



Universidade de Aveiro
Ano 2013

Instituto Superior de Contabilidade e Administração
de Aveiro

**Marília Medeiros
Santos**

**Teoria de Agência, Governo das Sociedades e
Opinião do Auditor**



Universidade de Aveiro
Ano 2013

Instituto Superior de Contabilidade e Administração
de Aveiro

**Marília Medeiros
Santos**

**Teoria de Agência, Governo das Sociedades e
Opinião do Auditor**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade – Ramo Auditoria, realizada sob a orientação científica da Professora Doutora Helena Coelho Inácio, Professora Adjunta da Universidade de Aveiro e Professora Doutora Elisabete Fátima Simões Vieira, Professora Coordenadora da Universidade de Aveiro.

O júri

Presidente

Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo
Professora Adjunta da Universidade de Aveiro

Arguente

Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis
Professora Adjunta do Instituto Superior de Contabilidade e
Administração de Coimbra

Orientadora

Professora Doutora Helena Coelho Inácio
Professora Adjunta da Universidade de Aveiro

Agradecimentos

Começo por agradecer às pessoas mais importantes da minha vida, os meus pais, pelo carinho, apoio e incentivo a nunca desistir dos meus sonhos, dando a oportunidade de prosseguir com os estudos. Agradeço, também, ao meu irmão, aos meus familiares, ao meu namorado e aos meus amigos, pelo carinho e pela compreensão de determinada ausência durante o curso e por me terem apoiado em momentos menos bons nesse percurso.

O meu sincero reconhecimento e agradecimento à minha orientadora, Doutora Helena Inácio, pela sua disponibilidade constante e pela sua orientação neste trabalho tão importante.

À Doutora Elisabete Vieira, o meu profundo agradecimento pela sua preciosa ajuda em todo o trabalho, principalmente no tratamento e análise dos dados.

Por último, e não menos importante, um agradecimento aos funcionários da biblioteca do ISCA-UA, particularmente à Dr.^a Maria do Céu por todo o seu apoio e receptividade demonstrada na pesquisa e recolha de elementos bibliográficos.

A todos, um bem-haja!

Palavras-chave

Auditoria, Teoria da Agência, Governo das Sociedades, Mercado de Capitais, Certificação Legal das Contas

Resumo

Os conflitos de agência surgiram com a separação entre a propriedade e o controlo das modernas empresas, tendo estes origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação e nas diferentes preferências de risco que existem entre principal e agente. O governo das sociedades é visto como um mecanismo que visa alinhar os interesses dos principais e dos agentes e além disso, espera-se que a auditoria também seja um meio de monitorização destas divergências.

Com as mudanças ocorridas no cenário mundial, que advêm dos escândalos financeiros dos últimos anos, tem sido intenso o foco no governo das sociedades e na auditoria através da supervisão eficaz e dos controlos internos. Em Portugal, esta matéria também veio adquirindo importância, pois as recomendações emitidas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) relativas ao governo das sociedades têm evoluído ao longo do tempo, de modo a garantir uma maior transparência e confiabilidade da informação financeira disponibilizada no mercado de capitais.

Este estudo tem por objetivo analisar o efeito da estrutura de propriedade e da direção das empresas nos pareceres de auditoria. Para perceber de que modo os pareceres de auditoria são influenciados por certas características relacionadas com o governo das sociedades, analisamos as empresas portuguesas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período compreendido entre 2008 e 2011.

Os nossos resultados mostram que a concentração de propriedade, a independência do conselho de administração, a presença de um comité de auditoria e um bom rácio de liquidez são indicadores positivos na opinião de auditoria e por conseguinte promovem uma informação financeira mais fiável. No entanto, no panorama português, os resultados obtidos não geram, na totalidade, o mesmo efeito que os referenciais teóricos de governo das sociedades anglo-saxónicas.

Keywords

Auditing, Agency Theory, Corporate Governance, Capital Market, Certification of Accounts.

Abstract

Agency conflicts arose with the separation of ownership and control of modern companies, these conflicts have originated in the different motivations and objectives, the information asymmetry and the different risk preferences that exist between principal and agent. Corporate governance is seen as a mechanism to align the interests of principal and agent, and moreover, it is expected that the audit is also a means of monitoring these differences.

With the changes in the global scenario, arising out of the financial scandals of recent years, there has been intense focus on corporate governance and auditing through effective oversight and internal controls. In Portugal, this matter also came acquire importance, as issued by the CMVM recommendations on corporate governance will have evolved over time to ensure greater transparency and reliability of financial reporting and the capital market.

This study aims to analyze the effect of ownership structure and corporate direction in audit opinions. To understand how the audit opinions are influenced by certain characteristics related with the corporate governance we analyze the Portuguese non-financial companies listed on Euronext Lisbon during the period between 2008 and 2011.

Our results show that the concentration of ownership, the independence of the board, the presence of an audit committee and a good liquidity ratio are positive indicators in the audit opinion and therefore promote more reliable financial information. However, in the Portuguese scenario, the results do not generate, in full, the same effect as the theoretical Anglo-Saxon corporate governance.

ÍNDICE

Índice de Figuras	III
Índice de Quadros	III
Índice de Tabelas	III
Lista de Abreviaturas	V
INTRODUÇÃO	1
Capítulo 1 - Revisão da Literatura	3
1.1. Teoria de Agência	3
1.1.1. Conflitos de Agência	4
1.1.2. Custos de Agência	6
1.1.3. Estrutura da Propriedade	8
1.1.4. Incentivos e Formas de Controlo dos Agentes	9
1.2. Teoria de Agência e a Auditoria	10
1.2.1. Auditoria Interna e Auditoria Externa	11
1.2.2. Comité de Auditoria	13
1.2.3. Independência do Comité de Auditoria e do Conselho de Administração	15
1.3. Governo das Sociedades	16
1.3.1. Governo das Sociedades e os Conflitos de Agência	17
1.3.2. Governo das Sociedades e a Auditoria	20
1.3.3. Governo das Sociedades em Portugal	22
1.4. Análise de Estudos Empíricos	25
1.4.1. Determinantes da qualidade das práticas do Governo das Sociedades	25
1.4.2. Governo das Sociedades e os Resultados Contabilísticos	28
1.4.3. Determinantes do Conselho de Administração e das Reuniões do Comité de Auditoria	32
1.4.4. O Governo das Sociedades e a Opinião de Auditoria	33

Capítulo 2 - Metodologia de Investigação	37
2.1. Problema de Investigação.....	37
2.2. Objetivo de Investigação e Definição das Hipóteses	38
2.3. Amostra	40
2.4. Modelo e Variáveis	41
2.5. Estatística Descritiva.....	43
Capítulo 3 - Resultados Empíricos	45
3.1. Análise Univariada	45
3.2. Análise Multivariada	46
3.3. Limitações do Estudo.....	50
CONCLUSÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA	51
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	53

Índice de Figuras

Figura 1 - Conflitos de Agência, Governo das Sociedades e Desempenho Económico...19

Índice de Quadros

Quadro 1 – Resumo dos Estudos Empíricos Analisados35
--

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Variáveis Independentes e Sinal Esperado42
Tabela 2 – Estatística Descritiva43
Tabela 3 – Resultados da Análise Univariada45
Tabela 4 – Resultados da Regressão Logística46

Lista de Abreviaturas

CA	Comité de Auditoria
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
COSO	<i>Committee of Sponsoring Organizations</i>
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DCA	Dimensão do Conselho de Administração
ECGI	<i>European Corporate Governance Institute</i>
ENDIV	Endividamento
EUA	Estados Unidos da América
ICA	Independência do Conselho de Administração
LIQ	Liquidez
OCDE	Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico
PROP	Concentração de Propriedade
ROA	Rendibilidade Operacional do Ativo
ROC	Revisor Oficial de Contas

INTRODUÇÃO

A teoria de agência relaciona-se com os problemas que surgem com a separação entre propriedade e controlo, que tem origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação e nas diferentes preferências de risco que existem entre principal (proprietário e/ou acionistas) e os agentes (gestores). De acordo com Jensen e Meckling (1976), o principal delega algum poder de decisão aos agentes, sendo estes acusados de utilizar e controlar os recursos económicos da empresa e de nem sempre agirem no melhor interesse do acionista, devido aos interesses e motivações divergentes. Consequentemente, os acionistas devem monitorizar os gestores para garantir que eles vão ao encontro dos seus interesses.

Para alguns autores, o principal meio de monitorização é conseguido através das contas anuais, cuja confiabilidade é reforçada pela auditoria através do relatório de auditoria (Goddard & Masters, 2000). Além disso, o governo das sociedades também é visto como um mecanismo que visa alinhar os diversos interesses entre acionista e gestor.

Acresce, ainda, que os vários escândalos financeiros levantaram sérias questões sobre a qualidade e a confiabilidade das informações financeiras e o tipo de relatório de auditoria, isto é, um relatório sem reservas ou com reservas é uma das preocupações do utilizador das demonstrações financeiras. Um relatório com reservas é um relatório com informação negativa que se espera que produza um efeito negativo sobre os utilizadores, podendo tornar o auditor suscetível à pressão da gestão, porém uma estrutura de governo das sociedades adequada pode ajudar o auditor a mitigar essa pressão.

Devido à importância e, também, à atualidade do tema, este estudo procura analisar o efeito da estrutura de propriedade e da direção das empresas nos pareceres de auditoria. Em particular, pretende-se analisar se os relatórios de auditoria com ênfases significativas ou reservas são influenciados pela concentração de propriedade, pela dimensão do conselho de administração e respetiva independência e pelo comité de auditoria, tendo por base as empresas portuguesas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período compreendido entre 2008 e 2011.

