 2011). Conclui-se portanto que, no período entre 2005 e 2011, o crescimento do índice de divulgação voluntária é superior ao crescimento do índice de divulgação de informação não voluntária (como se observa no quadro 7.1).

7.1.2 Fatores determinantes da divulgação de informação sobre o governo das sociedades

Este estudo apresenta um conjunto alargado de determinantes da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades, designadamente macroeconómicos, relacionados com a estrutura de propriedade, com as estruturas de gestão e de fiscalização e as características das empresas.

Na primeira etapa deste estudo, a estimação dos vários modelos de regressão logística ordinal revelou que o grau de eficácia do sistema político e nível de desenvolvimento de um país são os dois fatores macroeconómico que explicam a divulgação de informação sobre o governo das sociedades em Portugal. O resultado obtido para a variável WGI revela que o grau de eficácia do sistema político português influencia negativamente o nível de divulgação sobre o governo das sociedades. Este resultado vai de encontro às evidências que indicam que a divulgação de informação é menor nos países de ambiente com origem no direito civil e com fraca proteção dos acionistas (La Porta *et al.*, 1998; Othman e Zéghal, 2008).

Em segundo lugar, os resultados obtidos sugerem que, em média, o aumento do PIB *per capita*, aumenta o nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. De acordo com aquilo que era a nossa expectativa, os resultados mostram que o coeficiente do PIB *per capita* é positivo e estatisticamente significativo, o que implica que o nível de desenvolvimento português influencia a divulgação de informação. Dito de outro modo, as evidências sugerem que o valor do PIB *per capita* português contribui para o aumento do nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades por parte das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon*, entre 2005 e 2011. Os resultados

corroboram a teoria institucional, em resultado da pressão exercida pelo contexto no nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades.

Na segunda etapa do estudo, a estimação dos vários modelos de regressão logística ordinal revela que os fatores de governo societário explicativos da divulgação de informação sobre o governo das sociedades em Portugal, para os três índices calculados (índice de divulgação global, divulgação voluntária e divulgação não voluntária) são: a concentração da propriedade, a posse de ações pelos investidores qualificados estrangeiros, o tamanho do conselho de administração, a estrutura de liderança das empresas, o tamanho da empresa de auditoria externa e o endividamento. Ao contrário, apenas dois dos determinantes definidos *à priori* não apresentam significância estatística, contra nenhum dos índices, são eles a remuneração dos administradores com base em *stock options* e a existência de uma comissão de auditoria. Por último, a posse de ações pelos membros do conselho de administração, a independência do conselho de administração e o grau de internacionalização apresentam-se como fatores explicativos do índice de divulgação global e do índice de divulgação voluntária.

Um dos principais resultados obtidos no trabalho sugere que, em média, as empresas com maior grau de concentração acionista divulgam menos informação relativa ao governo das sociedades. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos em que existiu significância, principalmente no caso do índice de divulgação voluntária. Estes resultados corroboram a hipótese de que a existência de grandes acionistas controladores aumenta a probabilidade de os gestores tomarem decisões relativas à política de divulgação das empresas, contrárias às boas práticas de governo das sociedades. Os resultados são consistentes com as teorias da agência e dos *stakeholders*.

Os resultados também indicam que, a participação dos membros do conselho de administração no capital social apresenta significância estatística, mas apenas, para os índices de divulgação global de governo das sociedades e de divulgação voluntária de informação. Os resultados evidenciam que o nível de divulgação de informação relativa ao governo das sociedades será maior nas empresas com maior participação dos membros do órgão de administração no capital social. Este resultado corrobora a hipótese de que a participação dos membros do órgão de administração no capital social, no contexto das empresas portuguesas,

onde as estruturas de propriedade concentrada são comuns, favorece o alinhamento de interesses entre gestores e accionistas. Os incentivos à divulgação de informação são maiores. Os resultados corroboram as teorias do *stewardship* e da agência.

Em quinto lugar, encontramos uma relação significativa entre a posse de ações pelos investidores qualificados estrangeiros e o nível de divulgação de informação, sugerindo que as empresas com maior percentagem de acionistas qualificados estrangeiros apresentam, em média, um maior nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos em que existiu significância, principalmente no caso do índice de divulgação voluntária. Este resultado sustenta a hipótese de que as empresas com maior percentagem de acionistas qualificados estrangeiros teriam maior estímulo em divulgar informação relativa ao governo das sociedades, de forma a reduzir os potenciais riscos políticos, a proteção legal inadequada e potencial assimetria de informação intrínseca às diferenças geográficas. Os resultados corroboram o preconizado pela teoria da agência.

O tamanho do conselho de administração foi a variável explicativa que apresentou os resultados mais importantes da pesquisa, para o conjunto dos índices, com um nível de significância de um por cento. Os resultados mostraram-se consistentes em todos os casos, apresentando uma forte evidência de que as empresas com conselhos de administração maiores divulgam mais informação relativa ao governo das sociedades. Os resultados alcançados sugerem que os conselhos de administração maiores, tem maior probabilidade de incluir administradores que promovam o incremento da divulgação de informação nos relatórios e contas e nos relatórios de governo societário. Os resultados alcançados confirmam o postulado pela teoria da agência, de que o tamanho do conselho de administração promove a divulgação de informação por parte das empresas.

Outra hipótese deste estudo está relacionada com a independência do conselho de administração. Os resultados indicam que, as empresas com maior percentagem de membros independentes no conselho de administração divulgam mais informação relativa ao governo das sociedades (para o índice de divulgação global de governo das sociedades e o índice de divulgação voluntária de informação). Este resultado corrobora a hipótese de sinalização ao mercado do distanciamento dos interesses quer da empresa quer

dos administradores. Consistente com a teoria da agência, os conselhos de administração independentes estão em melhor posição para monitorizar os comportamentos oportunistas da gestão. Também corrobora o postulado pela teoria dos *stakeholders*. No geral, é evidente que, no contexto das empresas cotadas portuguesas, a presença de administradores independentes nos conselhos de administração é um mecanismo de supervisão eficaz que auxilia as empresas a melhorar o seu nível de divulgação de informação, designadamente, voluntária.

A variável estrutura de liderança apresenta significância estatística para o conjunto dos índices de divulgação. As variáveis apresentam uma relação negativa, com nível de significância de um e cinco por cento. Os resultados mostraram-se consistentes em todas as regressões realizadas, apresentando uma forte evidência de que as empresas que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO divulgaram, em média, mais informação relativa ao governo das sociedades. A hipótese formulada é suportada pela teoria da agência, que sugere que a separação entre as funções de presidente do conselho de administração e CEO melhora a qualidade da função de supervisão dos administradores de topo, e conseqüentemente contribui para o aumento da divulgação de informação. Este resultado é consistente com os princípios de “bom governo das sociedades” emitidos pela OCDE.

A participação das mulheres no órgão de administração, com sinal negativo, contrário à hipótese formulada, mostra-se significativamente preditiva da divulgação de informação voluntária, sugerindo, para a realidade portuguesa, que a participação das mulheres no órgão de administração não tem impacto positivo na melhoria da divulgação de informação voluntária relativa ao governo das sociedades. Este resultado contraria as premissas das teorias da agência, legitimidade e *stewardship*. Não encontramos evidência empírica acerca do efeito positivo da participação feminina no órgão de administração para o índice de divulgação não voluntária.

Também encontramos uma relação significativa e positiva entre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades e as empresas serem auditadas por uma das Big4, sugerindo que as empresas auditadas por uma grande empresa de auditoria divulgam, em média, mais informações relativas ao governo das sociedades. Os

resultados encontrados sustentam o preconizado pelas teorias da agência e dos *stakeholders*.

Os resultados indicam ainda que o grau de internacionalização é um fator distintivo do nível de divulgação. Os resultados permitem-nos validar a hipótese formulada, mas apenas, para o índice de divulgação global de governo das sociedades e o índice de divulgação de informação voluntária, e afirmar que a participação nos mercados estrangeiros incentiva as empresas a aumentarem a informação divulgada. Além disso, permitem constatar que as empresas com maior grau de internacionalização são mais sensíveis à divulgação de informação voluntária, o mesmo não acontecendo relativamente à divulgação de informação recomendada ou obrigatória. Por outro lado, os resultados são, também, consistentes com a teoria da sinalização e a teoria institucional.

Em último lugar, encontramos uma relação significativa entre o nível de endividamento das empresas e a divulgação de informação sobre o governo das sociedades, sugerindo que as empresas menos endividadas divulgam, em média, mais informação relativa ao governo das sociedades. Esta relação mantém-se consistente para os três índices de divulgação. Este resultado corrobora os estudos de Eng e Mak (2003) e Barros *et al.* (2013), que consideram que um elevado nível de endividamento atua como substituto da divulgação de informação voluntária, uma vez que permite atenuar o problema dos fluxos de caixa livres. Finalmente, verifica-se, mais uma vez, a sustentabilidade da teoria dos *stakeholders* e da teoria do *stewardship*.

Concluindo, a globalidade dos resultados reforça o argumento de que o governo das sociedades desempenha um papel importante no seio das empresas, contribui para mitigar os problemas de assimetria de informação e de agência e responder às solicitações dos vários *stakeholders* e, conseqüentemente, aumenta o nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades. A relação significativa entre o nível de divulgação de informação sobre o governo das sociedades e a maioria dos determinantes de governo societário indicam a aplicação adequada das boas práticas de governo das sociedades em Portugal. Por último, importa referir que os resultados obtidos neste estudo dão grande enfoque aos pressupostos das teorias da agência e dos *stakeholders*. Por outro lado,

verifica-se, também, alguma consistência com as teorias da sinalização, do *stewardship* e institucional.

7.2 Contributos deste estudo

A principal contribuição deste estudo para o conhecimento consiste na análise da divulgação de informação relativa ao governo das sociedades no contexto português, acrescentando, tanto quanto é do nosso conhecimento, as dimensões: investidores qualificados estrangeiros, estrutura de liderança e participação das mulheres no órgão de administração ao estudo da divulgação de informação. A metodologia utilizada neste estudo, utiliza um índice de divulgação alargado, composto por oitenta e dois itens de informação, que tenta capturar as características qualitativas da informação sobre o governo das sociedades, de uma forma consistente, de acordo com as recomendações de governo das sociedades emitidas pela CMVM e outros organismos internacionais, e as características utilizadas em outros estudos internacionais comparáveis. Também pretendemos estender a Portugal as pesquisas já realizadas no contexto internacional.

O presente estudo contribui para duas correntes da literatura: a literatura sobre divulgação de informação e a literatura sobre o governo das sociedades, proporcionando dados atualizados e evidências empíricas sobre a relação entre os mecanismos de governo das sociedades e a divulgação das práticas de divulgação de informações de governo societário das empresas portuguesas. Em síntese, consideramos que este estudo (a) faz uma distinção entre diferentes categorias de divulgação de informação sobre o governo das sociedades; (b) incorpora vários mecanismos de governo das sociedades como possíveis variáveis explicativas da qualidade da divulgação de informações sobre o governo das sociedades das empresas portuguesas; (c) desenvolve um índice de divulgação amplo, definido em conformidade com as melhores práticas de governo das sociedades nacionais e internacionais, que capta a natureza distinta de itens de divulgação e que distingue diferentes tipos de conteúdo de informação; (d) desagrega o índice global em duas categorias de informação: voluntária e não voluntária, (e) analisa os relatórios anuais e de governo das sociedades de uma amostra diversificada não-financeira; (f)

realiza uma análise longitudinal e transversal no período de sete anos, entre 2005 e 2011 inclusive; e (g) emprega vários modelos de regressão e análises estatísticas, incluindo as estatísticas descritivas, correlações de *spearman* e regressões logísticas ordinais.

7.3 Limitações e Pistas para futuras investigações

Assim como reconhecemos as principais contribuições deste estudo, também importa identificar as limitações desta pesquisa. Em primeiro lugar, embora as empresas cotadas sejam importantes, existem outras igualmente relevantes para a economia portuguesa, que seria importante estudar como, por exemplo, as empresas familiares. A concentração neste tipo de empresas deve-se, em grande parte, à maior disponibilidade da informação.

Em segundo lugar, a construção do índice de divulgação de informação encerra o julgamento subjetivo do investigador, podendo gerar possíveis erros de interpretação e de classificação das informações. Inclusivamente, o número significativo de itens que o compõe, exigiu bastante tempo e esforço de análise dos vários relatórios. Não obstante, o tamanho da amostra (263 observações) utilizada neste estudo é significativo quando comparado com outros estudos realizados em Portugal. Além disso, a subjectividade inerente a este método é, em parte, ultrapassada pelos testes de fiabilidade realizados: (i) a elaboração de um teste piloto aplicável a todas as empresas durante o exercício económico de 2011, seguida da eliminação dos itens redundantes e (ou) não aplicáveis e da redefinição de outros itens; (ii) a existência de um instrumento de codificação com regras bem definidas e; (iii) a seleção de itens considerados importantes mecanismos de governo societário. Em terceiro lugar, a informação foi obtida através de duas fontes de informação: os relatórios e contas anuais e os relatórios de governo das sociedades, não tivemos em consideração a informação divulgada na página *web* das empresas ou outras comunicações ao mercado. Em terceiro lugar, os três índices são não ponderados. Se por um lado, é dada igual importância a todos os itens do índice, por outro lado, também não encontramos nenhuma metodologia que nos permitisse utilizar critérios de ponderação. Além disso, os índices ponderados não eliminam o julgamento subjetivo do investigador. Para atenuar o problema da ponderação do índice, procurou-se: (i) definir um índice global composto por um número significativo de itens (82 no total), dado que a diferença de resultados

entre os índices ponderados e não ponderados é atenuada quando existe um número significativo de itens (Beattie *et al.*, 2004, 210) e, (ii) consistente com Ntim *et al.* (2012), o sistema de codificação foi definido de modo a medir as diferenças qualitativas da informação divulgada nos relatórios analisados.

As limitações identificadas abrem caminho para futuros trabalhos de investigação sobre o governo das sociedades. Tendo em conta a falta de estudos sobre a divulgação de informação, específica sobre o governo das sociedades, estudos futuros que venham a ser realizados poderão explorar as dimensões da remuneração dos administradores com base em *stock options*, da participação das mulheres no órgão de administração e da existência de uma comissão de auditoria, no sentido de avaliar a consistência dessas dimensões.

Outra possibilidade de extensão desta investigação passará por incluir outras empresas ou utilizar um horizonte temporal diferente do utilizado nesta pesquisa. Uma amostra composta por empresas cotadas e não cotadas, ou apenas não cotadas, poderia ser uma oportunidade para comparar o nível de divulgação de informação entre empresas cotadas e não cotadas. Além disso, permitiria verificar se os determinantes de governo das sociedades têm impacto semelhante em todas as empresas (cotadas e não cotadas). Adicionalmente, poderiam ser analisadas diferentes fontes de divulgação de informação, como por exemplo as páginas *web* das empresas e, posteriormente comparar a informação divulgada entre estas.