Este trabalho contribui para um melhor conhecimento e interesse nessa linha de investigação, tendo em conta a atualidade do tema e a escassez de trabalhos nesta área em Portugal.

Este trabalho de investigação encontra-se dividido em três capítulos.

No primeiro capítulo, é apresentada a revisão da literatura, onde são abordados vários conceitos e apreciações subjacentes ao tema desta investigação, nomeadamente a problemática da teoria de agência, o relacionamento desta teoria com a auditoria, assim como o relacionamento destas duas com o governo das sociedades. É abordada de uma forma sintética, a questão do governo das sociedades em Portugal, terminando este capítulo com a análise de alguns estudos empíricos considerados relevantes para o tema.

De seguida, no segundo capítulo, é descrita a metodologia de investigação, onde se expõe o problema de investigação, o objetivo, a definição das hipóteses, a amostra, as variáveis e o modelo utilizado e, ainda, a estatística descritiva.

No terceiro capítulo, evidenciam-se os principais resultados obtidos e apresentam-se os principais comentários a estes resultados, assim como as limitações inerentes ao estudo.

Por fim, encerra-se este trabalho de investigação com as principais conclusões e propostas de investigação futura.

Capítulo 1 - Revisão da Literatura

1.1. Teoria de Agência

A teoria de agência relaciona-se com os problemas que surgem com a separação entre a propriedade e o controle, que tem origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação e nas diferentes preferências de risco que existem entre principal (proprietário e/ou acionistas) e os agentes (gestores). Como é perceptível nesta relação de agência, os interesses e motivações entre estas partes podem ser convergentes ou divergentes.

No caso de convergência, existe um alinhamento de interesses entre as partes, que procuram um objetivo comum, mas as divergências de interesses causarão conflitos que deverão ser regulados pelo principal. Estes conflitos de agência, tal como referem Silva e Andrade (2008), são um processo e não um evento que ocorre num determinado momento e logo desaparece, podendo ser reduzido, mas nunca extinto. Assim, podemos afirmar que os conflitos sempre existirão, podendo apenas ser minimizados.

A origem do estudo da relação de agência pode ser encontrada em Smith (1776) quando este se debruça sobre a ineficiência das sociedades por ações, cuja gestão era confiada a um agente não proprietário, o qual não era incentivado a gerir no interesse daqueles que lhe pagavam. Posteriormente, Berle e Means (1932) estudam a transformação das pequenas empresas, de propriedade individual e não dissociada do controle, em grandes empresas, de capital disperso, levando à separação entre a propriedade e o controle das novas empresas.

Mais tarde, com o trabalho de Jensen e Meckling (1976), esta separação foi ganhando mais importância, apresentando o objetivo teórico da relação de agência. Para estes últimos autores esta relação é definida da seguinte forma “(...) as a *contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*” (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

Pode-se afirmar que a teoria da agência surge inicialmente com a separação entre propriedade e controle, sendo posteriormente ampliada pela visão contratual estabelecida entre o principal e os agentes, bem como o estabelecimento de formas de incentivos e monitorização dos seus agentes.

Para Adams (1994) a teoria da agência baseia-se na premissa de que os agentes têm mais informações do que os principais e esta assimetria de informações afeta negativamente a capacidade dos principais em monitorizar de forma eficaz se os seus interesses estão a ser devidamente atendidos pelos agentes. Também assume que os principais e agentes agem racionalmente e de forma a maximizar a sua riqueza. Assim sendo, os agentes têm motivações egoístas que são suscetíveis de criar a oportunidade de agir contra os interesses dos proprietários da empresa.

1.1.1. Conflitos de Agência

A divergência de interesses pode ser encontrada quando os resultados das empresas dependem do esforço do agente, que este recebe compensações elevadas e que não quer despendar esforço extra para alcançar os melhores resultados. O interesse do principal será melhor servido quanto maior for o esforço do agente, mas tal, em princípio, é contrário aos interesses do agente (Ross, 1973).

No contexto da teoria de agência existe um conflito de interesses quando estejam reunidas três condições (Argandoña, 2004):

- Divergência de resultados económicos: os interesses do principal são difusos e de baixo valor e os interesses do agente estão concentrados e são de elevado valor;
- Elevados custos de informação e de controlo para o principal;
- Elevadas barreiras de entrada, que dificultam a concorrência entre agentes rivais.

Para Heinrich (2002) as fontes destes conflitos são decorrentes das assimetrias de informação, diferenças de atitude perante o risco, e diferenças de direito na tomada de decisão. Este autor identifica como problemas de agência entre as partes, os conflitos entre: acionistas e gestores de topo; acionistas majoritários e minoritários e; acionistas e credores.

Os conflitos de agência entre acionistas e administradores, geralmente, surgem a partir de uma combinação de informação assimétrica e as diferenças de sensibilidade para o risco específico da empresa. Para Bancel (1997) cit. por Rodrigues (2009) os conflitos de objetivos entre acionistas e gestores podem ser os que a seguir se mencionam: os gestores podem atribuir a si próprios elevadas remunerações ou outras vantagens de natureza diferente, não justificadas (ex.: viatura de serviço); pagamento de despesas

sumptuárias (ex.: sede social); políticas de investimento contrárias ao princípio da maximização do valor para os acionistas; atitudes diferentes face ao risco. A totalidade do capital humano dos gestores está investida na empresa em que eles exercem a sua função. Ao contrário, os acionistas, nomeadamente nas grandes empresas por ações, investem apenas uma fração da sua riqueza. Daí que os gestores sejam tentados a privilegiar os investimentos cuja rendibilidade seja menos incerta, em detrimento de outros, que podendo ser potencialmente mais rentáveis, se apresentam, contudo, mais arriscados. Os acionistas podem ser prejudicados por esta política de investimentos e os gestores podem, por exemplo, ser tentados a empregar mais pessoas que o necessário, por receio de conflitos sociais. Esta política é igualmente contrária ao objetivo da maximização do valor das empresas e, conseqüentemente, da maximização da riqueza dos acionistas.

Em Portugal, pelo facto da concentração de propriedade ser elevada, o conflito entre acionistas e gestores tende a ser reduzido pois, na maior parte dos casos, são os proprietários que ocupam as funções de administração.

Os conflitos de interesse entre acionistas maioritários e minoritários surgem porque os acionistas maioritários, bem como gestores controladores, podem desviar parte dos recursos da empresa para benefício próprio à custa de acionistas não-controladores, ou seja, os minoritários. No caso dos gestores, estes benefícios podem assumir a forma de gratificações excessivas, tais como construção de sede luxuosa, ou estabelecimento de regras muito benéficas para os gestores mas sem agregação de valor aos acionistas, ou adiar decisões de reestruturação necessárias para evitar confrontos desagradáveis com os funcionários, sindicatos, políticos e meios de comunicação. No caso dos acionistas maioritários, os benefícios podem assumir a forma de preços de transferência através dos quais os lucros podem ser transferidos para outras empresas em que o acionista maioritário tem uma participação, ou venda de ativos a preços de saldo para as empresas de propriedade dos acionistas controladores (Heinrich, 2002).

Por outro lado, os problemas de agência entre credores e acionistas surgem porque os credores não participam no lucro das empresas, mas têm participação nas perdas em caso de insolvência. Essa assimetria cria um incentivo, uma vez que a dívida foi constituída, para que os acionistas prefiram empresas empreendedoras em projetos de investimento arriscados, ao contrário dos credores.

Bromwich (1992) cit. por Islam, Islam, Bhattacharjee, e Islam (2010) classificou a natureza dos problemas que possam surgir entre as partes acima mencionadas em quatro categorias:

- O risco moral com ação oculta;
- O risco moral com informação oculta;
- A seleção adversa;
- Sinalização de mercado.

O risco moral com ação oculta ocorre quando o agente pode determinar o resultado das suas ações, e a outra parte (o principal) não pode observar diretamente o esforço do agente. No risco moral com informações ocultas, o agente sabe algo relevante para a transação que o principal não sabe. Este é um exemplo de problema mais geral da seleção adversa, onde uma das partes não pode verificar se esta informação privada tem sido utilizada no melhor dos seus interesses. O problema é, portanto, a parte desinformada dar incentivos à parte informada para utilizar a informação privada à sua disposição para beneficiar o participante desinformado.

Um exemplo de seleção adversa é o das empresas de auditoria oferecerem serviços com qualidade diferente. A seleção adversa ou problema de informação oculta aparece se os auditores empregados não distinguirem a qualidade dos serviços prestados por diferentes empresas de auditoria. Para superar o problema, os auditores podem recorrer à publicidade para sinalização de mercado, onde procuram sinalizar a sua qualidade através das suas ações. Essas empresas também podem procurar conhecer as qualificações formais dos seus membros, se tais qualificações forem correlacionadas com a capacidade de oferecer serviços de alta qualidade.

1.1.2. Custos de Agência

Na relação entre o principal e o agente, o principal pode limitar as divergências, atribuindo incentivos ao agente e, de seguida, supervisionar o seu comportamento. Assim sendo, o principal incorre em custos na tentativa de alinhar os interesses do agente com os seus, os quais são chamados custos de agência.

Os custos de agência são definidos por Jensen e Meckling (1976) como a soma das despesas de monitorização (*monitoring*) por parte do principal, por exemplo, os custos

para submeter as demonstrações financeiras ao escrutínio da auditoria externa. Os custos de agência incluem ainda as despesas em que os agentes irão incorrer (*bonding costs*), ou seja, despesas com a concessão de garantias contratuais, como por exemplo os custos de auditoria interna, a fim de mostrar ao principal que estão a agir de forma responsável e de uma maneira consistente com o seu contrato de trabalho. Esta mesma ação também ajuda os agentes a garantir as suas posições na empresa e a proteger os seus níveis salariais. Estes custos de agência incluem, ainda, a soma das perdas residuais, decorrentes da perda de riqueza pelos acionistas em consequência do comportamento divergente dos agentes em relação ao objetivo de maximização de riqueza dos acionistas.

Os custos de agência surgem em qualquer atividade que envolva um esforço de cooperação entre dois ou mais agentes (Jensen & Meckling, 1976), sendo que a teoria de agência procura determinar o equilíbrio contratual que permita minimizar estes custos no seio da empresa (Fama & Jensen, 1983).

Jensen e Meckling (1976) distinguem dois tipos de custos de agência:

- a) Os custos de agência do financiamento por ações detidas por acionistas externos (*agency costs of outside equity*);
- b) Os custos de agência do endividamento (*agency costs of debt*).

No caso do proprietário/administrador (*owner-manager*) financiar-se por abertura de capitais a acionistas externos, surgem custos de agência gerados pelas divergências entre os interesses de ambos, pois contrariamente ao que acontecia anteriormente, a redução da riqueza do administrador, não é igual ao incremento dos benefícios pessoais retirados da atividade da empresa. Deste modo, o proprietário administrador procura maximizar os seus benefícios pessoais em detrimento dos acionistas externos.

Jensen e Meckling (1976) mencionam algumas formas de evitar os custos de agência por abertura do capital a acionistas externos, nomeadamente através do aumento das despesas de monitorização pelos acionistas externos ou aumentando o nível de endividamento.

Contudo, o aumento do nível de endividamento para reduzir os custos de agência por abertura do capital a acionistas externos ou por outro motivo diferente, pode levar a empresa a defrontar-se com outro tipo de custo de agência, ou seja, custos de agência de endividamento. Este custo é gerado pelo conflito de interesses das partes já

anteriormente mencionadas, nomeadamente entre acionistas e credores. Os custos de agência do endividamento decorrem, em primeiro lugar, do facto dos proprietários se sentirem motivados a investir em atividades de alto risco. Caso os credores prevejam essa eventualidade, o preço que estão dispostos a pagar pelos títulos da dívida diminui. Outro custo de agência associado ao endividamento é o custo com garantias contratuais, que protegem os credores das ações desfavoráveis dos administradores. Por último, outra componente dos custos de agência do endividamento é a possibilidade de falência originada por elevados níveis de endividamento.

1.1.3. Estrutura da Propriedade

A divergência de interesses, já anteriormente referida, pode existir independentemente da dispersão acionista, embora o controlo desta divergência seja complexo quando a propriedade do capital está dispersa.

As características da estrutura da propriedade afetam a natureza dos conflitos de agência entre os acionistas e os gestores. Quando a estrutura acionista é dispersa, os conflitos de interesse surgem entre os acionistas externos e os gestores, os quais, em geral, não detêm qualquer participação no capital da empresa, ou quando detêm, é mínima (Jensen & Meckling, 1976). Contrariamente, quando existe concentração de propriedade, isto é, quando o grau de concentração do capital permite a apenas um acionista deter o controlo sobre a mesma, a natureza dos conflitos de agência mudam do conflito gestor-acionista para conflitos entre acionistas majoritários (sendo, muitas vezes, os próprios gestores), e acionistas minoritários (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Assim, a análise da propriedade dos direitos de voto, isto é, dos direitos de controlo sobre as decisões não especificadas nos contratos estabelecidos pela empresa, assume uma peculiar relevância para entender os conflitos de agência no seio desta. Uma estrutura de propriedade concentrada é importante nas grandes empresas, pois afeta o desempenho económico e tem influência na sua continuidade. Uma estrutura contratual apropriada é tanto melhor quanto mais eficiente for a combinação das funções da direção, de controlo e de gestão de riscos, num mesmo agente. Então, é o grau de dispersão que determina a maior ou menor eficiência da separação das funções supra referidas. Portanto, nas organizações complexas, onde o conhecimento específico se encontra distribuído em todos os níveis da mesma, a separação de funções será eficiente, ao contrário das

organizações não complexas, onde o conhecimento específico está concentrado num ou em poucos agentes, sendo mais fácil a mobilização (Fama & Jensen, 1983).

Nos países da Europa continental, a estrutura acionista das sociedades é mais concentrada, alargando as suas relações a outras partes interessadas, como trabalhadores, clientes, fornecedores, credores e sociedade em geral e não apenas aos gestores e acionistas. Assim, o conflito de interesses inerente nestes países é aquele que opõe os acionistas majoritários às outras partes interessadas (Rodrigues, 2009).

Com exceção dos Estados Unidos da América (EUA) e do Reino Unido, o modelo de governo das sociedades mais comum na Organização de Cooperação e de Desenvolvimento Económico (OCDE) e em muitos dos países desenvolvidos é o sistema continental, que se caracteriza por elevada concentração da propriedade, como comprova o estudo de La Porta, Lopez-de-Silanes, e Shleifer (1999). Esta constatação veio contrariar o modelo de propriedade dispersa, originalmente idealizado por Berle e Means (1932) e, posteriormente, disseminado por Jensen e Meckling (1976).

La Porta et al. (1999) analisaram as vinte maiores empresas de vinte e sete países, com vista a observar em quantas dessas empresas havia pelo menos um grande acionista ou bloco de acionistas (*blockholder*). Definindo uma sociedade de capital disperso como sendo aquela que não tem nenhum grande acionista e considerando grande acionista como aquele que detém pelo menos 20% do capital de uma sociedade, os autores concluíram que 100% das vinte maiores empresas no Reino Unido e 80% das vinte maiores empresas nos EUA tinham o seu capital disperso. Em contrapartida, na França, 60% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso, na Alemanha 50%, em Espanha 35%, na Itália 20%, em Portugal e na Grécia 10% e na Bélgica 5% das vinte maiores empresas tinham o seu capital disperso. Deste modo, podemos constatar que os países anglo-saxónicos têm um maior grau de dispersão de capital.

1.1.4. Incentivos e Formas de Controlo dos Agentes

De modo a assegurar que os gestores atuam de acordo com os interesses e objetivos do principal, este último deve pôr em prática sistemas de incentivo e de controlo que conduzam a esse fim. Estes incentivos podem ser dados sob diversas formas e existem conjuntos de compensações complexos, revelando os vários tipos de constrangimentos que os acionistas impõem aos gestores.

Na prática, encontram-se compensações que resultam da combinação entre: lucros líquidos, capitais próprios, crescimento das vendas, vendas líquidas e lucro bruto. No entanto, existem proprietários que procuram envolver os gestores na propriedade da empresa, substituindo regalias correntes, que se traduzem em custos elevados, por planos de *stocks options*¹ sobre ações da empresa (Esperança, 2000). Sempre que uma parte substancial da compensação dos gestores está diretamente relacionada com o desempenho global da empresa, os gestores avessos ao risco assumem riscos substanciais e podem evitar efetuar investimentos em projetos com risco, não obstante os resultados positivos esperados, em detrimento da riqueza dos acionistas.

Os bônus e outras retribuições que estejam relacionadas com os resultados, pretendem levar os gestores a alinharem-se com os interesses dos acionistas, reduzindo a discricionariedade daqueles. Porém, a eficácia deste tipo de atuação implica que as compensações aumentem quando o desempenho global da empresa aumenta e que reduzam caso contrário (Ross, 1977).

1.2. Teoria de Agência e a Auditoria

A teoria da agência é amplamente utilizada na literatura financeira e, para Adams (1994), esta teoria permite tanto explicar como prever a nomeação e desempenho dos auditores externos. Argumenta, ainda, que a teoria da agência fornece uma estrutura teórica útil para a função de auditoria interna, ou seja, está na gênese da auditoria. O autor refere ainda que a teoria da agência ajuda a explicar o papel e as responsabilidades atribuídas aos auditores internos da organização, e que esta prevê como a função de auditoria interna é suscetível de ser afetada pela mudança organizacional. Segundo Adams (1994, p. 4), *“Agency theory contends that internal auditing, in common with other intervention mechanisms like financial reporting and external audit, helps to maintain cost-efficient contracting between owners and managers.”*

Tendo em conta a definição de relação de agência de Jensen e Meckling (1976), é claro que o acionista, ou principal, delega algum poder de decisão aos gestores ou agentes. Os gestores são acusados de utilizar e controlar os recursos económicos da

¹ Os planos de *stock options* dos gestores conferem ao seu titular o direito – mas não a obrigação – a, durante determinado período de tempo, adquirirem ações da empresa a um preço pré-determinado – o preço do exercício. Os ganhos derivam da valorização da ação face ao preço do exercício.

empresa e nem sempre agem no melhor interesse do acionista, em parte devido à seleção adversa e ao risco moral. Portanto, os acionistas devem monitorizar os gestores para garantir que eles vão ao encontro dos seus interesses. O principal meio de monitorização é conseguido através das contas anuais, cuja confiabilidade é reforçada pela auditoria através do relatório de auditoria (Goddard & Masters, 2000).

No entanto, as contas podem ser inadequadas para efeitos de controlo devido à assimetria de informação, dado que, os gestores têm mais informações do que os acionistas ou auditores. Contudo, espera-se que a auditoria possa detetar as omissões ou distorções e comunicá-las aos acionistas. No entanto, a monitorização incorre em custos que o acionista pode não estar disposto a suportar.