Novos estudos podem, eventualmente, melhorar o índice de governo das sociedades. Por exemplo, sugere-se a construção de um índice ponderado. Incluir a opinião de grupos ou organizações profissionais que possam ajudar na ponderação dos coeficientes e na avaliação da sua importância relativa. Tais estudos podem melhorar a confiança e a validade do índice construído, e os resultados obtidos podem ser comparados com os estudos que utilizam índices não ponderados. Além disso, pesquisas futuras podem procurar operacionalizar dimensões específicas do contexto português, nomeadamente políticas, sociais ou outras que se revelem importantes.

Tendo em consideração a importância das práticas de governo das sociedades e as suas implicações para as empresas, são ainda escassos os estudos realizados em Portugal nesta área, pelo que este tema constitui um promissor campo de pesquisa futura.

Finalmente, importa referir que pretendemos atualizar a nossa base de dados para os anos seguintes. A extensão do período de análise permitirá perceber o desenvolvimento das práticas de governo das sociedades e, eventualmente, analisar o seu impacto sobre o desempenho das empresas portuguesas.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABDULLAH, W.M., BUNIAMIN, S.B., GHAZALI, M.H. (2012), “The Effect of Board and Ownership Structure on Environmental Reporting: A Case of the Top 100 MCG Index Companies”, *OIDA International Journal of Sustainable Development*, Vol. 4, pp. 71-79.
- ABREU, Miguel E.C. (2013), *Benefícios Privados do Controlo Societário*, Tese de Doutoramento, Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa, Escola de Lisboa.
- ACEGIS (2014), “Relatório - Equilíbrio de Género nos Conselhos de Administração: as Empresas do PSI 20”, Associação para a Cidadania, Empreendedorismo, Género e Inovação Social. Março. <http://acegis.wordpress.com>.
- ADAMS, M., HOSSAIN, M. (1998), “Managerial Discretion and Voluntary Disclosure: Evidence from the New Zealand Life Insurance Industry”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.17 N° 2, pp. 245-281.
- ADAMS, R.B., FERREIRA, D. (2009), “Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, pp. 291–309.
- ADAMS, R.B., HERMALIN, B.E., WEISBACH, M. (2010), “The Role of Boards of Directors in Corporate Governance: A Conceptual Framework and Survey”, *Journal of Economic Literature*, Vol. 48 N° 1, pp. 58–107.
- ADAWI, M., RWEGASIRA, K. (2011), “Corporate Boards and Voluntary Implementation of Best Disclosure Practices in Emerging Markets: Evidence from the UAE Listed Companies in the Middle East”, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 8 N° 3, pp. 272–293.
- ADJEI-FRIMPONG, K., GAN, C., HU, B. (2014), “Cost Efficiency of Ghana’s Banking Industry: A Panel Data Analysis”, *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 8 N° 2, pp. 69-86.
- ADMATI, A.R., PFLEIDERER, P. (2000), “Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 13 N° 3, pp. 479–519.
- AGRAWAL, A., KNOEBER, C. (1996), “Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 31, pp. 377-397.
- AGUILERA, R.V., JACKSON, G. (2003), “The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants”, *Academy of Management Review*, Vol. 28 N° 3, pp. 447-465.
- AHMED, K.Y, COURTIS, J. (1999), “Associations between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis”, *British Accounting Review*, Vol. 31, pp. 35-61.
- AKERLOF, G.A. (1970), “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, pp. 488-500.

- AKHTARUDDIN, M., HOSSAIN, M.A., HOSSAIN, M., YAO, L. (2009), “Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms”, *JAMAR*, Vol. 7 N° 1, pp. 1 - 19.
- AKHTARUDDIN, M., ROUF, M.A. (2012), “Corporate Governance, Cultural Factors and Voluntary Disclosure: Evidence from Selected Companies in Bangladesh”, *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, Vol. 8 N° 1, pp. 48-61.
- AKSU, M., KOSEDAG, A. (2006), “Transparency and Disclosure Scores and their Determinants in the Istanbul Stock Exchange”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 N° 4, pp. 277-296.
- ALCHIAN, A.A., DEMSETZ, H. (1972), “Production, Information Costs, and Economic Organization”, *American Economic Review*, Vol. 62 N° 5, pp. 777-795.
- ALHAZAIMEH, A., PALANIAPPAN, R., ALMSAFIR, M. (2014), “The Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Voluntary Disclosure in Annual Reports among Listed Jordanian Companies”, *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 129, pp. 341 - 348.
- ALI, C.B., TRABELSI, S., SUMMA, M. G. (2007), *Disclosure Quality and Ownership Structure: Evidence from the French Stock Market*. In British Accounting Association Annual Conference, pp. 1-36.
- AL-JANADI, Y., RAHMAN, R.A., OMAR, N.H. (2013), “Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure in Saudi Arabia”, *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol.4 N°4, pp. 25-35.
- ALJIFRI, K., HUSSAINEY, K. (2007), “The Determinants of Forward-looking Information in Annual Reports of UAE Companies”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22 N° 9, pp. 881-894.
- ALLEGRI, M., GRECO, G. (2013), “Corporate Boards, Audit Committees and Voluntary Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies”, *Journal of Management & Governance*, Vol. 17 N° 1, pp. 187-216.
- AL-MOATAZ, E., HUSSAINEY, K. (2012), “Determinants of Corporate Governance Disclosure in Saudi Companies”, *Journal of Economics and Management*, (forthcoming).
- ALVAREZ, R.M., MCCAFFERY, E.J. (2000), *Is There a Gender Gap in Fiscal Political Preferences?*, USC Law School, Olin Research Paper N° 0-5.
- ALVES, C., MENDES, V. (2001a), “As Recomendações da CMVM relativas ao Corporate Governance e à Performance das Sociedades”, *Caderno do MVM*, N.º 12.
- ALVES, C., MENDES, V. (2001b), *Corporate Governance Policy and Company Performance: The Portuguese Case*, Working Paper, FEP, Porto.
- ALVES, Carlos F. (2000), “Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades?”, *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, N° 8, pp. 91-125.

- ALVES, H., RODRIGUES, A.M., CANADAS, N. (2012), “Factors Influencing the Different Categories of Voluntary Disclosure in Annual Reports: An analysis for Iberian Peninsula Listed Companies”, *TÉKHNE*, Vol. 10 N° 1, pp. 15-26.
- AMIHUD, Y., MENDELSON, H. (1986), “Asset Pricing and the Bid-ask Spread”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 17 N° 2, pp. 223-249.
- AMOR, A. (2012), “Shareholding, Board of Directors and Quality of Financial Communication by Listed Tunisian Firms”, *Economics and Finance Review*, Vol. 2 N° 6, pp. 1–21.
- ANDERSON, R., REEB, D. (2003), “Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500”, *The Journal of Finance*, Vol. 58 N° 3, pp. 1301-1328.
- ANDRES, P., AZOFRA, V., LOPEZ, F. (2005), “Corporate Boards in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 N° 2, pp.197-210.
- ARCAY, M.R.B., VÁZQUEZ, M.F. (2005), “Corporate Characteristics, Governance Rules and the Extent of Voluntary Disclosure in Spain”, *Advances in Accounting*, Vol. 21, pp. 299–331.
- ARCHAMBAULT, J., ARCHAMBAULT, M. (1999), “A Cross-National test of Determinants of Inflation Accounting Practices”, *International Journal of Accounting*, Vol. 34 N° 2, pp. 189-207.
- ARCHAMBAULT, J.J., ARCHAMBAULT, M.E. (2003), “A Multinational Test of Determinants of Corporate Disclosure”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 38 N° 2, pp. 173-194.
- ARCHAMBAULT, J.J., ARCHAMBAULT, M.E. (2009), “An Analysis of Social Factors Influencing the Adoption of International Financial Reporting Standards”, *Journal for Global Business Advancement*, Vol. 2 N° 1, pp. 38-53.
- ASHFORD, B.E., GIBBS, B.W. (1990), “The Double-Edge of Organizational Legitimation”, *Organization Science*, Vol. 1 N° 2, pp.177-194.
- BAEK, H.Y., JOHNSON, D.R., KIM, J.W. (2009), “Managerial Ownership, Corporate Governance, and Voluntary Disclosure”, *Journal of Business and Economic Studies*, Vol. 15 N° 2, pp. 44-61.
- BAEK, J.S., KANG, J.K., PARK, K.S. (2004) “Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, pp. 265–313.
- BALIGA, R.B., MOYER, R.C., RAO, R.S. (1996). “CEO Duality and Firm Performance: What’s the Fuss?”, *Strategic Management Journal*, Vol. 17, pp. 41–53.
- BALLESTEROS, B.C., RUBIO, R.G., FERRERO, J.M. (2014), “Efecto de la Composición del Consejo de Administración en las Prácticas de Responsabilidad Social Corporativa”. *Revista de Contabilidad*.
- BARAKO, D. G., HANCOCK, P., IZAN, H. (2006), “Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 N° 2, pp. 107-125.

- BARAKO, D.G. (2007), “Determinants of Voluntary Disclosures in Kenyan Companies Annual Reports”, *African Journal of Business Management*, Vol. 1 N° 5, pp. 113-128.
- BARNHART, S.W., ROSENSTEIN, S (1998), “Board Composition, Managerial Ownership, and Firm Performance: an Empirical Analysis”, *The Financial Review*, Vol. 33, pp. 1-16.
- BARROS, C.P., BOUBAKER, S., HAMROUNI, A. (2013), “Corporate Governance and Voluntary Disclosure in France”, *The Journal of Applied Business Research*, Vol. 29 N° 2, pp. 561-578.
- BAUWHEDE, H.V., WILLEKENS, M. (2008), “Disclosure on Corporate Governance in the European Union”, *Corporate Governance - An International Review*, Vol. 16 N° 2, pp. 101-115.
- BAYSINGER, B.D., BUTLER, H.N. (1985), “Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition”, *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1, pp.101-124.
- BEATTIE, V., MCINNES, B., FEARNLEY, S. (2004), “A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: a Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes”, *Accounting Forum* 28, pp. 205–236.
- BEAVER, W. (1998), *Financial Reporting: an Accounting Revolution*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- BEBCHUK, L.A., FRIED, J.M. (2004), *Pay without Performance: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press, Cambridge.
- BECHT, M., BOLTON, P., ROELL, A.A. (2002), *Corporate Governance and Control*, ECGI - Finance Working Paper N° 02/2002, <http://ssrn.com/abstract=343461>, acedido em 04/09/2003.
- BEEKS, W., BROWN. P. (2006), “Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures?”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 33 N° 3-4, pp. 422-450.
- BENNEDSEN, M., KONGSTED, H.C., NIELSEN, K.M. (2008), “The Causal Effect of Board Size in the Performance of Small and Medium-Sized Firms”, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 32, pp. 1098–1109.
- BERGLÖF, E., PAJUSTE, A. (2005), *What Do Firms Disclose and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*. EFA 2005 Moscow Meetings Paper. <http://ssrn.com/abstract=676689>, acedido em 03/04/2008.
- BERLE, A.A., MEANS, G.C. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan, New York, Estados Unidos.
- BHABRA, G.S (2007), “Insider Ownership and Firm Value in New Zealand”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 17 N° 2, pp. 142-154.
- BHAGAT, S., BLACK, B. (1999), “The Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance”, *Business Lawyer*, Vol. 54, pp. 921-963.

- BHAGAT, S., BLACK, B. (2000), *Board Independence and Long Term Firm Performance*, Working paper, Columbia Law School, USA.
- BHAGAT, S., BLACK, B. (2002), “The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance”, *Journal of Corporate Law*, Vol. 27, pp. 230-272, <http://ssrn.com/abstract=133808>, acedido em 09/08/2004.
- BHAGAT, S., BOLTON, B. (2008), “Corporate Governance and Firm Performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 257–273.
- BIRT, J. (2012), *An Empirical Study of the Global Reporting Initiative Disclosures in Australia, Brazil, Sweden and the U.S.*, AFAANZ Working paper, Friday 18th May Australia.
- BISWAS, P.K. (2013), Corporate Governance and Its Determinants in Emerging Countries: A Case Study of Bangladesh. SSRN Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=2213702>, acedido em 07/05/2013.
- BLACK, B.S., JANG, H., KIM, W. (2006), “Does Corporate Governance Predict Firms’ Market Values? Evidence from Korea”, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol. 22 N° 2, pp. 366-413.
- BLOOM, N., VAN REENEN, J. (2007), “Measuring and Explaining Management Practices Across Firms and Countries”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 122 N° 4, pp. 1351-1408.
- BOONE, A.L., FIELD, L.C., KARPOFF, J.M., RAHEJA, C.G. (2007), “The Determinants of Corporate Board Size and Composition: An Empirical Analysis”. *Journal of Financial Economics*, Vol. 85, pp. 65–101.
- BOTOSAN, C., PLUMLEE, M. (2002), “A Re-Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 40, pp. 31-40.
- BOTOSAN, C.A. (1997), “Disclosure Level and the Cost of Equity Capital”, *The Accounting Review*, Vol. 72 N.º 3, pp. 323–349.
- BOTOSAN, C.A. (2006), “Disclosure and the Cost of Capital: What We Know?”, *Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum*, pp. 31-40.
- BOTOSAN, C.A., STANFORD, M. (2005), “Managers Motives to Withhold Segment Disclosures and the Effect of SFAS N° 131 on Analysts Information Environment”, *The Accounting Review*, Vol. 80 N° 3, pp. 751-771.
- BOYD, Brian K. (1995), “CEO Duality and Firm Performance: a Contingency Model”, *Strategic Management Journal*, Vol. 16, pp. 301-312.
- BRANCO, M.C., RODRIGUES, L. (2008), “Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 83, pp. 685–701.
- BRICK, I.E., PALMON, O., WALD, J.K. (2006), “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 N° 3, pp. 403-423.
- BRICKLEY, J.A., COLES, J.L., JARRELL, G. (1997), “Leadership structure: Separating the CEO and Chairman of the Board”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 N° 3, pp. 189-220.