Quando a propriedade está concentrada, há duas visões conflitantes sobre a qualidade da informação contabilística. Um ponto de vista é que, como Shleifer e Vishny (1997) afirmam, quando aumenta a concentração de propriedade a um nível onde um proprietário obtém o controlo efetivo da empresa, os acionistas majoritários podem usar a manipulação de resultados para expropriar os acionistas minoritários. Isso vai reduzir a procura por auditorias de qualidade. Outro ponto de vista, como Jensen e Meckling (1976) referem, é que um aumento nas participações do maior acionista proprietário reduz os custos de agência e, assim, há maior necessidade de gerir lucros, a fim de aliviar as restrições contratuais. Neste caso, os acionistas majoritários estarão mais motivados para melhorar os lucros e mais interessados na função da auditoria. Isto é consistente com a teoria da agência, que afirma que quando uma empresa aumenta em complexidade e diversidade, o número de relações de agência também aumenta, havendo uma maior necessidade de monitorização das ações dos gestores por meio da auditoria (Office of Accounting Research, 1984).

1.2.1. Auditoria Interna e Auditoria Externa

Tendo em conta os vários colapsos financeiros divulgados por grandes empresas, a profissão de auditoria interna e externa tem sofrido diversas mudanças, sendo este facto referido por diversos autores. Fadzil, Haron, e Jantan (2005) argumentam que é perceptível que a auditoria interna tem passado por mudanças dramáticas expandindo o seu âmbito de uma forma que lhe permite fazer maiores contribuições para a organização em que atua.

De acordo com Fadzil et al. (2005), um levantamento feito pelo Instituto Malaio de Governo das Sociedades, Instituto de Auditores Internos da Malásia e pela empresa de auditoria Ernst & Young, concluiu que os auditores internos conseguem compreender e apreciar os processos de negócio de uma empresa, agem como consultores de gestão para reduzir os riscos e ajudam a administrar uma empresa de forma mais eficiente e eficaz, aumentando o valor da empresa e, conseqüentemente, a riqueza dos acionistas.

A função de auditoria interna é muito importante, relacionando-se com o sucesso de uma organização no alcance dos objetivos de gestão, bem como na monitorização do sistema de controlo interno. Segundo Fadzil et al. (2005), os principais objetivos do sistema de controlo interno de uma organização são os seguintes: garantir que as informações financeiras são precisas e confiáveis; assegurar que a organização está em conformidade com as políticas, planos, procedimentos, leis, regulamentos e contratos; garantir que os ativos estão protegidos contra perdas e roubo; certificar que os recursos são utilizados de forma eficiente, e que os objetivos e metas estabelecidos para as operações estão a ser cumpridos. Isto vai ao encontro do conceito de controlo interno definido pelo *Committee of Sponsoring Organizations (COSO)* que refere que o controlo interno é:

“(...) a process, effected by an entity’s board of directors, management, and other personnel, designed to provide reasonable assurance regarding the achievement of objectives in the following categories: effectiveness and efficiency of operations; reliability of reporting and compliance with applicable laws and regulations.” COSO (2011, p. 1).

Para Jiraporn (2006) a auditoria externa desenvolveu-se para ajudar a aliviar os conflitos de agência, reduzindo a assimetria de informações entre gestores e acionistas. Como refere DeFond (1992), a literatura e pesquisa anterior mostrou que a procura por qualidade de auditoria é uma função dos custos de agência decorrentes da disparidade de interesses entre o gestor e o proprietário. A qualidade de auditoria (e, portanto, também a seleção do auditor) está relacionada com os custos de agência e estes, por sua vez, são influenciados pela força dos direitos dos acionistas.

Da mesma forma, DeAngelo (1981a, 1981b) argumentou que a auditoria externa foi desenvolvida para ajudar a resolver conflitos de agência, definindo a qualidade de auditoria como a probabilidade de um auditor descobrir uma distorção no sistema de

contabilidade, e denunciá-la. Assim, a qualidade da auditoria alcança o atributo do serviço de auditoria, que é diminuir os conflitos de agência.

A regulamentação também é suscetível de afetar os custos de agência, pois a regulamentação oferece um certo grau de monitorização. Sendo assim, os gestores das empresas reguladas devem ser menos capazes de colher os benefícios privados à custa dos acionistas (Booth, Cornett, & Tehranian, 2002). Assim, os custos de agência devem ser menores em empresas reguladas. Contudo, há um *trade-off* entre estes dois mecanismos de controlo dos custos de agência. As empresas que estão sujeitas a regulamentação podem recorrer, em menor grau, à auditoria externa como uma ferramenta para reduzir custos de agência, isto é, a regulação e a auditoria externa podem ser substitutos na redução dos custos de agência (Jiraporn, 2006).

1.2.2. Comité de Auditoria

Para aumentar a capacidade da direção em cumprir as suas responsabilidades legais e garantir a credibilidade e objetividade dos relatórios financeiros, o comité de auditoria é visto como um meio que promove tais práticas (Islam et al., 2010). As empresas estabelecem um comité de auditoria dentro do conselho de administração para que este possa assumir um papel ativo na fiscalização contabilística da empresa e nas políticas de comunicação. Um comité de auditoria deve ser composto na maioria por conselheiros independentes ou não-executivos que não são funcionários da empresa. Esse comité deverá atuar como um elo de comunicação entre a administração, auditores e toda a gestão da empresa (Islam et al., 2010).

Uma das funções do comité de auditoria é rever os controlos internos, levando a sistemas mais eficazes. Para Goddard e Masters (2000) os comités de auditoria aparecem em empresas de maior dimensão e onde há uma maior proporção de administradores não executivos. Os comités de auditoria devem rever as demonstrações financeiras antes de serem apresentadas à direção, devendo levar a uma maior qualidade dos relatórios financeiros. No entanto, Kalbers (1992) considerou que a importância dos comités de auditoria no processo de informação financeira varia entre as empresas.

Wallace (1984), por exemplo, verificou que os departamentos de auditoria interna podem reduzir os custos de auditoria externa. Enquanto os comités de auditoria executam uma função diferente dos departamentos de auditoria interna, mas ambos são meios que

melhoram os relatórios financeiros e reduzem os problemas de agência. Isto sugere que os comitês de auditoria também podem reduzir os honorários de auditoria.

Os agentes podem adotar procedimentos e métodos contabilísticos cujos resultados favoreçam a maximização da sua própria riqueza sob forma de compensação. Assim, um comité de auditoria é uma forma de reduzir este problema. De acordo com Fama e Jensen (1983), eficazes comitês de auditoria melhoram a qualidade e credibilidade das demonstrações financeiras anuais auditadas, auxiliam o trabalho do conselho de administração e salvaguardam os interesses dos acionistas.

Os comitês de auditoria reúnem-se mais frequentemente em grandes empresas principalmente quando a empresa de auditoria é uma das *Big4*². De acordo com a evidência empírica, as *Big4*, isto é, as grandes empresas de auditoria, conseguem uma maior eficácia na monitorização da credibilidade dos relatórios financeiros. No mesmo sentido, Krishnan (2003) argumenta que as grandes empresas de auditoria têm mais recursos e especialistas na deteção da manipulação de resultados e, acima de tudo, têm maiores incentivos para proteger a sua reputação por possuírem carteiras de clientes de elevada dimensão.

No entanto, em cenários caracterizados pela concentração de propriedade, os grandes acionistas com acesso à informação aproveitam os benefícios do controlo privado e acesso direto à informação. Os acionistas maioritários não têm incentivos para fomentar a atividade da direção e do comité de auditoria, pois um intenso ambiente de monitorização pode elevar o custo de extração de benefícios privados para eles (Greco, 2011). Pesquisas anteriores, como as de Méndez e García (2007) consideram que um grande controlo acionista tem um impacto negativo sobre a frequência das reuniões do comité de auditoria. Por outro lado, Fama e Jensen (1983) afirmam que a concentração de propriedade pode substituir outros mecanismos de controlo porque esta concentração permite alinhar os interesses dos gestores e dos acionistas, reduzindo os custos de agência.

No passado recente, os grandes colapsos financeiros têm mostrado as fragilidades do sistema de governo das sociedades, mesmo nos países economicamente desenvolvidos. Para Islam et al. (2010), estas fraquezas têm de ser removidas e afirmam

² A literatura aponta como auditoras de qualidade as denominadas “Big4”: PricewaterhouseCoopers; Deloitte; KPMG; Ernest & Young.

que tem havido uma mudança nas práticas de governo das sociedades em diferentes países onde o comitê de auditoria foi abordado e aceite como uma importante força do governo das sociedades.

1.2.3. Independência do Comitê de Auditoria e do Conselho de Administração

Na literatura acerca da auditoria que se baseia na teoria de agência, o foco principal tem sido a compreensão do impacto da independência do conselho de administração e/ou do comitê de auditoria nos relatórios financeiros e questões de auditoria (Cohen, Krishnamoorthy, & Wright, 2008).

A existência de um comitê de auditoria minimiza a possibilidade de práticas de manipulação de resultados, principalmente quando este é composto por uma elevada percentagem de membros independentes (Xie, Davidson Iii, & DaDalt, 2003).

As pesquisas nesta área colocam a hipótese de que a independência é de valor para os acionistas. Por exemplo, Rosenstein e Wyatt (1990) cit. por Cohen et al. (2008) verificaram que a nomeação de diretores independentes, ou seja, que estão fora do seio da empresa, está associada a rendibilidades anormais positivas no mercado de ações. Outras pesquisas em auditoria têm explorado o impacto da independência do comitê de auditoria em informações financeiras. Beasley, Carcello, e Hermanson (1999) e Beasley, Carcello, Hermanson, e Lapidés (2000), por exemplo, concluíram que as empresas que declararam fraude financeira eram menos propensas a ter um comitê de auditoria forte e independente.

Em estudos baseados na teoria da agência, a implicação de ter um conselho de administração e um comitê de auditoria independente contribui para garantir a qualidade do processo de relato financeiro. Carcello, Hermanson, Neal, e Riley Jr (2002) mostram que os conselhos independentes estão dispostos a pagar por serviços extra de auditoria, isto é, preocupam-se com a melhoria da qualidade dos serviços de auditoria. Além disso, a teoria da agência sugere que o conselho e o comitê de auditoria vão aliar-se com o monitor (o auditor) em disputas com a gestão, reduzindo assim os custos de agência, promovendo maior transparência e equidade nos relatórios financeiros.

Em Portugal, o plano normativo da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) relativo à incompatibilidade e independência dos órgãos de fiscalização, requer que a maioria dos membros do comité de auditoria seja independente. No plano recomendatório, a CMVM recomenda que, de entre o 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. A CMVM acrescenta, ainda, que se considera independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade, nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de: (1) ser titular ou atuar em nome ou por conta de titulares de participação qualificada igual ou superior a 2% do capital da sociedade; (2) ter sido eleita por mais de dois mandatos, de forma contínua ou intercalada (CMVM, 2010).

1.3. Governo das Sociedades

Nestas últimas décadas, com vista a promover as políticas de bom governo, muitos países europeus desenvolveram códigos de boas práticas de governo das sociedades. O primeiro código apareceu no Reino Unido, no início dos anos 90, o Relatório de Cadbury. Este código incorpora um conjunto de recomendações e um conjunto de boas práticas, focalizando-se no papel dos administradores não executivos e auditores internos e na transparência dos relatórios financeiros (Cadbury, 1992). Esse relatório tornou-se bastante representativo e serviu de modelo a outras iniciativas.

Existem várias definições de governo das sociedades e todas elas surgem associadas à perspetiva do problema de agência, que ocorre quando existem conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e trabalhadores de uma empresa, originados pela separação entre a propriedade de capital e o controlo.

O governo das sociedades é definido pelo Relatório Cadbury (1992, p. 15), como “(...) *the system by which companies are directed and controlled.*”

Para a CMVM, o governo das sociedades é “(...) *o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emittentes de ações admitidas à*

negociação em mercado regulamentado.” (CMVM, 2007, p. 3). Evidencia-se aqui o interesse do governo das sociedades para o mercado de capitais.

Uma lista completa dos códigos em vigor na União Europeia está disponível no sítio do *European Corporate Governance Institute* (ECGI). Os códigos são voluntários e não vinculativos, aplicando-se o princípio “*Comply or Explain*”³ e destinam-se maioritariamente às sociedades cotadas, embora podendo ser adotadas pelas restantes sociedades. A maioria deles tem como objetivo a melhoria da qualidade do governo dos órgãos de administração. Outros dos objetivos mais referidos são a melhoria da responsabilidade das empresas perante os acionistas e/ou a maximização do valor para o acionista e a melhoria do desempenho da empresa, competitividade e/ou acesso ao capital (ECGI, 2012).

1.3.1. Governo das Sociedades e os Conflitos de Agência

O governo das sociedades é visto como uma alternativa aos conflitos de agência, ou seja, é um mecanismo que visa alinhar os interesses dos principais e dos agentes.

Em resposta aos escândalos financeiros, têm sido tomadas medidas para proteger a transparência das informações, minimizar os conflitos de interesse e garantir a independência dos auditores, a fim de proteger os interesses dos investidores e aumentar a confiança nos mercados de capitais (Mayoral & Sánchez-Segura, 2008). Para estes autores, a enorme pressão que o mercado de capital exerce sobre os gestores poderá fazer com que estes se envolvam em práticas de manipulação de lucros contabilísticos (*earnings management*), a ponto de estarem dispostos a sacrificar valor para atender às expectativas dos investidores e estar à altura das previsões feitas pelos analistas. A literatura refere algumas motivações para a manipulação de resultados, incidindo principalmente nas categorias dos custos de agência, assimetria de informação e externalidades relacionadas com as partes contratualizadas (Martins & Moutinho, 2007). Assim, as práticas do governo das sociedades devem ser bem traçadas e construídas com integridade.

³ A racionalidade do princípio “*Comply or Explain*” reside no pressuposto de que deve haver uma explicação para o não cumprimento, permitindo uma valoração dessas razões de modo a que a tornem materialmente equivalente ao cumprimento da recomendação.

O governo das sociedades impõe efeitos sobre a qualidade da informação contabilística, porém, o trabalho de Beasley et al. (1999) mostra que a fraqueza das estruturas de governo das sociedades é um aliado para a execução da fraude. Os autores referem ainda que, por esta razão, as empresas envolvidas em escândalos financeiros nos EUA exibiam pouca independência e atividade dos conselhos e comités, reduzida presença de especialistas nestes órgãos de supervisão e controlo, pequenas percentagens de grandes empresas de auditoria e elevada proporção de empresas com concentração significativa de poder, em que o Presidente do Conselho de Administração também era o Presidente do Conselho Executivo.

O Relatório Cadbury (1992) conclui que a capacidade de monitorização da empresa é fraca quando a mesma pessoa assume a presidência destes dois órgãos, pois a redução de níveis de monitorização possibilita a concentração de poderes e possíveis conflitos de interesse. É de referir que, em caso de possíveis conflitos de interesse, os investidores tornam-se mais cautelosos na aplicação dos recursos e procuram empresas que tenham melhores práticas de governo das sociedades, para que não sejam expropriados pelos gestores e acionistas controladores (Almeida, Santos, Ferreira, & Torres, 2010).

Para a diminuição dos efeitos causados pelos problemas de agência, o governo das sociedades comporta uma vertente interna e uma vertente externa: na primeira aceção, entende-se o conjunto das regras organizativas dentro de cada sociedade cotada; a vertente externa, por sua vez, reporta-se à avaliação sobre o desempenho das sociedades que é feito através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado (CMVM, 2007). Estas vertentes podem ser observadas na figura 1, e espera-se que estes mecanismos de governo das sociedades contribuam para um bom desempenho económico.

Para Fama e Jensen (1983), o órgão de administração é o mais importante e eficaz mecanismo de controlo, por surgir no topo da estrutura de governo das sociedades. O Relatório de Cadbury (1992) sugere que as boas práticas em relação ao órgão de administração deverão atender à existência de uma maioria de administradores não executivos, pois minimizará a probabilidade de fraude nos relatórios financeiros.

Figura 1: Conflitos de Agência, Governo das Sociedades e Desempenho Económico

Fonte: Adaptado de Silveira (2002).

Na literatura sobre governabilidade empresarial, a dimensão do conselho de administração é considerado um importante mecanismo de gestão de monitorização. No entanto, a dimensão da direção também é um fator que afeta a atividade dos administradores. Em grandes conselhos de administração, os benefícios da capacidade do aumento da monitorização podem trazer problemas de coordenação e de tomada de decisão mais demorada (Jensen, 1993).

Jensen (1993) afirma que a capacidade do conselho para monitorizar a empresa aumenta com a dimensão da direção, levando a uma maior qualidade dos relatórios financeiros. Mas por outro lado, direções excessivamente grandes podem estar associadas a uma redução da capacidade de comunicar, coordenar e acompanhar, resultando numa direção menos propensa a funcionar de forma eficaz e, conseqüentemente, pior qualidade dos relatórios financeiros.

Em cenários caracterizados pela concentração da propriedade, os acionistas dominantes podem procurar maximizar os seus interesses pessoais e expropriar a riqueza de outros investidores (Shleifer & Vishny, 1997). Igualmente, investimentos rentáveis poderiam ser renunciados por causa de benefícios privados (Shleifer & Wolfenzon, 2002). Neste caso, os conflitos de agência podem ocorrer entre grandes acionistas com poder de informação e não nos outros. Assim, enquanto os grandes acionistas privilegiados desfrutam dos benefícios de controlo privado, os acionistas minoritários contam com a atividade de acompanhamento do conselho de administração (Fama & Jensen, 1983) e de outros mecanismos de controlo.

Os diretores independentes são chamados para salvaguardar os interesses dos investidores que estão fora do seio da empresa. A possível ameaça para a eficácia da atividade dos diretores independentes é a presença de grandes acionistas majoritários e fortes líderes no conselho, podendo causar tendência no processo de nomeação (Jensen, 1993). Vafeas (1999) argumenta que os diretores independentes tendem a exigir mais reuniões do conselho para melhorar a sua capacidade de acompanhar a gestão, referindo ainda que pode ser esperada uma relação positiva entre a representação independente no conselho e o nível de atividade.

1.3.2. Governo das Sociedades e a Auditoria

Os escândalos financeiros levantaram sérias questões sobre a qualidade e a confiabilidade das informações auditadas. Com as preocupações resultantes da Lei Sarbanes-Oxley de 2002 em relação à proximidade do relacionamento entre auditor e gestão, é de destacar a importância da auditoria como um importante mecanismo de governação através do qual os acionistas podem procurar acompanhar a gestão (Chan, Lin, & Zhang, 2007).

Franck e Sundgren (2012) referem que após uma década do colapso da Enron e da WorldCom e à passagem posterior da nova Lei Sarbanes-Oxley, nos EUA em 2002, é natural que estejam a ser implementados em todo o mundo Códigos de Governo das Sociedades. No mesmo sentido, Carcello, Hermanson, e Raghunandan (2005a) argumentam que após estes escândalos tem sido intenso o foco no governo das

sociedades e na auditoria, através da supervisão eficaz e dos sistemas de controlo interno.

Vários são os estudos que examinaram a relação entre os diferentes mecanismos do governo das sociedades e medidas diferentes na qualidade dos lucros (Abbott, Parker, & Peters, 2004 e Xie et al., 2003). No entanto, há pouca evidência dos fatores que determinam a presença endógena de tais mecanismos, tal como afirma Dey (2008).