- BROWN, N., DEEGAN, C. (1998), “The Public Disclosure of Environmental Performance Information -a Dual Test of Media Agenda Setting Theory and Legitimacy Theory”, *Accounting and Business Research*, Vol. 29 N° 1, pp. 21-41.
- BRUCE, A., BUCK, T., MAIN, B.G. (2005), “Top Executive Remuneration: A View from Europe”, *Journal of Management Studies*, Vol. 42 N° 7, pp. 1493-1506.
- BRUNELLO, G., GRAZIANO, C., PARIGI B. (2001), “Executive Compensation and Firm Performance in Italy”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 19 N° 1-2, pp. 133–161.
- BUCK, T., BRUCE, A., MAIN, B., UDUENI, H. (2003), “Long Term Incentive Plans, Executive Pay and UK Company Performance”, *Journal of Management Studies*, Vol. 40 N° 7, pp. 1709–1721.
- BUJAKI, M., MCCONOMY, B. (2002), “Corporate Governance: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicly Traded Canadian Firms”, *Canadian Accounting Perspectives*, Vol. 1, pp. 105-139.
- BUKH, N., NIELSEN, C., GORMSEN, P., MOURITSEN, J. (2005), “Disclosure of Information on Intellectual Capital in Danish IPO Prospectuses”, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.18 N° 6, pp. 713-732.
- BURKART, M., PANUNZI, F., SHLEIFER, A. (2003), “Family Firms”, *Journal of Finance*, Vol. 58 N° 5, pp. 2167-2202.
- BUSHMAN, R., PIOTROSKI, J. D., SMITH, A. J. (2004), “What Determines Corporate Transparency?”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 N° 2, pp. 207–252.
- BUSHMAN, R.M., SMITH, A.J. (2001), “Financial Accounting Information and Corporate Governance”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32 N° 1-3, pp. 237-333.
- BUSHMAN, R.M., SMITH, A.J. (2003), “Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance”, *FRBNY Economic Policy Review*, pp. 65-87.
- BYRD, J., HICKMAN, K. (1992), “Do Outside Directors Monitor Managers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32, pp. 195-222.
- CERBIONI, F., PARBONETTI, A. (2007), *Exploring the Effects of Corporate Governance on Intellectual Capital Disclosure: An Analysis of European Biotechnology Companies*, Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=1012838>, acedido em 20/03/2008.
- CHAKROUN, R., MATOUSSI, H. (2012), “Determinants of the Extent of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of the Tunisian Firms”, *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 11 N° 3, pp. 335 - 370.
- CHAN, A.W., CHEUNG, H.Y. (2012), “Cultural Dimensions, Ethical Sensitivity, and Corporate Governance”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 110 N° 1, pp. 45-59.
- CHAU, G.K., GRAY, S.J. (2002), “Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 37, pp. 247-265.

- CHEN, W.P., CHUNG, H, LEE, C., LIAO, W.L. (2007), “Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 N° 4, pp. 644-660.
- CHENG, E., COURTENAY, S.M., KRISHNAMURTI, C. (2006), “The Impact of Increased Voluntary Disclosure on Market Information Asymmetry, Informed and Uninformed Trading”, *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol. 2 N° 2, pp. 33-72.
- CHENG, E.M., COURTENAY, S.M. (2006), “Board Composition, Regulatory Regime and Voluntary Disclosure”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 262 – 289.
- CHEUNG, A.W.K., WEI, K.C.J., (2006), “Insider Ownership and Corporate Performance: Evidence from the Adjustment Cost Approach”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 906–925.
- CHEUNG, Y.L., JIANG, P., TAN, W. (2010), “Transparency Disclosure Index Measuring Disclosures: Chinese Listed Companies”, *Journal of Accounting Public Policy*, Vol. 29, pp. 259–280.
- CHO, M.H. (1998), “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value: An Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 47 N° 1, pp. 103-121.
- CHOW, C.W., WONG-BOREN, A. (1987), “Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations”, *The Accounting Review*, Vol. 62 N° 3, pp. 533–541.
- CHUNG, K.H. (1993), “Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 20 N° 1, pp. 83-98.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., LANG, L.H.P. (2000), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58 N° 1-2, pp. 81-112.
- CLAESSENS, S., DJANKOV, S., FAN, J., LANG, L. (2002), “Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings”, *Journal of Finance*, Vol. 57 N° 6, pp. 2741–2771.
- CLEMENTE, A.G., LABAT, B.N. (2009), “Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure. The role of Independent Directors in the Board of Listed Spanish Firms”, *International Journal of Accounting Information Systems*, Vol. 5, pp. 5-24.
- CMVM (1999), “Recomendações da CMVM Sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM (2000), “Entendimentos e Recomendações da CMVM Sobre a Utilização da Internet”, <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM (2001), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Dezembro de 2001”, <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM (2003), “Regulamento da CMVM n.º 11/2003 – Altera o Regulamento da CMVM n.º 7/2001 e o Regulamento da CMVM n.º 11/2000 – Governo das Sociedades Cotadas”, *Boletim da CMVM – Edição Online*, N.º 127, pp. 3-11, <http://www.cmvm.pt>.

- CMVM (2004), “Regulamento da CMVM n.º 4/2004 – Deveres de Informação”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2005a), “Regulamento da CMVM n.º 5/2005 – Deveres de Informação”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2005b), “Regulamento da CMVM n.º 10/2005 – Altera os Regulamentos da CMVM n.º 7/2001 e 4/2004 Relativos ao Governo das Sociedades e Deveres de Informação”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2006), “Entendimentos da CMVM Relativos ao Dever Legal de Divulgação de Informação Privilegiada pelos Emitentes de Valores Mobiliários Admitidos à Negociação em Mercado Regulamentado”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2007a), “O Governo das Sociedades Cotadas em Portugal – situação em Dezembro de 2005”, <http://www.cvm.pt/CMVM/Estudos/Pages/20070504.aspx>, acessado em 22/02/2012.
- CMVM (2007b), “Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas, Setembro de 2007”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2007c), “Regulamento da CMVM n.º 1/2007 – Altera o Regulamento da CMVM n.º 7/2001”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2008a), Código dos Valores Mobiliários, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2008b), “Entendimentos da CMVM sobre a Divulgação de Informação Privilegiada por Emitentes - Conceitos, Linhas de Orientação, Exemplos e Condutas a Adotar”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM. (2008c), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal -Ano 2007”, Dezembro. <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2009a), “Circular de 15 de Janeiro de 2009”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2010a), “Código de Governo das Sociedades da CMVM – 2010 (Recomendações)”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2010b), “Regulamento da CMVM n.º 1/2010”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2013a), “Código de Governo das Sociedades da CMVM – 2013 (Recomendações)”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2013b), “Regulamento da CMVM n.º 4/2013 – Governo das Sociedades”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM (2014), “Regulamento da CMVM n.º 01/2014 – Auditores”, <http://www.cvm.pt>.
- CMVM. (2009b), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal -Ano 2008”, Dezembro. <http://www.cvm.pt>.
- CMVM. (2011), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal - Ano 2009”. <http://www.cvm.pt>.

- CMVM. (2012a), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal – Ano 2010”. Julho. <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM. (2012b), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal – Ano 2011”. Dezembro. <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM. (2012b), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal – Ano 2011”. Dezembro. <http://www.cmvm.pt>.
- CMVM. (s.d.), “Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal - Ano 2006”. <http://www.cmvm.pt>.
- CNC (2000), “Directriz contabilística n.º 27 – Relato por Segmentos”, Comissão Normalização Contabilística.
- CÓDIGO DAS SOCIEDADES COMERCIAIS, com a redação introduzida pelo Decreto-lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março.
- COLES, J.L., DANIEL, N.D., NAVEEN, L. (2008), “Boards: Does One Size Fit All?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 329–356.
- COLES J.L., LOEWENSTEIN U., SUAY J. (1995), “On Equilibrium Pricing Under Parameter Uncertain Ty”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, pp. 347-364.
- COLLETT, P., HRASKY, S. (2005), “Voluntary Disclosure of Corporate Governance Practices by Listed Australian Companies”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 Nº 2, pp. 188-196.
- COMITÉ ECONÓMICO E SOCIAL – SOC/475 – Equilíbrio entre homens e mulheres nos conselhos de administração das empresas- Parecer do CESE sobre a Proposta de Directiva do Parlamento Europeu e do Conselho, COM(2012) 614 final – 2012/0299 (COD).
- CONYON, M., MURPHY, K. (2000), “The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom”, *Economic Journal*, Vol. 110 Nº 467, pp. 640–671.
- COOKE, T.E. (1989), “Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 1 Nº 2, pp. 171–195.
- COOKE, T.E. (1991), “An Assessment of Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Japanese Corporations”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 26, pp. 174–189.
- CORE, J.E., GUAY, W.R., LARCKER, D.F. (2003), “Executive Compensation and Incentives: a Survey”, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, Vol. 9 Nº 1, pp. 27–50.
- CORE, J.E., HOLTHAUSEN, R.W., LARCKER D.F. (1999), “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 51 Nº 3, pp. 371-406.
- CORMIER, D., LEDOUX, M. J., MAGNAN, M. (2011), “The Informational Contribution of Social and Environmental Disclosures for Investors”, *Management Decision*, Vol. 49 Nº 8, pp. 1276-1304.

- CORMIER, D., MAGNAN, M., VAN VELTHOVEN, B. (2005), “Environmental Disclosure Quality in Large German Companies: Economic Incentives, Public Pressures or Institutional Conditions. *European Accounting Review*, Vol. 1 N° 3, pp. 3-39.
- COSTA, F.M.M.S., SANTOS, J.A.N.D. (2011), *Corporate Governance: Marcos Históricos e a Atualidade em Portugal*, Working paper, XIII Congresso de Contabilidade e Auditoria – A Change in Management, ACIM.
- COSTA, G.A., OLIVEIRA, L., RODRIGUES, L.L., CRAIG, R. (2013), “Factors Associated with the Publication of a CEO Letter”, *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 18 N° 4, pp. 432-450.
- CREMERS, K.J.M., NAIR, V.B. (2005), “Governance Mechanisms and Equity Prices”, *The Journal of Finance*, Vol. 60 N° 6, pp. 2859-2894.
- CUI, H., MAK, Y.T. (2002), “The Relationship between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 313–336.
- CUNHA, P. (2010), *Direito das Sociedades Comerciais*, 4.^aEd., Edições Almedina, Cascais.
- CUNHA, V.L.M. (2005), *O governo das sociedades e o desempenho das sociedades anónimas portuguesas*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Administração, Escola de Economia e Gestão – Universidade do Minho.
- CWDI (2013), “Comparative Percentages of Women Directors”, <http://www.globewomen.org/cwdi/CWDI-PERCENTAGES.htm>, acedido 22/09/2014.
- D’AMICO, E., BISCOTTI, A.M. (2013), “The Influence of Market and Company Characteristics on Voluntary Disclosure”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 9 N° 5, pp. 616-633.
- DAHYA, J., MCCONNELL, J., TRAVLOS, N. (2002), “The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover”, *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 461-483.
- DAHYA, J., LONIE, A.A., POWER, D.M. (1996), “The Case for Separating the Roles of Chairman and CEO: An Analysis of Stock Market and Accounting Data”, *Corporate Governance*, Vol. 4 N° 2, pp. 71-77.
- DAHYA, J., MCCONNELL, J.J. (2007), “Board Composition, Corporate Performance, and the Cadbury Committee Recommendation”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 42 N° 3, pp. 535-564.
- DAHYA, J., TRAVLOS, N.G. (2000), “Does the One Man Show Pay? Theory and Evidence on the Dual CEO Revisited”, *European Financial Management*, Vol. 6, pp. 85–98.
- DAILY, C., DALTON, D. (1997), “CEO and Board Chairperson Roles Held Jointly or Separately: Much ado About Nothing”, *Academy of Management Executive*, Vol. 11 N° 3, pp. 11–20.
- DALTON, D., DAILY, C., TREVIS, S., ROENGPITYA, R. (2003), “Meta-Analyses of Financial Performance and Equity: Fusion or Confusion?”, *Academy of Management Journal*, Vol. 46, pp. 13–26.

- DARROUGH M.N. (1993), “Disclosure Policy and Competition: Cournot vs. Bertrand”, *The Accounting Review*, Vol. 68 N° 3, pp. 534-562.
- DARROUGH M.N., STOUGHTON N.M. (1990), “Financial Disclosure Policy in an Entry Game”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12 N° 1-3, pp. 219-243.
- DAVIES, J.R., HILLIER, D., MCCOLGAN, P. (2005), “Ownership Structure, Managerial Behavior and Corporate Value”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, pp. 645–660.
- DAVIS, J., SCHOORMAN, F., DONALDSON, L. (1997), “Toward a Stewardship Theory of Management”, *Academy of Management Review*, Vol. 22 N°1, pp. 20–47.
- DEMSETZ, H. (1983), *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, Vol. 26, pp. 375-390, University of Chicago. Estados Unidos.
- DEMSETZ, H., LEHN, K. (1985), “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences”, *Journal of Political Economy*, Vol. 93 N° 6, pp. 1155-1177.
- DEMSETZ, H., VILLALONGA, B. (2001), “Ownership Structure and Corporate Performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7 N° 3, pp. 209-233.
- DENIS, D.K., MCCONNELL, J.J. (2003), *International Corporate Governance*, ECGI - Finance Working Paper No. 05/2003, <http://ssrn.com/abstract=320121>, acessado em 23/06/03.
- DEPOERS, F. (2000), “A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies”, *The European Accounting Review*, Vol. 9 N° 2, pp. 245-263.
- DEY, A., ENGEL, E., LIU, X.G. (2009), *CEO and Board Chair Roles: To Split or Not to Split*, Chicago Booth Research Paper N.º 09-23, <http://ssrn.com/abstract=1412827>, acessado em 14/04/10.
- DHALIWAL, D., LI, Z., TSANG, A., YANG, Y. (2014), “Corporate Social Responsibility Disclosure and the Cost of Equity Capital: the Roles of Stakeholder Orientation and Financial Transparency”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 33 N° 4, pp. 328 - 355.
- DIAMOND, D., VERRECCHIA, R. (1991), “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”, *The Journal of Finance*, Vol. 66, pp. 1325-1355.
- DILLING-HANSEN, M. (2007), *Small Firm Performance and Ownership Structure*, Working Paper, University of Aarhus, <http://www.cbr.cam.ac.uk/pdf/Dilling-Hansen.pdf>, acessado em 05/05/2010.
- DiMAGGIO, P., POWELL, W. (1983), “The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields”, *American Sociological Review*, Vol. 48 N° 2, pp. 147-160.
- DOIDGE, C., KAROLYI, G.A., STULZ, R.M. (2007), “Why Do Countries Matter so Much for Corporate Governance?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 86 N° 1, pp. 1-39.
- DONALDSON, L., DAVIS, J. (1991), “Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns”, *Australian Journal of Management*, Vol. 16, pp. 49–66.

- DONALDSON, T., PRESTON, L.E. (1995), “The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications”, *Academy of Management Review*, Vol. 20 N° 1, pp. 65-91.
- DONG, M., STETTLER, A. (2011), “Estimating Firm-Level and Country-Level Effects in Cross-Sectional Analyses: An Application of Hierarchical Modeling in Corporate Disclosure Studies”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 46 N° 3, pp. 271-303.
- DONNELLY, R., MULCAHY, M. (2008), “Board Structure, Ownership, and Voluntary Disclosure in Ireland”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16 N° 5, pp. 416-429.
- DOUMA, S., GEORGE, R., KABIR, R. (2006), “Foreign and Domestic Ownership, Business Groups, and Firm Performance: Evidence from a Large Emerging Market”, *Strategic Management Journal*, Vol. 27 N° 7, pp. 637–657.
- DOUPNIK, T., SALTER, S. (1995), “External Environment, Culture, and Accounting Practice: A Preliminary Test of a General Model of International Accounting Development”, *International Journal of Accounting*, Vol. 30 N° 3, pp. 189-207.
- DOUPNIK, T.S., SALTER, S.B. (1993), “An Empirical Test of a Judgmental International Classification of Financial Reporting Practices”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 24 N° 1, pp. 41-60.
- DRAKOS, A.A., BEKIRIS, F.V. (2010), “Corporate Performance, Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange”, *Research in International Business and Finance*, Vol. 24, pp. 24–38.
- DUARTE, C.M.C., ESPERANÇA, J.P., CURTO, J.D. (2006), “Determinantes da Remuneração Variável nas Empresas Portuguesas”, *Revista Alcance*, Vol. 13 N° 3, pp. 329-354.
- DUARTE, Carlos M.C. (2006), *Determinantes das Políticas de Remuneração nas Empresas Portuguesas*, Tese de Doutoramento – especialidade em Finanças, Instituto Superior de Ciências do Trabalho e da Empresa.
- DUFFHUES, P., KABIR, R. (2008), “Is the Pay-Performance Relationship Always Positive? Evidence from the Netherlands”, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18 N° 1, pp. 45-60.
- DULEWICZ, V., HERBERT, P. (2004), “Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear any Relationship to the Performance of their Companies?”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 N° 3, pp. 263-280.
- DYCK, A., ZINGALES, L. (2004), “Private Benefits of Control: An International Comparison”, *Journal of Finance*, Vol. 59 N° 2, pp. 537-600.
- DYE, R. (1986), “Proprietary and Non-Proprietary Disclosures”, *Journal of Business*, Vol. 59 N° 2, pp. 331-366.
- EATON, T.V., NOFSINGER, J.R., WEAVER, D.G. (2007), “Disclosure and the Cost of Equity in International Cross-Listing”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 29, pp. 1-24.

- EDWARDS, J.S., EGGERT, W., WEICHENRIEDER, A.J. (2009), “Corporate Governance and Pay for Performance: Evidence from Germany”, *Economics of Governance*, Vol. 10 N° 1, pp. 1-26.
- EISENBERG, T., SUNDGREN, S., WELLS, M.T. (1998), “Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 48 N° 1, pp. 35-54.
- EL-GAZZAR, S.M., FINN, P.M., JACOB, R. (1999), “An Empirical Investigation of Multinational Firms Compliance with International Accounting Standards”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 34 N° 2, pp. 239-248.
- EL-GAZZAR, S.M., FORNARO, J.M., JACOB, R.A. (2008), “An Examination of the Determinants and Contents of Corporate Voluntary Disclosure of Managements Responsibilities for Financial Reporting”, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol. 23 N° 1, pp. 95-114.
- ELSAIED, K. (2010), “A Multi-theory Perspective of Board Leadership Structure: What Does the Egyptian Corporate Governance Context Tell Us?”, *British Journal of Management*, Vol. 21, pp. 80–99.
- ELSHANDIDY, T., NERI, L. (2013), *The Impact of Board Characteristics, Dividend Policy, Ownership Structure, and Audit Quality on Risk Disclosure Practices: Comparative Evidence From the UK and Italy*, Fourth Financial Reporting Workshop, Rome, June 13th-14th.
- ENG, L.L., MAK Y.T. (2003), “Corporate Governance and Voluntary Disclosure”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22 N°4, pp. 325-345.
- ESPINOSA, M., TROMBETTA, M. (2007), “Disclosure Interactions and the Cost of Equity Capital: Evidence from the Spanish Continuous Market”, *Journal of Business and Accounting*, Vol. 34 N° 9-10, pp. 1371-1392.
- EVANS, J.H., SRIDHAR, S.S. (2002), “Disclosure Disciplining Mechanisms: Capital Markets, Product Markets and Shareholder Litigation”, *The Accounting Review*, Vol. 77 N° 3, pp. 595-626.
- FACCIO, M., LANG, L.H.P. (2002), “The Ultimate Ownership of Western European Corporations”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 65 N° 3, pp. 365–395.
- FALEYE, O. (2007), “Does One Hat Fit All? The Case of Corporate Leadership Structure”, *Journal of Management and Governance*, Vol. 11 N° 3, pp. 239-259.
- FAMA, E.F. (1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm”, *Journal of Political Economy*, Vol. 88 N° 2, pp. 288-307.
- FAMA, E.F., JENSEN, M.C. (1983a), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, Vol. 46, pp. 301-325.
- FAMA, E.F., JENSEN, M.C. (1983b), “Agency Problems and Residual Claims”. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 327-349.
- FAMA, E.F., JENSEN, M.C. (1985), “Organizational Forms and Investment Decisions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 14 N° 1, pp. 101-119.

- FAN, J., WONG, T. (2002), “Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 401–425.
- FARINHA, Jorge (2003), *Corporate Governance: a Survey of the Literature*, Working paper n.º 2003-06, <http://ssrn.com/abstract=470801>, acedido em 14/01/04.
- FASB (2001), “Improving Business Reporting: Insights into Enhancing Voluntary Disclosures”, www.fasb.org.
- FATHI, J. (2013), “The Determinants of the Quality of Financial Information Disclosed by French Listed Companies”, *Mediterranean Journal of Social Sciences*, Vol. 4 N° 2, pp. 319–336.
- FELTHAM, G., XIE, J. (1992), “Voluntary Financial Disclosure in an Entry Game With Continuum of Types”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 9 N° 1, pp. 46–80.
- FERNANDES, N. (2008), “Board Compensation and Firm Performance: the Role of Independent Board Members”. *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 18 N° 1, pp. 30–44.
- FERNANDEZ-FEIJOO, B., ROMERO, S., RUIZ, S. (2012), “Does Board Gender Composition affect Corporate Social Responsibility Reporting?”, *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3 N° 1, pp. 31–38.
- FERREIRA, A.L.P. (2008), *A Divulgação de Informação Sobre Capital Intelectual em Portugal*, Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Faculdade de Economia da Universidade Porto, Porto.
- FERREIRA, M.P., LI, D., JANG, Y. (2009), “Foreign Entry Strategies: Strategic Adaptation to the Various Facets of the Institutional Environments”, *Development and Society*, Vol. 38 N° 1, pp. 27–55.
- FIRTH, M. (1979). “The Impact of Size, Stock Market Listing, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports”, *Accounting and Business Research*, Vol. 9 N° 36, pp. 273–280.
- FIRTH, M., FUNG, P., RUI, O. (2006), “Corporate Performance and CEO Compensation in China”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 N° 4, pp. 693–714.
- FLORACKIS, C., KOSTAKIS, A., OZKAN, A. (2009), “Managerial Ownership and Performance”, *Journal of Business Research*, Vol. 62, pp. 1350–1357.
- FONG, S.CC, SHEK, W.WY (2009), *Corporate Governance Disclosure and Company Performance of Hong Kong-Based and China-Based Family-Controlled Property Development Companies*, The Icfai University Press.
- FORKER, J. (1992). Corporate Governance and Disclosure Quality”, *Accounting and Business Research*, Vol. 22 N° 86, pp. 111–124.
- FRANCIS, J., KHURANA, I., MARTIN, X., PEREIRA, R. (2008), “The Role of Firm-Specific Incentives and Country Factors in Explaining Voluntary IAS Adoptions: Evidence from Private Firms”, *European Accounting Review*, Vol. 17 N° 2, pp. 331–360.

- FRANCK, P., SUNDGREN, S. (2012), “Determinants of internal governance quality: evidence from Sweden”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 27 N° 7, pp. 639-665.
- FRANKS, J., MAYER, C. (1996), “Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40 N° 1, pp. 163-181.
- FRANKS, J., MAYER, C. (2001), “Ownership and control of German Corporations”, *The Review of Financial Studies*, Vol. 14 N° 4, pp. 943-977.
- FREEMAN, R.E., EVAN, W.M. (1990), “Corporate Governance: a Stakeholder Interpretation”, *Journal of Behavioral Economics*, Vol. 19 N° 4, pp. 337-359.
- FREEMAN, R.E., REED, D.L. (1983), “Stockholders and Stakeholders: a new Perspective on Corporate Governance”, *California Management Review*, Vol. 25 N° 3, pp. 88-106.
- GANDÍA, J.L. (2008), “Determinants of Internet-Based Corporate Governance Disclosure by Spanish Listed Companies”, *Online Information Review*, Vol. 32 N° 6, pp. 791-817.
- GARCIA-MECA, E., SÁNCHEZ-BALLESTA, J.P. (2010), “The Association of Board Independence and Ownership Concentration with Voluntary Disclosure: A Meta-Analysis”, *European Accounting Review*, Vol. 19 N° 3, pp. 603-627.
- GEDAJOVIC, E.R., LUBATKIN, M.H., SCHULZE, W.S. (2004), “Crossing the Threshold from Founder Management to Professional Management: a Governance Perspective”, *Journal of Management Studies*, Vol. 41, pp. 988–912.
- GELB, D. (2000), “Managerial Ownership and Accounting Disclosures: An Empirical Study”, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 15, pp. 169–185.
- GELB, D., ZAROWIN, P. (2002), “Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices”, *Review of Accounting Studies*, Vol. 7, pp. 33–52.
- GHASEMPOUR, A., MDYUSOF, M.A. (2014), “The Effect of Fundamental Determinants on Voluntary Disclosure of Financial and Nonfinancial Information: The Case of Tehran Stock Exchange”, *Journal of Accounting & Marketing*, Vol. 3 N° 2, pp. 1-6.
- GHAZALI, N. (2007), “Ownership Structure and Corporate Social Responsibility Disclosure: some Malaysian Evidence”, *Journal of Corporate Governance*, Vol. 7 N° 3, pp. 251-266.
- GHAZALI, N., WEETMAN, P. (2006), “Perpetuating Traditional Influences: Voluntary Disclosure in Malaysia Following the Economic Crisis”, *Journal of International Accounting Auditing & Taxation*, Vol. 15 N° 2, pp. 226-248.
- GIBBINS, M., RICHARDSON, A., WATERHOUSE, J. (1990), “The Management of Corporate Financial Disclosures: Opportunism, Ritualism, Policies, and Processes”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28, pp. 121-143.
- GIETZMANN, M.B., IRELAND, J. (2005), “Cost of Capital, Strategic Disclosures and Accounting Choice”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 32 N° 3-4, pp. 599-634.

- GLAUM, M., SCHMIDT, P., STREET, D., VOGEL, S. (2013), “Compliance with IFRS 3- and IAS 36 - Required Disclosures Across 17 European Countries: Company- and Country-Level Determinants”, *Accounting and Business Research*, Vol. 43 N° 3, pp. 1-42.
- GOMEZ-MEJIA, L.R., WISEMAN, R.M. (2007), “Does Agency Theory have Universal Relevance? A Reply to Lubatkin, Lane Collin, and Very”, *Journal of Organizational Behaviour*, Vol. 28, pp. 81-88.
- GOMEZ-MEJIA, L., NUNEZ-NICKEL, M., GUTIERREZ, I. (2001), “The Role of Family Ties in Agency contracts”, *Academy of Management Journal*, Vol. 44, pp. 81–95.
- GOMEZ-MEJIA, L.R., LARRAZA-KINTANA, M., MAKRI, M. (2003), “The Determinants of Executive Compensation in Family-Controlled Public Corporations”, *Academy of Management Journal*, Vol. 46 N° 2, pp. 226-237.
- GOMPERS, P., ISHII, J., METRICK, A. (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, pp. 107-155.
- GORDON, I.M., HRAZDIL, K., SHAPIRO, D. (2012), “Corporate Governance in Publicly Traded Small Firms: A Study of Canadian Venture Exchange Companies”, *Business Horizons*, Vol. 55 N° 6, pp. 583-591.
- GOYAL, V.K., PARK, C.W. (2002), “Board Leadership Structure and CEO Turnover”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 N° 1, pp. 49-66.
- GRANT, J., KIRCHMAIER, T. (2004), *Corporate Ownership Structure and Performance in Europe*, CEP Discussion Paper N.º 631, <http://ssrn.com/abstract=616201>, acedido 5/05/2010.
- GRAY, R., OWEN, D., ADAMS, C. (1996), *Accounting & Accountability: Changes and Challenges in Corporate Social and Environmental Reporting*, Prentice-Hall.
- GRAY, S.J. (1978), “Segment Reporting and the EEC Multinationals”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 16 N° 2, pp. 242-253.
- GRINSTEIN, Y., VALLES, Y. (2008), *Separating the CEO from the Chairman Position: Determinants and Changes after the New Corporate Governance Regulation*, Working paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1108368>, acedido 15/04/2010.
- GUERREIRO, M.A.S. (2006), “Impacto da Adopção das *International Financial Reporting Standards*: Factores Explicativos do Nível de Informação Divulgada pelas Empresas Portuguesas Cotadas”, *Revista Contabilidade e Gestão*, N° 3, pp. 7-32.
- GUEST, P.M. (2008), “The Determinants of Board Size and Composition: Evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 51–72.
- GUEST, P.M. (2009), “The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK”, *The European Journal of Finance*, Vol. 15 N° 4, pp. 385–404.
- GUL, F.A., LEUNG S. (2004), “Board Leadership, Outside Directors Expertise and Voluntary Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 23 N° 5, pp. 351-379.