Além disso, pesquisas anteriores concentraram-se principalmente numa medida única de governo das sociedades, por exemplo, a presença de um comité de auditoria ou na presença de um departamento de auditoria interna (Carcello, Hermanson, & Raghunandan, 2005b). Os autores Goodwin-Stewart e Kent (2006) estudaram a presença voluntária de uma função de auditoria interna nas empresas australianas, concluindo que apenas um terço das empresas tinham uma função de auditoria interna e que a presença desta função estava fortemente associada à dimensão da empresa e à gestão de risco.

As funções de auditoria interna deverão reforçar os instrumentos de governo das sociedades, permitindo um maior controlo do risco de negócio e dos processos de governo (Martins & Moutinho, 2007). Carcello et al. (2005a, 2005b) estudaram as mudanças verificadas na auditoria interna durante o período dos grandes escândalos financeiros nos EUA, verificando que durante este período, por um lado os orçamentos de auditoria interna, os níveis de pessoal aumentaram significativamente e, por outro, aumentaram o número de reuniões do comité de auditoria e a própria duração das reuniões.

Segundo Franck e Sundgren (2012), os procedimentos do controlo interno e gestão de risco são usados para gerir os riscos que o governo das sociedades enfrenta. Acresce que o controlo interno está intimamente relacionado com os mecanismos de governo das sociedades, pois é o conselho de administração e os seus comités de auditoria que são responsáveis pelo controlo.

A teoria da agência sugere, ainda, que a estrutura de propriedade de uma empresa afeta a procura por auditoria externa (DeFond, 1992 e Jensen & Meckling, 1976). Quando a propriedade se torna mais dispersa, o acompanhamento direto pelos acionistas torna-se mais caro, e espera-se uma maior confiança na auditoria como um mecanismo de governo das sociedades, a fim de mitigar os problemas de agência.

1.3.3. Governo das Sociedades em Portugal

As principais normas legais que regulam o governo das sociedades em Portugal estão contidas no Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86, de 2 de setembro do Ministério da Justiça, objeto de sucessivas alterações, e no Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99, de 13 de novembro do Ministério das Finanças.

Com o desenvolvimento dos mercados financeiros em Portugal, houve a necessidade de um aperfeiçoamento dos mecanismos de controlo dos investidores. Desta forma, a CMVM apresentou um conjunto de recomendações para o contexto nacional relativas ao governo das sociedades, que são internacionalmente tidas como indutoras de um bom governo das sociedades cotadas.

Este conjunto de recomendações não procura impor modelos rígidos e uniformes. O objetivo é contribuir para a otimização do desempenho das sociedades, bem como para uma composição equilibrada dos interesses dos acionistas. Tais recomendações pretendem apresentar-se como um exercício tendente à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários.

Embora estas recomendações sejam dirigidas às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, podem, também, ser seguidas pelas outras sociedades.

Estas recomendações têm conhecido uma evolução significativa, quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à correspondente envolvente regulamentar. A sua versão originária, datada de outubro de 1999, continha um conjunto de dezassete recomendações acerca da transparência e divulgação do seu cumprimento.

Dois anos mais tarde, o Regulamento n.º 7/2001 da CMVM obrigou as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado à divulgação anual de informação sobre diversos aspetos ligados ao governo societário, acentuando assim o relevo da informação, ao impor às sociedades cotadas o dever de divulgar se, e em que medida, cumpriam tais obrigações ou, caso não o fizessem, explicassem por que tal não acontecera. É o princípio denominado por *Comply or Explain* – respeitar ou justificar os desvios, que assenta em mecanismos de mercado para a penalização das sociedades, com opções discutíveis do ponto de vista da governabilidade empresarial. No

entanto, uma adequada reação do mercado apenas é possível se o modelo de governação de cada sociedade cotada for conhecido em detalhe.

Em 2003, mantendo-se as linhas fundamentais do Regulamento n.º 7/2001 da CMVM, e em especial a filosofia *Comply or Explain* que o enforma, este voltou a ser atualizado, por forma a tornar mais completo o relatório anual sobre governo das sociedades. As alterações às recomendações em vigor e ao Regulamento n.º 7/2001 foram objeto de consulta pública a partir de julho de 2003, com ampla participação das partes interessadas. As alterações introduzidas procuraram incorporar contributos da Comissão Europeia relativos à independência dos auditores e sobre o Plano de Ação relativo ao Direito das Sociedades.

Em 2005, a ênfase das modificações relacionou-se com o aperfeiçoamento do sistema de fiscalização interna das sociedades e de aclaração das políticas de remuneração dos membros do órgão de administração. Além de recomendar a adoção de uma política de comunicação de irregularidades alegadamente ocorridas no seio da sociedade, introduz uma inovação nas práticas de governabilidade empresarial em Portugal, procurando, assim, evitar danos agravados pela continuidade da prática irregular.

No ano de 2007, o conjunto das recomendações conhece uma nova arrumação sistemática e passa a ser designado por “Código do Governo das Sociedades da CMVM”. A evolução registada no teor das recomendações parte da alteração do quadro normativo dos modelos de governo das sociedades anónimas surgida com o Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março dos Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça.

Mais recentemente, o Regulamento n.º 1/2010 da CMVM revogou o Regulamento n.º 1/2007, intervindo sobre os seguintes aspetos:

- Consagra a possibilidade do emitente de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado escolher o Código de Governo de Sociedade que entenda mais adequado às suas características, desde que respeite os princípios consagrados no artigo 1.º, n.º 2, isto é, o recurso a um Código de Governo das Sociedades diferente do divulgado pela CMVM é admitido quando a sociedade, prévia e fundamentadamente, informe a CMVM dessa decisão e o mesmo obedeça a princípios e consagre práticas de governo societário que, globalmente, assegurem um nível de proteção dos interesses dos acionistas e de

transparência do governo societário não inferiores aos assegurados pelo código de governo das sociedades divulgado pela CMVM; abranja, pelo menos, as matérias constantes do código divulgado pela CMVM; e seja emitido por uma instituição que reconhecidamente congregue especialistas em assuntos de governo das sociedades, e que funcione com independência relativamente a quaisquer interesses particulares;

- Estabelece a informação a divulgar sobre a remuneração dos membros dos órgãos de administração e fiscalização das sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, na sequência da publicação da Lei n.º 28/2009, de 19 de junho.

Contudo, o Regulamento n.º 1/2010 da CMVM, anteriormente referido, foi revogado a 18 de julho de 2013 pelo novo Regulamento n.º 4/2013 da CMVM que entrará em vigor a partir de 1 de janeiro de 2014. Este novo regulamento incide sobre o conteúdo informativo de prestação obrigatória onde são reformuladas as exigências de caráter regulamentar, centrando-as na prestação das informações tidas por essenciais para garantia de um conhecimento adequado das práticas de governo adotadas por cada sociedade. Acresce, ainda, que em relação à vertente recomendatória passa a admitir-se o recurso a Códigos de Governo distintos do Código da CMVM (art.º 2.º, n.º 1), tal como anteriormente, no entanto já não é necessária qualquer apreciação prévia por parte da CMVM. Assim, serão os órgãos decisórios da sociedade a escolherem o Código a que quer se submeter mas terão que justificar de forma fundamentada a opção tomada, constituindo esta a única contrapartida para o maior grau de liberdade que esta opção proporciona.

O relatório sobre o governo das sociedades deverá ser elaborado por todas as sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado situado ou a funcionar em Portugal, devendo divulgar, em capítulo do relatório anual de gestão especialmente elaborado para o efeito ou em anexo a este, um conjunto de informações sobre a estrutura e práticas de governo societário.

A informação a prestar sobre a estrutura e práticas de governo societário tem de ser completa e as sociedades estão sujeitas ao Código de Governo das Sociedades da CMVM ou a um outro código. De acordo com o Regulamento n.º 4/2013 da CMVM, a informação sobre a estrutura e práticas de governo societário a divulgar deve ser

estruturada de acordo com o modelo constante do anexo que faz parte integrante daquele.

A acrescida importância dada à informação financeira, no contexto do mercado de valores mobiliários, fez com que os auditores tenham um papel crucial no controlo da informação, assegurando, pelo menos, que esta seja organizada e apresentada de acordo com as leis e os regulamentares.

Em Portugal, o próprio CVM exige que determinada informação financeira seja verificada por um Revisor Oficial de Contas (ROC). Para assegurar a idoneidade, independência e competência técnica dos auditores, estes são obrigados a registarem-se junto da CMVM. Os ROC registados na CMVM e contratados não podem ser beneficiários de vantagens particulares ou deter, diretamente ou por interposta pessoa, quaisquer valores mobiliários emitidos pelas entidades a quem prestam serviços ou outras entidades relacionadas.

Assim sendo, a função dos ROC é muito clara: proteger a correção e a qualidade da informação. Os ROC desempenham uma função essencial e é nesta linha de importância que se exige que certa informação financeira seja necessariamente verificada por um ROC, que emite a sua opinião através da Certificação Legal de Contas (art.º 8º do CVM).

Neste contexto, é compreensível a crescente exigência para os ROC das sociedades cotadas, pois o serviço prestado por estes afeta as decisões, quer dos investidores, quer dos restantes agentes interessados. Por último, o mercado de capitais induz a uma grande pressão para a melhoria do desempenho financeiro, e a remuneração dos executivos vinculada aos resultados da sociedade obriga a uma vigilância apertada no plano financeiro.