- GUPTA, K., KRISHNAMURTI, C., TOURANI-RAD, A. (2010), *Financial Development, Corporate Governance and Cost of Equity Capital*, Working Paper, Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1522913, acedido em 20/10/2014.
- GUTHRIE, J., PETTY, R., YONGVANICH, K., RICCERI, F. (2004), “Using content analysis as a research method to inquire into intellectual capital report”, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5 N° 2, pp. 282-293.
- H Aid, A., YURTOGLU, B.B (2006), *Ownership Structure and Executive Compensation in Germany*, Working paper, <http://ssrn.com/abstract=948926>, acedido 17/05/2010.
- HAIR, J., ANDERSON, R., TATHAM, R., BLACK, W. (1998), *Multivariate Data Analysis*, 5th edition, New Jersey: Prentice Hall.
- HALL, B.J., LIEBMAN J.B. (1998), “Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats?”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113 N° 2, pp. 653–691.
- HANDA, P., LINN, S.C. (1993). “Arbitrage Pricing with Estimation Risk”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 28 N° 1, pp. 81-100.
- HANDAJANI, L., SUBROTO, B., SUTRISNO, T., SARASWATI, E. (2014), “Does Board Diversity Matter on Corporate Social Disclosure? An Indonesian Evidence”, *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol. 5 N° 9, pp. 8-16.
- HANIFFA, R.M., COOKE, T.E. (2002), “Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations”, *Abacus*, Vol. 38 N°3, pp. 317–349.
- HANIFFA, R.M., COOKE, T.E. (2005), “The impact of Culture and Governance on Corporate Social Reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 24, pp. 391–430.
- HANIFFA, R.M., HUDAIB, M. (2006), “Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Firms”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33, pp. 1034–1066.
- HANIFFA, R.M., HUDAIB, M. (2007), “Locating Audit Expectations Gap within a Cultural Context: The Case of Saudi Arabia”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 16 N° 2, pp. 179-206.
- HART, O.D. (1983), “The Market Mechanism as an Incentive Scheme”, *Bell Journal of Economics*, Vol. 14, pp. 366-382.
- HASSAN, O., GIORGIONI, G., ROMILLY, P. (2006), “The Extent of Financial Disclosure and its Determinants in an Emerging Capital Market: the Case of Egypt”, *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, Vol. 3 N°1, pp. 41- 67.
- HASSAN, O., MARSTON, C. (2010), *Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article*, Working Paper, Brunel University West London.
- HEALY, P., HUTTON, A.P., PALEPU, K.G. (1999), “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16 N° 3, pp. 485-520.

- HEALY, P., PALEPU, K. (1993). “The Effect of Firm’s Financial Disclosure Strategies on Stock Prices”, *Accounting Horizons*, Vol.7 N° 1, pp. 1-11.
- HEALY, P., PALEPU, K. (2001) “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, pp. 405–440.
- HERMALIN, B.E., WEISBACH, M.S. (1991), “The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance”, *Financial Management*, pp.101-112.
- HERMALIN, B.E., WEISBACH, M.S. (2012), “Information Disclosure and Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol. 67 N° 1, pp. 195-233.
- HERMALIN, B.E., WEISBACH, S. (2000), *Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A survey of the economic Literature*, Working paper, University of California at Berkeley, EUA, <http://ssrn.com/abstract=233111>, acedido em 09/08/2004.
- HILLEGEIST, S.A., PEÑALVA, F. (2004), *Stock Option Incentives and Firm Performance*, Working Paper, <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0535-E.pdf>, acedido 18/05/2010.
- HIMMELBERG, C., HUBBARD, R.G., PALIA, D. (1999), “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the link between Ownership and Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384.
- HO, P.L., TOWER, G. (2011), “Ownership Structure and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms”, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 8 N° 2, pp. 296-313.
- HO, P.L., TOWER, G., BARAKO, D. (2008), “Improving Governance Leads to Improved Communication”, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 5 N° 4, pp. 26-33.
- HO, S.M., WONG, K.S. (2001), “A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure”, *Journal of Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 10 N° 1, pp. 139-156.
- HOLDERNESS, C., KROSZNER, R., SHEEDAN, D. (1999), “Where the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression”, *Journal of Finance*, Vol. 54, pp. 435–469.
- HOLDER-WEBB, L., COHEN, J., NATH, L., WOOD, D. (2008), “A Survey of Governance Disclosures among US Firms”, *Journal of Business Ethics*, Vol. 83 N° 3, pp. 543-563.
- HOLMSTROM, B., KAPLAN S. (2003), “The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 N° 3, pp. 8-20.
- HOLMSTROM, B., KAPLAN, S. (2001), “Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 N° 2, pp. 121-144.
- HOPE, O. (2003), “Firm-Level Disclosures and the Relative Roles of Culture and Legal Origin”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 14, pp. 218-248.

- HOSKISSON, R.E., JOHNSON, R.A., MOESEL, D.D. (1994), “Corporate Divestiture Intensity in Restructuring Firms: Effects of Governance, Strategy and Performance”, *Academy of Management Journal*, Vol. 37 N° 5, pp. 1207-1251.
- HOSSAIN, M., HAMMAMI, H. (2009), “Voluntary Disclosure in the Annual Reports of an Emerging Country: The Case of Qatar”, *Advances in Accounting*, Vol. 25 N° 2, pp. 255-265.
- HUMAYUN, K.M., ADELOPO, I. (2012), “Corporate Governance Disclosure Practices By Swaziland Public Enterprises”, *African Journal of Business Management*, Vol. 6 N° 24, pp. 7136-7148.
- HUNZIKER, S. (2014), *Internal Control Disclosure and Agency Costs - Evidence from Swiss listed non-financial Companies*, IFZ Working Paper No. 0024/2014, Lucerne University of Applied Sciences, <http://blog.hslu.ch/ifz/files/2014/06/1.pdf>, acedido em 22/10/2014.
- IPCG (2009), “Ante-Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades”, Lisboa.
- ISIDRO, H., RAONIC, I (2009), *Firm Incentives, Institutional Complexity and the Quality of “Harmonized” Accounting Numbers*, <http://www.cassknowledge.co.uk>, acedido em 25/10/14.
- JENSEN, M.C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Harvard Business School*, pp. 1-64, <http://ssrn.com/abstract=93988>, acedido em 12/09/2003.
- JENSEN, M.C. (2001), “Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function”, *Journal of applied corporate finance*, Vol. 14 N° 3, pp. 8-21.
- JENSEN, M.C., MECKLING, W.H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C., MURPHY, K.J. (1990), “Performance Pay and Top-Management Incentives”, *Journal of Political Economy*, Vol. 98 N° 2, pp. 225-264.
- JIANG, H., HABIB, A. (2009), “The Impact of Different Types of Ownership Concentration on Annual Report Voluntary Disclosures in New Zealand”, *Accounting Research Journal*, Vol. 22, N° 3, pp. 275-304.
- JO, K., KIM, Y. (2007), “Disclosure Frequency and Earnings Management”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 84 N° 2, pp. 561-590.
- JOH, S.W. (2003), “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 68, pp. 287–322.
- JOHN, K., SENBET, L. (1998), “Corporate Governance and Board Effectiveness”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp.371-403.
- JOUIROU, M., CHENGUEL, M.B. (2014), “The Determinants of Voluntary Disclosure in Tunisia: A Study of the Firms Listed in the Tunisian Stock Exchange”, *Journal of Business and Management Research*, Vol. 4, pp. 86-97.
- JUHMANI, O.I. (2013), “Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure: Evidence from Bahrain”, *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 3 N° 2, pp. 133-148.

- KAPLAN, S. (2008), “Are US CEOs Overpaid?”, *Academy of Management Perspectives*, pp. 5-20.
- KATEB, I. (2012), “An Analysis of the Determinants of Voluntary Structural Capital Disclosure by Listed French Companies”. *International Journal of Business and Management*, Vol. 7 N° 11, pp. 95-110.
- KATO, T., KUBO, K. (2006), “CEO Compensation and Firm Performance in Japan: Evidence from New Panel Data on Individual CEO Pay”. *Journal of Japanese and International Economies*, Vol. 20 N° 1, pp. 1–19.
- KAUFMANN, D., KRAAY, A., MASTRUZZI, M. (2010), *The worldwide governance indicators. Methodology and analytical issues*, World Bank Policy Research working paper, <http://ssrn.com/abstract=1682130>, acedido em 07/07/2014.
- KAUFMANN, D., KRAAY, A., ZOIDO-LOBATÓN, P. (1999), Governance Matters. World Bank Policy, Research Working Paper n.º 2196, <http://ssrn.com/abstract=188568>, acedido em 07/07/2014.
- KELTON, A.S., YANG, Y. (2008), “The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 27, pp. 62–87.
- KHAN, A., HOSSAIN, D. M. (2006); “Disclosure on Corporate Governance Issues in Bangladesh: A Survey of the Annual Reports”, *Bangladesh Accountant*, pp. 95-99.
- KHAN, T. (2009), “Corporate Governance Disclosure: An International Comparison”, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 5 N° 3, pp. 202-213.
- KHANNA, T., PALEPU, K. (2000), *Emerging market business groups, foreign intermediaries, and corporate governance*, In Concentrated corporate ownership, University of Chicago Press, pp. 265-294,
- KHANNA, T., PALEPU, K., SRINIVASAN. S. (2004), “Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U.S. Markets”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 N° 2, pp. 475-508.
- KIM, O., VERRECCHIA, R. (1994), “Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, pp. 41–68.
- KLAPPER, L.F., LOVE, I. (2004), “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10 N° 5, pp. 703-728.
- KLEIN, P., SHAPIRO, D., YOUNG, J. (2005), “Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian Evidence”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 13 N° 6, pp. 769-784.
- LA PORTA, R., LOPES-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. (1997), “Legal Determinants of External Finance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52, N° 3, pp. 1131-1150.
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R. (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1113–1155.

- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. (1999), “Corporate Ownership Around the World”, *Journal of Finance*, Vol. 54 Nº 2, pp. 471-517.
- LA PORTA, R., SHLEIFER, A., LOPEZ-DE-SILANES, F., VISHNY, R. (2000), “Investor protection and corporate governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 3-27.
- LABELLE, R. (2002), *The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP): A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective*, HEC Montreal Working Paper, <http://ssrn.com/abstract=317519>, acedido 09/11/2009.
- LAKHAL, F. (2006), “Les Mécanismes de Gouvernement d’Entreprise et la Publication Volontaire des Résultats en France”, *Comptabilité – Contrôle – Audit*, Vol. 2, pp. 69-92.
- LANG, M., LINS, K.V, MAFFETT, M. (2011), *Transparency, Liquidity, and Valuation: International Evidence on When Transparency Matters Most*, Forthcoming on *Journal of Accounting Research (JAR)*, <http://ssrn.com/abstract=1323514>, acedido 17/09/2014.
- LANG, M, LUNDHOLM, R. (1993), “Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 31, pp. 246-271.
- LANG, M, LUNDHOLM, R. (1996), “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”, *The Accounting Review*, October, pp. 467-492.
- LANG, M., LUNDHOLM, R. (2000), “Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock?”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.17 Nº 4, pp. 623-642.
- LAWRENCE, J., STAPLEDON, G.P. (1999), *Is Board Composition Important? A study of listed Australian Companies*, Working Paper, University of Melbourne. Austrália, <http://ssrn.com/abstract=193528>, acedido em 09/08/2003.
- LEE, S. (2008), *Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea*, University of Utah, Economics Working Paper Nº 2008-17, <http://ssrn.com/abstract=1279919>, acedido em 04/05/2010.
- LEFTWICH, R. (1980), “Market Failure Fallacies and Accounting Information”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 2, pp. 193–211.
- LEFTWICH, R., WATTS, R., ZIMMERMAN, J.L. (1981), “Voluntary Corporate Disclosure: The Case of Interim Reporting”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 19 (Suppl), pp. 50–77.
- LEHMAN, E., WEIGAND, J. (2000), “Does the Governed Corporation Perform Better? Governance Structures and the Market for Corporate Control in Germany”, *European Finance Review*, Vol. 4 Nº 1, pp. 157-195.
- LEHN, K., SUKESH, P., ZHAO, M. (2009), “Determinants of the Size and Composition of US Corporate Boards: 1935-2000”, *Financial Management*, pp. 747-780.
- LEMMON, M.L., LINS, K.V. (2003), “Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis”, *The Journal of Finance*, Vol. 58, Nº 4, pp. 1445-1468.

- LEMOS, K. (2011), *Contabilidade de Instrumentos Derivados - Estudo da Informação Divulgada pelas Empresas Portuguesas*, Tese de Doutoramento, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Santiago de Compostela.
- LEMOS, K., ARIZA, L., RODRIGUES, L.L. (2009), *Determinantes do Nível de Divulgação de Informação Sobre Instrumentos Derivados - uma Análise Multivariada. Evidência Empírica no Mercado de Capitais Português*, XV Congreso da AECA, http://www.aeca1.org/pub/on_line/comunicaciones_xvcongresoaeca/general.htm
- LEUNG, S., HORWITZ, B. (2004), “Director Ownership and Voluntary Segment Disclosure: Hong Kong Evidence”, *Journal of International Financial Management & Accounting*, Vol. 15, N° 3, pp. 235-260.
- LEUZ, C., NANDA, D., WYSOCKI, P. (2003), “Investor Protection and Earnings Management: an International Comparison”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 69 N° 3, pp. 505-527.
- LEUZ, C., VERRECCHIA, R. (2000), “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 38, Supplement, pp. 91–124.
- LEV, B. (1992), “Information Disclosure Strategy”, *California Management Review*, pp. 9–32.
- LEVENTIS, S., WEETMAN, P. (2004), “Impression Management: Dual Language Reporting and Voluntary Disclosure”, *Accounting Forum*, Vol. 28, pp. 307–328.
- LI, H., QI, A. (2008), “Impact of Corporate Governance on Voluntary Disclosure in Chinese Listed Companies”, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 5 N° 2, pp.360-366.
- LIM, S., MATOLCSY, Z., CHOW, D. (2007), “The Association between Board Composition and Different Types of Voluntary Disclosure”, *European Accounting Review*, Vol. 16 N° 3, pp. 555–583.
- LIN, C., MA, Y., SU, D. (2009), “Corporate Governance and Firm Efficiency: Evidence from China’s Publicly Listed Firms”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 30, pp.193-209.
- LINCK, J., NETTER, J., YANG, T. (2008), “The Determinants of Board Structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 308–328.
- LINDBLOM, C.K. (1994), *The Implications of Organizational Legitimacy for Corporate Social Performance and Disclosure*, Critical Perspectives on Accounting Conference, New York.
- LIPTON, M., LORSCH, J. (1992), “A Modest Proposal for Improved Corporate Governance”, *Business Lawyer*, Vol. 48, pp. 59-77.
- LISBOA, I.M.C. (2007), *Does Ownership Influence Performance? Evidence from Europe*, Tese de Mestrado, Escola de Gestão, ISCTE.
- LODERER, C., MARTIN, K. (1997), “Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 45 N° 2, pp.223-255.
- LOHRKE, F.T., BEDEIAN, A.G., PALMER, T.B. (2004), “The Role of Top Management Teams in Formulating and Implementing Turnaround Strategies: a Review and Research Agenda”, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 5-6 N° 2, pp. 63–90.

- LOKMAN, N., COTTER, J., MULA, J. (2012), “Corporate Governance Quality, Incentive Factors and Voluntary Corporate Governance Disclosures in Annual Reports of Malaysian Publicly Listed Companies”, *Corporate Ownership and Control*, Vol. 10 Nº 1, pp. 329-352.
- LOKMAN, N., MULA, J.M., COTTER, J. (2014), “Importance of Corporate Governance Quality and Voluntary Disclosures of Corporate Governance Information in Listed Malaysian Family Controlled Businesses”, *International Journal of Sustainable Development & World Policy*, Vol. 3 Nº 1, pp. 1-24.
- LOPES, P., RODRIGUES, L. (2007), “Accounting for Financial Instruments: an Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange”, *International Journal of Accounting*, Vol. 42 Nº 1, pp. 25-56.
- LUBATKIN, M.H., SCHULZE, W.S., LING, Y., DINO, R. (2005), “The Effects of Parental Altruism on the Governance of Family-Managed Firms”, *Journal of Organizational Behavior*, Vol. 26, pp. 313-330.
- MACAGNAN, C.B. (2007), *Condicionantes e Implicación de Revelar Activos Intangibles*, Tese de Doutoramento, Departamento de Economía de la Empresa, Universidade Autònoma de Barcelona, Barcelona.
- MACAGNAN, C.B. (2009), “Evidenciação Voluntária: Fatores Explicativos da Extensão da Informação sobre Recursos Intangíveis”, *Revista Contabilidade & Finanças*, Vol. 2 Nº 50, p. 46-61.
- MAK, Y.T., YUANTO K. (2005), “Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship between Board Size and Firm Value”, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 13 Nº 3, pp. 301-318.
- MALLIN, C., OW-YONG, K. (2012), “Factors Influencing Corporate Governance Disclosures: Evidence from Alternative Investment Market (AIM) Companies in the UK”, *The European Journal of Finance*, Vol. 18 Nº 6, pp. 515-533.
- MANGENA, M., TAURINGANA V. (2007), “Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 18 Nº 2, pp. 53-85.
- MANNE, H. (1965), “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol. 73, Nº 2, pp. 110-120.
- MARÔCO, J. (2007), *Análise Estatística com Utilização do SPSS*, Edições Sílabo, 3ª Ed., Lisboa.
- MARSTON, C., LEOW, C.Y. (1998), *Financial Reporting on the Internet by Leading UK Companies*, Paper presented at 21st Annual Congress of The European Accounting Association, Antwerp, Belgium.
- MARSTON, C., SHRIVES, P. (1991), “The Use of Disclosure Indices in Accounting Research: A Review Article”, *British Accounting Review*, Vol. 23 Nº 3, pp. 195-210.
- MAURY, B. (2006), “Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12, pp. 321– 341.

- MBAKA, A., LISHENGA, L. (2012), *The link between compliance with corporate governance disclosure code, and firm performance for Kenyan firms*. <http://hdl.handle.net/11295/10160>.
- MCCONNELL, J.J., SERVAES, H. (1990), “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595–612.
- MCKINSEY & COMPANY (2013), *Woman Matter 2013 - Gender Diversity in Top Management: Moving Corporate Culture, Moving Boundaries*, http://www.mckinsey.com/features/women_matter, acedido 22/09/2014.
- MEEK, G., SAUDAGARAN, S. (1990), “A Survey of Research on Financial Reporting in a Transnational Context”, *Journal of Accounting Literature*, Vol. 9, pp. 145 – 182.
- MEEK, G.K., ROBERTS, C.B., GRAY, S.J. (1995), “Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations”, *Journal of International Business Studies*, Vol. 26 N° 3, pp. 555-572.
- MEHRAN, H. (1995), “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, pp.163-184.
- MILLER, G., PIOTROSKI, J. (2000), *The Role of Disclosure for high Book-to-Market Firms*, Working Paper, Harvard University.
- MOHAMMADIYAN, M., HASSANZADEH, M., KHODABAKHSHI, N. (2014), “Examining the Determinants of Corporate Governance Disclosure in the Tehran Stock Exchange”, *International Journal of Accounting Research*, Vol. 1 N° 9, pp. 22-30.
- MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY R.W. (1990), “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?”, *Journal of Finance*, Vol. 45 N° 1, pp. 31-50.
- MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1988), “Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 293-315.
- MORRIS, R.D. (1987), “Signaling, Agency Theory and Accounting Policy Choice”, *Accounting and Business Research*, Vol. 18 N° 69, pp. 47–56.
- MORRIS, R.D., GRAY, S.J. (2007), *Corporate Transparency Differences in the Asian Region: the Feasibility of Global Standardization in Practice?*, In AFAANZ Conference, Gold Coast, http://wwwdocs.fce.unsw.edu.au/accounting/news/seminars2007_s1/Morris_and_Gray.pdf.
- MOTA, N.M.C.R. (2003), *Ownership Structure and Firm Performance: the Portuguese Evidence*, Tese de Mestrado, Universidade de Economia do Porto, Porto.
- MUNDIAL, B. (2013), *Worldwide Governance Indicators*, <http://info.worldbank.org/governance/wgi/index.asp>
- MURPHY, K.J. (1985), “Corporate Performance and Managerial Remuneration”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7 N° 1-3, pp. 11-42.
- MURPHY, K.J. (2002), “Explaining Executive Compensation: Managerial Power versus the Perceived Cost of Stock Options”, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69 N° 3, pp. 847-869.

- MYERS, S., MAJLUF, N. (1984), “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp. 187–222.
- NAGAR, V., NANDA D., WISOCKI, P. (2003), “Discretionary Disclosure and Stock-Based Incentives”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 34 Nº 1-3, pp. 283-309.
- NALIKKA, A. (2008), “Corporate Disclosure Practices by Business Firms: a Corporate Cultural Approach”, *International Journal of the Academic Business World*, Vol. 2 Nº2, pp. 9-19.
- NALIKKA, A. (2009), “Impact of Gender Diversity on Voluntary Disclosure in Annual Reports”, *Accounting & Taxation*, Vol. 1 Nº 1, pp. 101-113.
- NEU, D., WARSAME, H., PEDWELL, K. (1998), “Managing Public Impressions: Environmental Disclosures in Annual Reports”, *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 23 Nº 3, pp. 265-282.
- NEWMAN, P., SANSING, R. (1993), “Disclosure Policies with Multiple Users”, *Journal of Accounting Research*, Vol. 31 Nº 1, pp. 92-113.
- NICHOLSON, G., KIEL, G. (2007), “Can Directors Impact Performance? A Case-Based Test of Three Theories of Corporate Governance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 Nº 4, pp.585-608.
- NTIM, C., LINDOP, S., OSEI, K., THOMAS, D. (2013), “Executive Compensation, Corporate Governance and Corporate Performance: A Simultaneous Equation Approach”. *Managerial and Decision Economics*, Forthcoming.
- NTIM, C., OPONG, K., DANBOLT, J., THOMAS, D. (2012), “Voluntary Corporate Governance Disclosures by Post-Apartheid South African Corporations”, *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 13 Nº 2, pp. 122-144.
- NURUNNABI, M., HOSSAIN, M., HOSSAIN, M. (2011), “Intellectual Capital Reporting in a South Asian Country: Evidence From Bangladesh”, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 15 Nº 3, pp. 196-231.
- OBA, V.C., IBIKUNLE, J., DAMAGUM, Y.M. (2013), “The Impact of Board Mechanisms on Intellectual Capital Disclosures in Nigeria”, *Journal of Accounting and Management*, Vol. 3 Nº 1, pp. 65-80.
- OCDE (2009), Corporate Disclosure through the Stock Exchanges, <http://www.oecd.org/dataoecd/3/36/43169104.pdf>, acedido em 27/05/2010.
- OECD (1999), Principles of Corporate Governance.
- OECD (2004), OECD Principles of Corporate Governance, Paris: Organization for Economic Co-operation and Development.
- OLIVEIRA, L., RODRIGUES, L.L., CRAIG, R. (2006), “Firm-Specific Determinants of Intangibles Reporting: Evidence from the Portuguese Stock Market”, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, Vol. 10 Nº 1, pp. 11-33.

- OLIVEIRA, L., RODRIGUES, L.L., CRAIG, R. (2013), “Stakeholder Theory and the Voluntary Disclosure of Intellectual Capital Information”, *Caspian Journal of Applied Sciences Research*, Vol. 2 N° 3, pp. 75-93.
- OMOYE, A.S. (2013), “Determinants of Intangibles Assets Disclosure in Annual Report: Evidence from Nigerian Quoted Companies”, *International Journal of Asian Social Science*, Vol. 3 N° 5, pp. 1152-1165.
- OTHMAN, H.B., ZEGHAL, D. (2008), “A Study of Corporate Governance Disclosure and its Country-Level Determinants in the Emerging Markets”, *Research in Accounting in Emerging Economies*, Vol. 8, pp. 125-155.
- OWUSU-ANSAH, S. (1998), “The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe”, *International Journal of Accounting*, Vol. 33 N° 5, pp. 605-631.
- PAHUJA, A., BHATIA, B.S. (2010), “Determinants of Corporate Governance Disclosures: Evidence from Companies in Northern India”, *The IUP Journal of Corporate Governance*, Vol. 9 N° 3, pp. 69-88.
- PARSA, S., CHONG, G., ISIMOYA, E. (2007), “Disclosure of Governance Information by Small and Medium-Sized Companies”, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 7 N° 5, pp. 635-648.
- PATELLI, L., PRENCIPE, A. (2007), “The Relationship between Voluntary Disclosure and Independent Directors in the Presence of a Dominant Shareholder”, *European Accounting Review*, Vol. 16 N° 1, pp. 5-33.
- PEASNELL, K.V., POPE, P.F., YOUNG, S. (2000), “Accrual Management to Meet Earnings Targets: UK Evidence Pre-and Post-Cadbury”, *The British Accounting Review*, Vol. 32 N° 4, pp. 415-455.
- PEREIRA, I., ESPERANÇA, J.P. (2009), “Modelos de Remuneração e Rendibilidade nas Empresas Familiares Portuguesas”, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Jan/Mar 2009, pp. 32-42.
- PERRY, T., ZENNER, M. (2001), “Pay for performance? Government Regulation and the Structure of Compensation Contracts”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 62 N° 3, pp. 453-488.
- PI, L., TIMME, S. (1993), “Corporate Control and Bank Efficiency”, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20 N° 2, pp. 515-530.
- PRENCIPE, A. (2004), “Proprietary Costs and Determinants of Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Listed Companies”, *European Accounting Review*, Vol. 13 N° 2, pp. 319-340.
- RAFFOURNIER, B. (1995), “The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies”, *European Accounting Review*, Vol. 4 N° 2, pp. 261-280.
- RECHNER, P.L., DALTON, D.R. (1991), “CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal Analysis”, *Strategic Management Journal*, Vol. 12 N° 2, pp. 155-160.

- RODRÍGUEZ-ARIZA, L., ACEITUNO, J.V.F., RUBIO, R.G. (2014), “El Consejo de Administración y las Memorias de Sostenibilidad”, *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, Vol. 17 N° 1, pp. 5–16.
- ROSENSTEIN, S., WYATT, J. G. (1990), “Outside Directors, Board Independence, and Shareholder Wealth”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26 N° 2, pp. 175-191.
- ROUF, A. (2011), “Corporate Characteristics, Governance Attributes and the Extent of Voluntary Disclosure in Bangladesh”, *African Journal of Business Management*, Vol. 5 N° 19, pp. 7836-7845.
- ROUF, A. (2012), “The Financial Performance and Corporate Governance Disclosure: A Study in the Annual Reports of Listed Companies of Bangladesh”, *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences*, Vol. 6 N° 1, pp. 1-11.
- RULAND, W., TUNG, S., GEORGE, N.E. (1990), “Factors Associated with the Disclosure of Managers Forecasts”, *The Accounting Review*, Vol. 65 N° 3, pp. 710 - 721.
- SADKA, R. (2011), “Liquidity Risk and Accounting Information”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 52 N° 2–3, pp. 144–152.
- SAMAHA, K., DAHAWY, K., HUSSAINEY, K., STAPLETON, P. (2012), “The Extent of Corporate Governance Disclosure and its Determinants in a Developing Market: The Case of Egypt”, *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, Vol. 28, pp. 168-178.
- SÁNCHEZ-BALLESTA, J.P., GARCÍA-MECA, E. (2007), “A Meta-Analytic Vision of the Effect of Ownership Structure on Firm Performance”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 15 N° 5, pp. 879-893.
- SARTAWI, I.I.M., HINDAWI, R.M., BSOUL, R., ALI, A.E.J. (2014), “Board Composition, Firm Characteristics, and Voluntary Disclosure: the case of Jordanian Firms Listed on the Ammam Stock Exchange”, *International Business Research*; Vol. 7 N° 6; pp. 67-82.
- SCHULZE, W.S., LUBATKIN, M.H., DINO, R., BUCHHOLTZ, A.K. (2001), “Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence”, *Organization Science*, Vol. 12, pp. 99–116.
- SCHULZE, W.S., LUBATKIN, M.H., DINO, R.N. (2003), “Toward a Theory of Agency and Altruism in Family Firms”, *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 N° 4, pp. 473-490.
- SENGUPTA, P. (1998), “Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt”, *The Accounting Review*, Vol. 73 N° 4, pp. 459-474.
- SHARMA, N. (2014), “Extent of Corporate Governance Disclosure by Banks and Finance Companies Listed on Nepal Stock Exchange”, *Advances In Accounting*, Vol. 30 N° 2, pp. 425-439.
- SHARMA, R., SINGH, F. (2009). “Voluntary Corporate Governance Disclosure: A Study of Selected Companies in India”, *ICFAI University Journal of Corporate Governance*, Vol. VIII, N° 3-4, pp. 91-108.