1.4. Análise de Estudos Empíricos

1.4.1. Determinantes da qualidade das práticas do Governo das Sociedades

Um estudo conduzido por Franck e Sundgren (2012) teve como objetivo avaliar se a concentração de propriedade, alavancagem e procura por financiamento de capital estão associados à qualidade das práticas do governo das sociedades, recorrendo para tal a

uma amostra de empresas da Suécia. Os autores chegaram a três principais conclusões. Começaram por encontrar uma associação positiva entre a variável da dispersão de propriedade e a qualidade do governo das sociedades para a amostra de empresas que tiveram de seguir o Código de Governo das Sociedades. Este resultado mostra que a qualidade dos controlos e relatórios é importante, em particular se a propriedade for dispersa. Consequentemente, a avaliação dos gestores é, em grande parte, baseada no desempenho relatado e, não tanto na monitorização direta dos acionistas.

Os membros do conselho de administração em empresas com propriedade dispersa são menos propensos a possuir ou representar os proprietários com grandes participações na empresa. Isto implica que eles assumem o risco dos relatórios financeiros não estarem devidamente corretos. Os autores concluíram ainda que o índice de qualidade do governo das sociedades está negativamente associado com a alavancagem, sendo este resultado contrário à típica predição baseada na teoria de agência.

Por último, e segundo os autores, a conclusão principal relaciona-se com as diferenças da qualidade de governo das sociedades entre as empresas que tiveram e que não tiveram de seguir o Código de Governo das Sociedades. As empresas que tinham de seguir o Código tiveram pontuação mais elevada no que respeita à qualidade das práticas de governo das sociedades, o que levou os autores a perguntarem a si próprios “(...) *the Code has forced companies to invest too much in corporate governance or whether the Code has opened the eyes of companies to the benefits of corporate governance and internal control?*” (Franck & Sundgren, 2012, p. 660). De um modo geral, os autores concluíram que as empresas têm adotado mais e melhores práticas de governo das sociedades e de controlo interno, mostrando os benefícios que estes trazem para uma empresa.

Almeida et al. (2010) desenvolveram um estudo com o objetivo de investigar os determinantes da qualidade das práticas de governo das sociedades das empresas brasileiras de capital aberto, que possuem investimento público. Os autores concluíram que a pontuação do índice de governo das sociedades é considerada boa, e em relação aos determinantes da qualidade das práticas de governo das sociedades observaram que a maior concentração de ações de controlo nas mãos de um único acionista influencia positivamente o indicador da qualidade das práticas de governo das sociedades, mas as variáveis desempenho, grau de alavancagem, tangibilidade, perspectivas de crescimento e

idade têm um impacto negativo sobre as práticas de governo das sociedades de capital aberto.

A concentração de propriedade pode ser prejudicial para a qualidade das práticas de governo das sociedades devido à possibilidade dos interesses dos grandes acionistas serem divergentes dos restantes acionistas. Contudo, não se verificou tal aspeto no estudo de Almeida et al. (2010). Também para outros autores como Durnev e Kim (2005), o governo das sociedades melhora com a concentração de propriedade. Além disso, a divergência de interesses existe independentemente da dispersão acionista, sendo o controlo desta divergência complexo quando a propriedade do capital está dispersa.

Em relação ao desempenho, este não era o resultado esperado por Almeida et al. (2010), pois outros estudos indicam que há uma relação positiva entre o desempenho da empresa e a qualidade das práticas de governo das sociedades. Por exemplo, Klapper e Love (2004) referem que o melhor governo das sociedades está associado ao mais alto desempenho operacional, medido através da rentabilidade do ativo.

Quanto à alavancagem, foi encontrada por Almeida et al. (2010) uma relação negativa e esta poderá ser corroborada com outros estudos em que também se verificou o mesmo tipo de relação, nomeadamente o estudo de Franck e Sundgren (2012). No entanto, existem estudos que encontraram uma relação contrária. Ariff, Ibrahim, e Othman (2007) argumentam que as empresas com elevado grau de endividamento aumentam as práticas do governo das sociedades de forma a obter melhor reputação, enquanto que Cho e Kim (2003) referem que estas empresas podem ser pressionadas pelos seus investidores, tais como instituições financeiras, a aumentar as práticas de governo das sociedades.

Quanto à variável dimensão, esta inverteu o sinal numa das estimações do período analisado por Almeida et al. (2010), não sendo possível saber o sentido da sua influência sobre as práticas do governo das sociedades. Embora a literatura refira que as empresas maiores podem ter sérios problemas de agência, sendo mais difícil monitorizá-los, as empresas podem escolher regras mais rigorosas de governo das sociedades para evitar elevados custos de agência. Porém, as pequenas empresas podem ter melhores oportunidades de crescimento, maiores necessidades de financiamento externo e melhores mecanismos de controlo. Assim sendo, quer as empresas de maior dimensão quer as de menor dimensão têm incentivos para adotar boas práticas de governo das sociedades. Contudo, há autores que referem que as empresas maiores tendem a ter

melhores práticas, pois dispõem de mais recursos e a implementação de uma boa estrutura de governo das sociedades tem um custo elevado (e.g., Ariff et al. 2007).

Ainda de acordo com o estudo de Almeida et al. (2010), a tangibilidade do ativo influencia negativamente as práticas de governo das sociedades de capital aberto. Assim, as empresas com elevados níveis de ativos intangíveis devem apresentar melhores práticas de governo das sociedades para se mostrarem mais atrativas aos investidores. Durnev e Kim (2005) referem que os ativos intangíveis são mais difíceis de serem monitorizados e mais fáceis de serem roubados, face aos tangíveis. Desta forma, as empresas que operam com uma maior proporção de ativos intangíveis podem encontrar um ponto ótimo e adotar mecanismos de controlo mais rigorosos para prevenir a má utilização desses ativos. Sendo assim, Durnev e Kim (2005) encontraram uma relação positiva entre as práticas de governo das sociedades e a proporção desses ativos.

No que diz respeito à relação entre o crescimento e a variável dependente, Almeida et al. (2010) encontraram uma relação negativa, embora esta variável devesse estar positivamente associada com as práticas de governo das sociedades, pois as empresas com boas oportunidades de crescimento necessitam de aumentar o financiamento externo para poder expandir e desta forma, poderão ter interesse em adotar boas práticas.

Por último, os resultados de Almeida et al. (2010) indicam que a idade influencia negativamente a qualidade das práticas de governo das sociedades sendo este resultado contraditório com alguma literatura, nomeadamente com o artigo de Ariff et al. (2007), segundo o qual as empresas que já operam há alguns anos apresentam um sistema bem estabelecido e equipado com bastantes recursos e possuem uma boa reputação no país onde atuam, o que conduz a um bom governo das sociedades. Acrescentam ainda que as empresas maduras possuem mais experiência para aprender com os efeitos das más e boas práticas, esperando assim que a idade apresente uma relação positiva com as práticas de governo das sociedades.

1.4.2. Governo das Sociedades e os Resultados Contabilísticos

Mayoral e Sánchez-Segura (2008) analisaram os efeitos das atividades do governo das sociedades sobre a qualidade do resultado das empresas não-financeiras cotadas no

mercado de capitais espanhol, concluindo que existe uma influência moderada das atividades realizadas por órgãos e comités, e que, em particular, o grau de atividade do conselho de administração tem uma relação positiva com a qualidade do resultado, embora a sua dimensão e composição tenha uma relação contrária. Esta visão é sustentada por Jensen (1993), pois o seu trabalho indica os benefícios de uma dimensão reduzida e discute a forma como a dimensão do conselho está inversamente relacionada com a sua capacidade para orientar a empresa para estratégias de longo prazo.

Em contrapartida, os conselhos de administração maiores permitem contar com uma maior especialização dos seus membros. De facto, os resultados de Peasnell, Pope, e Young (2005) mostram a existência de uma relação positiva entre a dimensão do conselho e a qualidade da contabilidade. Quanto à independência e à atividade do comité de auditoria, nenhuma das variáveis se mostrou estatisticamente significativa. De salientar que a literatura refere-se mais ao contexto anglo-saxónico, e refere o papel positivo que o comité de auditoria tem sobre a qualidade e integridade da informação contabilística, conforme o trabalho de Abbott et al. (2004).

No que diz respeito à participação da gestão na propriedade da empresa, os resultados de Mayoral e Sánchez-Segura (2008) evidenciam que níveis moderados de participação proporcionam um efeito benéfico na qualidade da contabilidade, mas quando a participação aumenta acima de um determinado nível, o efeito inverte-se tornando-se negativo. Fernández, Gómez-Ansón, e Fernández-Méndez (1998) referem também que a participação da administração tem limites de modo a minimizar os problemas de agência mas ao assumir o controlo da empresa aumenta os problemas de agência em vez de reduzi-los.

Finalmente, os autores Mayoral e Sánchez-Segura (2008) concluíram que a presença das famílias fundadoras no capital favorece a qualidade da contabilidade. Aliás, a opinião de que os efeitos da propriedade da família trazem benefícios para as empresas é partilhada por outros autores, nomeadamente por Anderson e Reeb (2003), que referem que as empresas controladas pelas famílias fundadoras são em média mais rentáveis do que as não-familiares.

Todavia, muitas das vezes, o controlo familiar coloca os interesses da família acima dos interesses dos outros constituintes organizacionais. Isso parece dever-se ao poder de voto predominante e ao envolvimento com o conselho de administração, o que facilita a implementação de políticas e projetos que beneficiam a família em detrimento do

desempenho global da empresa (La Porta et al., 1999). Por outro lado, a presença de uma família de controlo permite um maior acompanhamento do conselho de administração, através da presença dos seus membros na composição do mesmo, reduzindo os custos de agência associados à separação entre a propriedade e o controlo. A família de controlo tem o incentivo de aumentar o valor da empresa e de melhorar a vigilância sobre os gestores, pois estes fatores estão associados diretamente à sua riqueza e ao nome de família, e por sua vez, estão ligados à continuidade do negócio.