- SHEHATA, N.F. (2014), “Theories and Determinants of Voluntary Disclosure”, *Accounting and Finance Research*, Vol. 3 N° 1, pp. 18-26.
- SHIN, Y.C. (2013), “Voluntary Disclosure and the Type of Product Market Competition: Capacity vs. Price”, *Journal of Modern Accounting and Auditing*, Vol. 9 N° 4, pp. 505-526.
- SHIVDASANI, A. (1993), “Board Composition, Ownership Structure, and Hostile Takeovers”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 16, N° 1, pp. 167-198.
- SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol. 52 N° 2, pp. 737-783.
- SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1986), “Large Shareholders and Corporate Control”, in Michael Brennan, (eds.), *The Theory of Corporate Finance I*, The International Library of Critical Writings in Financial Economics.
- SHORT, H., KEASEY, K. (1999), “Managerial Ownership and the Performance of Firms: Evidence from the U.K”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5, pp. 79–101.
- SIEBELS, J., KNYPHAUSEN-AUFSEB, D. (2012), “A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance”, *International Journal of Management Reviews*, Vol. 14 N° 3, pp. 280-304.
- SILVA, A.S., VITORINO, A., ALVES, C.F., CUNHA, J:A., MONTEIRO, M.A. (2006), *Livro Branco Sobre Corporate Governance em Portugal*, Instituto Português de Corporate Governance (IPCG).
- SILVA, F. (2009), “Códigos de Governo Societário: Does One Size Fit All?”, *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, N.º 33, pp. 40-71, www.cmvm.pt.
- SILVA, P. (2013), “Factores que Influenciam o Cumprimento das Recomendações da C.M.V.M. sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal”, *Cadernos do Mercado de Valores Imobiliários*, N.º 46, pp. 62-87, www.cmvm.pt.
- SILVEIRA, A.M. (2002), *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*, Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Brasil.
- SKINNER, D.J. (1997), “Earnings, Disclosures and Shareholder Lawsuit”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 23 N° 3, pp. 249-283.
- SKINNER, D.J. (1994) “Why Firms Voluntarily Disclose Bad News,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 32 N° 1, pp. 38-60.
- SOHEILYFAR, F., TAMIMI, M., AHMADI, M. R., TAKHTAEI, N. (2014), “Disclosure Quality and Corporate Governance: Evidence from Iran”, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6 N° 2, pp. 75-86.
- SOLIMAN, M.M., RAGAB, A.A., ELDIN, M.B. (2014), “Board Composition, Ownership Structure and Voluntary Disclosure: An Empirical Study of the Listed Companies in Egypt”, *Corporate Ownership & Control*, Vol. 11 N° 2, pp. 415-426.

- SPENCE, A.M. (1973), “Job Market Signaling”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 87, pp. 355–379.
- STULZ, R., WILLIAMSON, R. (2003), “Culture, Openness, and Finance”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 70 N° 3, pp. 313-349.
- SUCHMAN, M.C. (1995), “Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches”, *Academy of Management Review*, Vol. 9, pp. 571-610.
- SUIJS, J. (2005), “Voluntary Disclosure of Bad News”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 32 N° 7-8, pp. 1423-1435.
- TAURINGANA, V., MANGENA, M., (2009), *The Influence of the Business Review on Reporting Key Performance Indicators in the Uk Media Sector*, The Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh, <http://icas.org.uk/tauringana/>, acedido 17/09/2014.
- TAVARES, Andreia S.M. (2012), *Incumprimento das Recomendações de Governo das Sociedades em Portugal*, Tese de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração, Universidade de Aveiro.
- THOMSEN, S., PEDERSEN, T. (2000), “Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies”, *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 689–705.
- TILLING, M.V., TILT, C.A. (2010), “The Edge of Legitimacy: Voluntary Social and Environmental Reporting in Rothmans 1956-1999 annual reports”, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 23 N° 1, pp. 55-81.
- TOSI, H.L., KATZ, J.P., GOMEZ-MEJIA, L. (1997), “Disaggregating the Agency Contract: The Effect of Monitoring, Incentive Alignment, and Term in Office on Agent Decision Making”, *Academy of Management Journal*, Vol. 40 N°3, pp. 584-602.
- TRABELSI, S., DEBRECENY, R., LYMER, A. (2014), “An Empirical Examination of Corporate Websites as a Voluntary Disclosure Medium”, *International Journal of Applied Decision Sciences*, VOL. 7 N° 1, pp. 1-32.
- TSAMENYI, M., ENNINFUL-ADU, E., ONUMAH, J. (2007), “Disclosure and Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from Ghana”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22 N° 3, pp.319-334.
- TSIPOURI, L., XANTHAKIS, M. (2004), “Can Corporate Governance be Rated? Ideas Based on the Greek Experience”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 12 N° 1, pp. 16-28.
- TURRENT, G., RODRÍGUEZ-ARIZA, L. (2012) “Corporate Information Transparency on the Internet by Listed Companies in Spain (IBEX35) and Mexico (IPYC)”, *The International Journal of Digital Accounting Research*, Vol. 12, pp. 1-37.
- UNIÃO EUROPEIA (2011), *Livro Verde: O quadro da UE do governo das sociedades*, Comissão Europeia, Bruxelas, <http://www.infoeuropa.eu/registro/000046972/>, acedido em 19/09/2014.

- UNIÃO EUROPEIA (2012), *Relatório de 2011 sobre a Aplicação da Carta dos Direitos Fundamentais da União Europeia*, Comissão Europeia, Bruxelas.
- USSMAN, Ana Maria (2004), *Empresas Familiares*, Edições Sílabo, Lisboa.
- VERRECCHIA, R.E. (1983), “Discretionary Disclosure”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 5, pp. 179-194.
- VILABELLA, L.B, SILVOSA, A.R. (1997), “Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital Óptima de las PYMES”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 6 N° 1, pp. 107-124.
- WAGENHOFER, A. (1990), “Voluntary Disclosure with a Strategic Opponent”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 12 N° 4, pp. 341-364.
- WALLACE, R. S. O., NASER, K., MORA, A. (1994), “The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain”, *Accounting and Business Research*, Vol. 25 N° 97, pp. 41 – 53.
- WANG, K., SEWON, O., CLAIBORNE, M.C. (2008), “Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence from China”, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 17, pp. 14-30.
- WATSON, A., SHRIVES, P., MARSTON, C. (2002), “Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK”, *British Accounting Review*, Vol. 34, pp. 289-313.
- WATSON, E., KUMAR, K., MICHAELSEN, L. (1993), “Cultural Diversity’s Impact on Interaction Process and Performance: Comparing Homogenous and Diverse Task Groups”, *Academy of Management Journal*, Vol. 36 N° 3, pp. 590-603.
- WATTS, R., ZIMMERMAN J. (1986), *Positive Accounting Theory*, Prentice- Hall.
- WEBB, K.A., CAHAN, S.F., SUN, Jerry (2008), “The Effect of Globalization and Legal Environment on Voluntary Disclosure”, *The International Journal of Accounting*, Vol. 43, pp. 219-245.
- WEISBACH, M.S. (1988), “Outside Directors and CEO Turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp.431-460.
- WELCH, E. (2003), “The Relationship between Ownership Structure and Performance in Listed Australian Companies”, *Australian Journal of Management*, Vol. 28 N° 3, pp. 287-306.
- WELKER, M. (1995), “Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 801-828.
- WERNER, S., TOSI, H.L., GOMEZ-MEJIA, L. (2005), “Organizational Governance and Employee Pay: How Ownership Structure Affects the Firm's Compensation Strategy”, *Strategic Management Journal*, Vol. 26 N° 4, pp. 377-384.
- WESTHEAD, P., COWLING, M. (1998), “Family Firm Research: the need for a Methodological Rethink”, *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 23 N° 1, pp.31-56.

- WILLEKENS, M., BAUWHEDE, H., GAEREMYNCK, A., VAN DE GUCHT, L. (2005), *The Impact of Internal and External Governance Mechanisms on the Voluntary Disclosure of Financial and Non-Financial Performance*, 15th National BAA Auditing SIG conference, <https://business.uiuc.edu/ciera/conferences/gottingen/Papers/Willekens.pdf>, acedido 8/01/10.
- WILLIAMSON, O.E. (1988), “Corporate Finance and Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 43, pp. 567-591.
- WILLIAMSON, O.E. (1994), *Les Institutions de l'Économie*, InterÉditions, Paris (traduction française).
- WILLIAMSON, O.E., MASTEN, S.E. (1999), *The Economics of Transaction Costs*, An Elgar Critical Writings Reader, Reino Unido.
- WINTOKI, J., LINCK, J., NETTER, J. (2009), *Endogeneity and the Dynamics of Corporate Governance*, European Summer Symposium in Financial Markets, 13-24 July, <http://www.cepr.org/meets/wkcn/5/5567/papers/LinckFinal.pdf>, acedido 08/04/2010.
- XIAO, H., YUAN J. (2007), “Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China”, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 22 N° 6, pp. 604-619.
- YERMACK, David (1996), “Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-211.
- YUEN, D.C.Y., LIU, M., ZHANG, X., LU, C. (2009), “A Case Study of Voluntary Disclosure by Chinese Enterprises”, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 1 N° 2, pp. 118-145.
- ZHOU, X. (2000), “CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada”, *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 33 N° 1, pp. 213-251.
- ZINGALES, L. (1998), “Corporate Governance”, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, pp. 1-20, <http://ssrn.com/abstract=46906>, acedido em 24/08/04.
- ZOURARAKIS, N.S. (2009), *Voluntary disclosure: Evidence from UK*, Erasmus University Rotterdam. Retrieved from <http://hdl.handle.net/1765/15574>.

APÊNDICE 2.1

Marcos regulatórios internacionais e nacionais sobre o governo das sociedades

Quadro A.2.1 - Principais marcos regulatórios internacionais do governo das sociedades

ANO	ORIGEM	DOCUMENTO	MATÉRIAS / ÂMBITO
1987	EUA	Relatório <i>Treadway</i>	Comités de Auditoria
1992	EUA	<i>Internal Control – Integrated Approach</i>	Sistemas de Controlo Interno
1992	Reino Unido	Relatório <i>Cadbury</i>	Governo das Sociedades
1995	França	Relatório <i>Vienot I</i>	Conselhos de Administração
1995	Reino Unido	Relatório <i>Greenbury</i>	Remuneração dos Directores
1996	Espanha	<i>Propuesta de normas para un mejor funcionamiento de los Consejos de Administración</i>	Conselhos de Administração
1998	Reino Unido	Relatório <i>Hampel</i>	Governo das Sociedades
1998	Espanha	<i>Código Olivencia</i>	Conselhos de Administração
1999		OCDE <i>Principles of Corporate Governance</i>	Governo das Sociedades
1999	França	Relatório <i>Vienot II</i>	Funcionamento dos Órgãos Sociais
1999	Reino Unido	Relatório <i>Turnbull</i>	Controlo Interno versus Governo das Sociedades
1999	Portugal	Recomendações da CMVM de Governo das Sociedades Cotadas	Governo das Sociedades
2000	Alemanha	<i>German Code of Corporate Governance</i>	Governo das Sociedades
2002	Alemanha	<i>Corporate Governance Rules for German Quoted Companies</i>	Governo das Sociedades
2002	EUA	<i>Sarbanes-Oxley Act</i>	Esta lei estabeleceu critérios para dar maior credibilidade às empresas de capital aberto ao investimento público, exigiu a reforma e a elevação dos padrões de prestação de contas, de transparência, de consistência e de ética empresarial, e ampliou sensivelmente a responsabilidade dos administradores e das próprias empresas. Tudo isto com vista a permitir um maior acompanhamento do desempenho empresarial, em benefício do mercado de capitais e dos investidores.
2002	EU	Relatório <i>Winter II</i>	Primeiro estudo sério de harmonização do governo das sociedades no espaço europeu. Emana recomendações em matérias como: a revitalização da assembleia-geral, a atuação transparente dos investidores institucionais, responsabilidade e remuneração dos administradores, papel dos administradores independentes e das comissões do conselho de administração, qualidade da informação financeira.

ANO	ORIGEM	DOCUMENTO	MATÉRIAS / ÂMBITO
2003	Comissão Europeia	“Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades: uma estratégia para o futuro”	Desenvolvimento e aperfeiçoamento do governo das sociedades e do direito societário na União Europeia.
2004		<i>OCDE Principles of Corporate Governance</i> (Revisitados)	Seis temas principais: enquadramento legal e institucional do governo das sociedades; direitos dos acionistas e funções relativas ao seu exercício; tratamento equitativo dos acionistas; papel dos outros sujeitos com interesses relevantes no governo das sociedades; divulgação de informação e transparência; responsabilidade do órgão de administração.

Fonte: Cunha (2005); Costa e Santos (2011).

Quadro A.2.2 – Principais marcos regulatórios nacionais do governo das sociedades

ANO	ORIGEM	DOCUMENTO	MATÉRIAS / ÂMBITO
1999	CMVM		
2001	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 7/2001	Governo das Sociedades Cotadas
2002	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 06/2002 (*)	Apresentação de Informação Financeira por Segmentos
2002	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 13/2002	Deveres de Informação
2003	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 11/2003	Regulamento de alteração ao regulamento 7/2001 e ao regulamento 11/2000 – Governo das sociedades cotadas
2004	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 4/2004	Deveres de Informação
2005	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 10/2005 (*)	Altera os Regulamentos da CMVM no 7/2001 e n.º 4/2004 relativos ao Governo das Sociedades e a Deveres de Informação
2006	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 3/2006 (*)	Ofertas e Emitentes
2006	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 5/2006	Deveres de Informação
2006	IPCG	Livro Branco do Governo das Sociedades em Portugal	
2006	A.R.	Decreto-Lei n.º 76-A, de 29 de Março	
2007	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2007	Governo das Sociedades Cotadas
2008	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 5/2008 (*)	Deveres de Informação
2009	IPCG	Ante-Projecto de Código de Bom Governo das Sociedades	Governo das Sociedades
2010	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2010	Governo das Sociedades
2013	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 4/2013 (*)	Governo das Sociedades
2014	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 01/2014 (*)	Auditores

Fonte: CMVM

(*) **Ainda em vigor.**

APÊNDICE 5.1

Lista de itens de informação que compõe o Índice de Divulgação

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
A. Conselho de Administração e Estrutura de Gestão [CAG]					
	1.	Organogramas ou mapas funcionais relativos à repartição de competências entre os vários órgãos sociais	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	
	2	Identificação e composição do órgão de administração – Presidente do Conselho de administração	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Biswas (2013)
	3	Identificação e composição do órgão de administração – CEO ou Administrador Delegado	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Biswas (2013)
	4	Identificação e composição do órgão de administração – Administradores executivos	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	5	Identificação e composição do órgão de administração – Administradores não executivos	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	6	Identificação e composição do órgão de administração – Administradores não executivos independentes	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	7	Número de reuniões do órgão de administração	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Mallin e Ow-Young (2012), Biswas (2013)
*	8	Papel e funções (atribuições) do conselho de administração	[0,1]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	9	Política de rotação dos pelouros no conselho de administração	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.11)	
	10	Descrição explícita das condições que determinam a independência dos membros do órgão de administração	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.15)	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012)
	11	Data da primeira designação dos administradores	[0,1]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.18)	
	12	Duração do mandato dos administradores	[0,1]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010	Samaha <i>et al.</i> (2012)

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
	13	Qualificações profissionais dos membros do órgão de administração	[0,1]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.18)	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	14	Atividades profissionais exercidas pelos membros do conselho de administração nos últimos 5 anos	[0,1]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.18)	Gandía (2008),
	15	Funções que os membros do órgão de administração exercem em outras sociedades, nomeadamente as exercidas em outras sociedades do mesmo grupo	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012)
	16	Descrição das atividades desenvolvidas pelos administradores não executivos	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.17)	
	17	Montante anual da remuneração auferida individualmente pela totalidade dos membros do órgão de administração, incluindo remuneração fixa e variável	[0,1]		Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012)
*	18	Existe uma Comissão Executiva	[0,1]	-----	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012)
	19	Composição da comissão de executiva, incluindo nomes, quando aplicável	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.1 e II.14)	Gandía (2008), Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012)
	20	Número de reuniões da comissão executiva, quando aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.12)	Samaha <i>et al.</i> (2012)
*	21	Responsabilidades divididas entre o órgão de administração e a comissão executiva, se aplicável	[0,1,N/A]	-----	Gandía (2008), Biswas (2013)
	22	Critérios para avaliar o desempenho dos administradores executivos	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.33 alinea c)	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012)
	23	Órgão responsável pela divulgação de informação privilegiada e de outras comunicações ao mercado	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	
	24	Órgão da sociedade competente para efetuar a avaliação de desempenho dos administradores executivos	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.33 alinea b)	
*	25	Descrição dos acordos entre a sociedade e os titulares do órgão de administração, que prevejam indemnizações em caso de demissão, despedimento sem justa causa ou cessação da relação de trabalho após uma mudança de controlo da sociedade.	[0,1,N/A]	Regulamentos 1/2007 e 1/2010. A descrição em si é voluntária.	Gandía (2008)
	26	Rotação do membro do conselho de administração responsável pelo pelouro financeiro	[0,1,N/A]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.11)	

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
B. Comissões Especializadas [CE]					
*	27	Existe uma comissão de remunerações	[0,1]	----	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	28	Composição da comissão de remunerações, incluindo nomes, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	29	Identificação do presidente da comissão de remunerações, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Biswas (2013)
	30	Número de reuniões da comissão de remunerações, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.37)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	31	Papel e funções da comissão de remunerações, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	32	Descrição da política de remuneração dos administradores executivos	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Biswas (2013)
*	33	Existe uma comissão de nomeações	[0,1]	----	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	34	Composição da comissão de nomeações, incluindo nomes, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	35	Identificação do presidente da comissão de nomeações, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Biswas (2013)
	36	Número de reuniões da comissão de nomeações, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.37)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	37	Papel e funções da comissão de nomeações, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	38	Regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros do órgão de administração, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.11)	Gandía (2008)
	39	Regras aplicáveis à designação e à substituição dos membros da comissão de auditoria, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.11)	Gandía (2008),

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
C. Auditoria e Gestão de Riscos [AGR]					
*	40	Existe uma comissão de auditoria	[0,1,N/A]	----	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	41	Composição da comissão de auditoria, incluindo nomes, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Mallin e Ow-Young (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	42	Identificação do presidente da comissão de auditoria, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Biswas (2013)
	43	Número de reuniões da comissão de auditoria, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.12)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	44	Papel e funções da comissão de auditoria, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012)
*	45	Descrição do trabalho realizado pela comissão de auditoria no âmbito das suas atribuições, se aplicável	[0,1,N/A]	----	Biswas (2013)
*	46	Existe uma comissão específica responsável pela gestão de riscos	[0,1]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012)
	47	Principais riscos económicos, financeiros e jurídicos a que a sociedade esta exposta no exercício da atividade	[0,1]	Regulamento CMVM: 1/2010 (II.9)	Biswas (2013)
*	48	Descrição do impacto e da probabilidade de ocorrência de cada um dos riscos potenciais	[0,1]	----	
	49	Descrição das medidas de gestão do risco implementadas e da sua eficácia	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	50	Avaliação do SCI e Gestão de Risco implementado	[0,1,N/A]	----	Mallin e Ow-Young (2012),
*	51	Duração do mandato do auditor externo	[0,1]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012)
	52	Montante dos honorários pagos ao auditor externo	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	53	Montante dos honorários pagos ao auditor externo relativos a serviços acessórios prestados	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	54	É feito referência ao período de rotatividade do auditor externo	[0,1]	Regulamento CMVM: 1/2010 (III.18)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	55	Referência (frase) à confiança que o órgão de fiscalização tem na independência e integridade do auditor externo	[0,1]	----	Samaha <i>et al.</i> (2012)

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
D. Estrutura de Propriedade [EP]					
	56	Percentagem da participação no capital dos acionistas maioritários	[0,1]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (III.2)	Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	57	Nº de ações da sociedade detidas pelos membros do órgão de administração, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (II.27)	Gandía (2008), Biswas (2013)
	58	Ações próprias detidas pela empresa, se aplicável	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (III.1)	Gandía (2008)
	59	Descrição das medidas suscetíveis de interferir no êxito de ofertas públicas de aquisição	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Samaha <i>et al.</i> (2012)
	60	Descrição dos negócios e operações realizados entre a sociedade e os membros do órgão de administração	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Gandía (2008)
	61	Direito de voto e modalidades de participação	[0,1,N/A]		Biswas (2013)
*	62	Disponibilização da informação preparatória da assembleia geral	[0,1]	-----	Gandía (2008), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	63	Detalhes da última assembleia geral de acionistas: data, principais itens discutidos e indicações de voto	[0,1]	-----	Gandía (2008), Biswas (2013)
E. Conformidade e Responsabilidade Empresarial [CRE]					
	64	Existe uma declaração de cumprimento das recomendações da CMVM sobre governo das sociedades	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	Mallin e Ow-Young (2012), Biswas (2013)
	65	A não adoção das recomendações é devidamente explicada	[0,1]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	
	66	É feita uma avaliação global (fundamentada) do grau de adoção de grupos de recomendações	[0,1]	Regulamento CMVM: 1/2010 (0.3)	Gandía (2008),
	67	Identificação do órgão na sociedade competente para avaliar o sistema de governo adotado e verificar a sua eficácia	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 11/2005, 1/2007 e 1/2010	
*	68	Existe um código de ética, aprovado pelo conselho de administração	[0,1]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	69	Divulgação no R&C do código de ética e respetivo programa de implementação	[0,1,N/A]	-----	Gandía (2008), Biswas (2013)

Inf.Vol.	N.º	Item de Informação sobre o Governo das Sociedades	Classif.	Referência Legal	Outros estudos
	70	Divulgação da política de comunicação de irregularidades (<i>whistleblowing</i>) adotada na sociedade	[0,1,N/A]	Regulamentos CMVM: 1/2007 e 1/2010 (III.35)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	71	Indicações relativas ao cumprimento da legislação ambiental	[0,1,N/A]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	72	Certificação no âmbito da gestão da qualidade	[0,1]	-----	
*	73	Programas de gestão de competências e formação contínua dos trabalhadores	[0,1]	-----	Biswas (2013)
F. Transparência Financeira [TF]					
*	74	Resultados financeiros e operacionais da empresa nos últimos 3 anos	[0,1]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	75	Capitalização bolsista no final do ano	[0,1]	-----	
	76	Declaração de responsabilidade do Conselho de administração relativamente às demonstrações financeiras	[0,1]	Art. 245.º/1/c do Reg. 5/2008 (exig. desde 2006)	Gandía (2008), Mallin e Owyong (2012), Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	77	Declaração de cumprimento com as normas internacionais de relato financeiro (NIRF)	[0,1]	CSC - Artigo 245.º, n.º 1, alínea c).	Biswas (2013)
	78	Principais políticas contabilísticas usadas na preparação das demonstrações financeiras	[0,1]	IAS 1 (Apresentação das Demonst. Financeiras).	Biswas (2013)
*	79	Julgamentos e estimativas utilizadas na preparação e elaboração das demonstrações financeiras	[0,1]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
	80	Natureza, tipo e elementos das transações com partes relacionadas	[0,1,N/A]	CSC - Art. 397º, n.º 4 e Art. 66º-A, n.º 2 (IAS 24)	Samaha <i>et al.</i> (2012), Biswas (2013)
*	81	Procedimentos e critérios para efeitos da avaliação prévia de transações entre partes relacionadas por parte do órgão de fiscalização	[0,1,N/A]	-----	Samaha <i>et al.</i> (2012)
*	82	Descrição das alterações de políticas, estimativas e erros	[0,1,N/A]	A descrição em si é voluntária.	Biswas (2013)

* Informação considerada voluntária para efeitos deste estudo

APÊNDICE 5.2

Empresas da Amostra - Data de admissão à negociação no Mercado de Cotações Oficiais

Empresa	Data de Admissão
ALTRI	01-03-2005
BRISA	24-11-1997
CIMPOR	04-07-1994
CIRES	31-12-1986
COFINA	17-02-1998
COMPTA	05-06-1988
CORTICEIRA AMORIM	11-12-1991
EDPR	06-03-2008
ESTORIL SOL	14-02-1986
F.RAMADA INVEST	07-07-2008
GALP ENERGIA	24-10-2006
GLINTT	28-06-1999
GRUPO MEDIA CAPITAL	30-03-2004
IBERSOL	21-11-1997
IMOB. GRAO PARÁ	10-07-1984
IMPRESA	05-06-2000
INAPA	25-03-1980
J. MARTINS	14-11-1989
LISGRÁFICA	02-06-1998
MARTIFER	28-06-2007
MOTA-ENGIL	31-03-1995
NOVABASE	03-07-2000
OREY ANTUNES	13-10-1986
PORTUCEL	27-06-1995
PORTUGAL TELECOM	01-06-1995
REDITUS	28-08-1987
REN	09-07-2007
SAG GEST	13-07-1998
SEMAPA	26-07-1995
SOARES COSTA	17-12-1986
SONAE SGPS	1983
SONAE CAPITAL	2008
SONAECOM	01-06-2000
SONAE INDÚSTRIA	09-07-1987
SUMOL COMPAL	31-12-1987
TEIXEIRA DUARTE	31-12-1998
TOYOTA CAETANO	10-12-1987
VAA	01-06-2001
ZON MULTIMÉDIA	15-11-1999

APÊNDICE 6.1

Índices de Divulgação – Tabelas de percentis estimadas

Diagrama de Extremos-e-Quartis - ID_GOV Soc

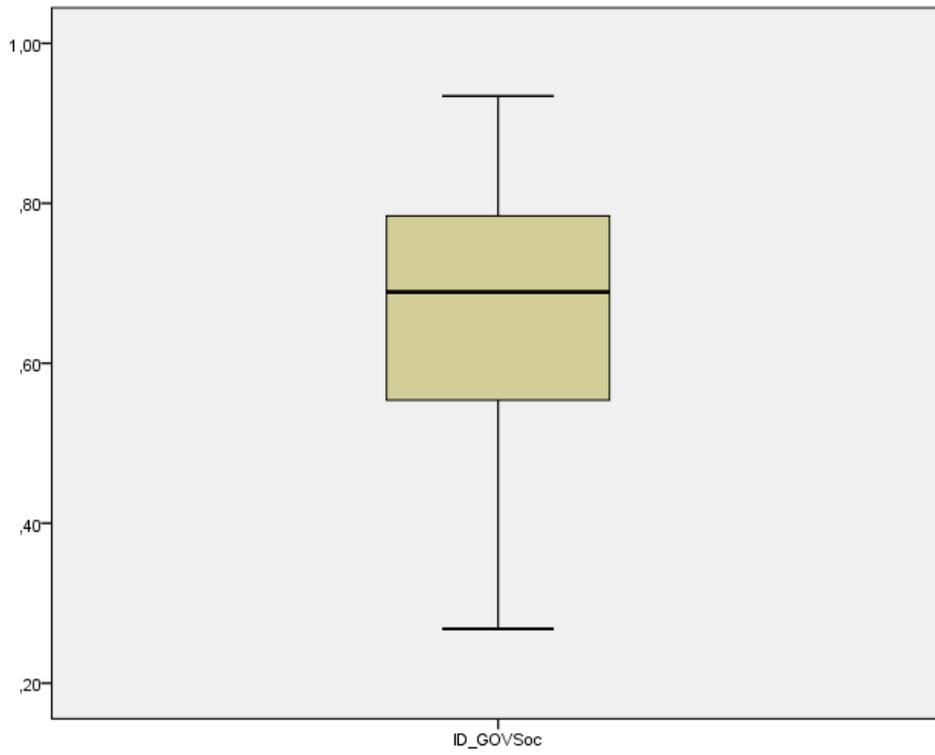


Diagrama de Extremos-e-Quartis - ID_InfV

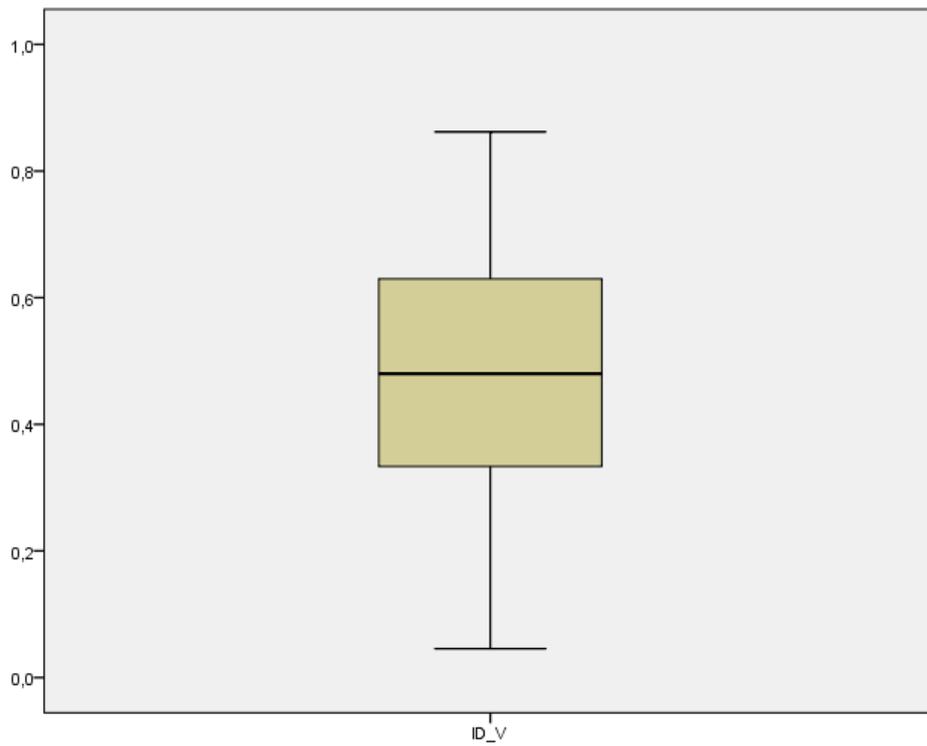


Diagrama de Extremos-e-Quartis - ID_InfNV