Mayoral e Sánchez-Segura (2008) não obtiveram nenhuma evidência de efeitos induzidos pela presença de acionistas significativos e pela existência de esquemas de remuneração baseados em ações ou opções de ações. De salientar que a literatura argumenta que, em contextos em que a remuneração da gestão está ligada aos resultados contabilísticos, nomeadamente em empresas em que o presidente pode influenciar as práticas do governo, os gestores têm incentivos para manipular os resultados (Davila & Penalva, 2006).

Em relação à manipulação de resultados, Martins e Moutinho (2007) testaram o papel dos mecanismos de governo das sociedades no constrangimento das práticas de manipulação de resultados em Portugal. Os resultados evidenciam que a existência de um comité de auditoria independente e a existência de uma maioria de administradores independentes no órgão de administração diminuem a probabilidade da manipulação dos resultados. No entanto, a existência de uma maioria de administradores institucionais apresenta sinal positivo em relação à manipulação dos resultados, o que segundo os autores é contraditório face à literatura. Este resultado pode estar condicionado ao ambiente institucional dominante na Europa Continental, caracterizado por um elevado peso de participações qualificadas de investidores institucionais e famílias tradicionais (Castells, 2003).

Martins e Moutinho (2007) chegaram ainda à conclusão que o grau de endividamento e a existência de níveis de desempenho extremos também estão positivamente relacionados com a manipulação de resultados. Por último, os autores referem a resistência à divulgação das remunerações individuais dos membros de administração. Quanto ao dever de informação da remuneração dos elementos chave da organização, a resistência à sua implementação entre os Estados Membros ainda é muita, embora no Reino Unido tal seja obrigatório para os gestores e membros dos órgãos de administração das sociedades cotadas. Finalmente, estes autores concluíram que o grau de cumprimento

das recomendações sobre o governo das sociedades por parte das empresas da amostra é reduzido, verificando que 43% das sociedades cotadas cumprem apenas metade, ou até menos da metade, das recomendações propostas pela CMVM.

Góis (2009) estudou a relação entre a composição e as características do governo das sociedades na qualidade do relato financeiro partindo de uma amostra de empresas não-financeiras cotadas na Bolsa de Valores Portuguesa, no período de 1996 a 2001.

Em termos gerais, a autora concluiu que a dimensão média do conselho de administração é semelhante a outros países, mas que em relação à proporção de administradores não executivos independentes a percentagem é relativamente baixa, em comparação com outros estudos. Além disso, a dimensão da empresa e a alavancagem estão positivamente correlacionadas, sendo esta relação estatisticamente significativa. A autora concluiu, ainda, apesar de algumas destas conclusões serem opostas ao previsto na literatura, que a dimensão da empresa influencia negativamente a qualidade do relato. Assim, embora com base na literatura a autora previsse que quanto maior fosse a dimensão da empresa, maior era a probabilidade da qualidade do relato financeiro, os resultados não confirmaram essa previsão.

Em relação à dimensão e composição do conselho de administração, Góis (2009) concluiu o seguinte: uma maior dimensão não influencia positivamente a qualidade do relato financeiro; a partir de um certo número de elementos que compõem o conselho de administração esta composição deixa de ser eficaz, isto é, a partir de uma certa dimensão existe uma relação negativa entre a dimensão do conselho e a qualidade do relato; o nível de independência do conselho de administração não tem qualquer efeito sobre a qualidade das demonstrações financeiras; a mudança de *Chief Executive Officer* (CEO) não significa uma redução da qualidade do relato financeiro e a mudança do conselho de administração não produz efeito na qualidade do relato.

A autora explica que estes resultados podem resultar das peculiaridades da realidade portuguesa. Assim, não foi possível comprovar a relação da dimensão do conselho de administração com a qualidade do relato, mas na verdade o número de administradores com funções executivas, em Portugal, é reduzido e, pelo contrário, existe uma concentração de poder muito forte. Uma das descobertas mais surpreendentes foi a irrelevância do grau de independência do conselho de administração na qualidade dos relatórios financeiros, a explicação para tal resulta de muitos dos diretores independentes que compõem o conselho de administração não serem nem independentes nem

diretores, pois é uma prática comum entre as grandes empresas portuguesas integrar entre os seus diretores ex-políticos que asseguram uma forte ligação com o governo através das suas ligações políticas. Estes membros não cumprem os deveres de independência e supervisão do conselho de administração.

Por último, Góis (2009) concluiu que estes resultados fornecem a evidência de que, embora em termos formais, as empresas portuguesas tenham acompanhado as principais diretrizes internacionais relacionadas com recomendações de governo das sociedades, a implementação real dessas regras não ocorreu. Para a autora portuguesa, as restrições em uma economia como Portugal, tipo continental, evita que a aplicação prática de recomendações relacionadas com o governo das sociedades seja influenciada por um efeito positivo na qualidade de relato financeiro, aliado ao facto da Bolsa de Valores Portuguesa mostrar um baixo nível de eficiência, estando longe de ser um mercado financeiro perfeito significando que as práticas de divulgação de informações financeiras e transparência são de pouco interesse. Desta forma, os efeitos esperados pelos referenciais teóricos de governo das sociedades anglo-saxónicos não produzem consequências no cenário português.

1.4.3. Determinantes do Conselho de Administração e das Reuniões do Comité de Auditoria

Greco (2011) levou a cabo um estudo acerca dos determinantes do conselho de administração e da frequência das reuniões do comité de auditoria, relacionando a estrutura de propriedade, ou as características do conselho, num ambiente caracterizado por grandes acionistas controladores, recorrendo a uma amostra de empresas italianas. O autor concluiu que a concentração da propriedade não está associada à direção e à frequência de reuniões do comité de auditoria. Contudo, os resultados empíricos mostram que o conselho e a frequência das reuniões do comité de auditoria estão negativamente associados com a concentração de propriedade e positivamente associados com a proporção de diretores independentes no conselho.

Em geral, estes resultados são consistentes com a visão baseada na teoria de agência de que a concentração de propriedade e diretores independentes são mecanismos de controlo substitutos. A administração tende a ser mais ativa em empresas com maior representação independente no conselho e menos ativa em empresas onde diretores-

acionistas têm a supervisão direta e acesso à informação. Em contrapartida, o autor não encontrou evidência de que o conselho e a frequência das reuniões do comitê de auditoria estão significativamente relacionados com a dualidade CEO ou a presença de um diretor-geral independente.

Adicionalmente, os resultados não suportam a visão de que um maior conselho poderia sofrer de ineficiência e coordenação de problemas, visão esta suportada por Jensen (1993). Além disso, não foi encontrada nenhuma associação significativa entre a dimensão do conselho e a frequência de reuniões no comitê de auditoria. Também foi encontrado pouco suporte para a visão de que a atividade dos administradores está relacionada com um elevado grau de alavancagem, em resposta à procura de monitorização por credores externos.

Greco (2011) concluiu que os conselhos são mais ativos em empresas mais recentes e verificou que os comitês de auditoria se reúnem mais frequentemente em grandes empresas, principalmente quando a empresa de auditoria é uma das *Big4*. Esta evidência foi encontrada por outros autores, nomeadamente por Méndez e García (2007) e; Raghunandan e Rama (2007). Além disso, as empresas mais novas devem ser percebidas como mais arriscadas e com mais necessidade de atividade de monitorização.

1.4.4. O Governo das Sociedades e a Opinião de Auditoria

Outro estudo, nesta temática, está relacionado com os efeitos de determinadas condições relacionadas com o governo das sociedades sobre os pareceres de auditoria. Assim, Ballesta e García-Meca (2005) analisaram se o tipo de relatório de auditoria, nomeadamente os relatórios qualificados⁴, é influenciado pela concentração de propriedade e pela posse da direção, das empresas cotadas na Bolsa de Madrid. A teoria da agência argumenta que diferentes tipos de proprietários têm diferentes formas de governar quando a propriedade está separada do controlo. Assim, os autores analisaram a influência de membros da família nas qualificações dos relatórios de auditoria. Além

⁴ Relatórios qualificados são relatórios de auditoria que contêm reservas, isto é, quando o auditor não pode obter prova apropriada e suficiente através de qualquer procedimento de auditoria para emitir a sua opinião.

disso, testaram a possibilidade de que em empresas com uma pequena direção será improvável ter contabilidade formal e sistemas de controlo de gestão.

Os resultados mais significativos são de que a probabilidade de obter um relatório de auditoria limpo (sem reservas) está relacionada com a concentração de propriedade e a presença de membros da família no conselho. Os resultados são consistentes com a teoria que afirma que quando os gestores são os proprietários, agem no interesse da empresa e que as demonstrações financeiras são menos suscetíveis de atrair qualificações de auditoria, pois Jensen e Meckling (1976) afirmam que os agentes são acusados de utilizar e controlar os recursos económicos da empresa e nem sempre agem no melhor interesse do proprietário. Assim, quando o gestor é o proprietário, espera-se que as demonstrações financeiras sejam adequadas. Para os autores espanhóis, estes resultados suportam a noção de que a concentração da propriedade oferece melhor estrutura de governo das sociedades, resultando numa maior qualidade dos relatórios financeiros e, portanto, provavelmente, menor probabilidade em receber relatórios de auditoria qualificados.

Por outro lado, os autores também referem que a presença de membros da família na direção aumenta a possibilidade de obter um relatório qualificado. Uma explicação, com base na teoria da agência, sugere que o domínio da família deverá estar associado a níveis mais baixos de independência do conselho de administração e maiores custos de agência, incluindo baixos níveis de transparência corporativa. Outras explicações postulam que nesse tipo de empresas, os conselhos são menos propensos a pressionar os auditores a emitir um relatório limpo, porque os custos de receber um parecer negativo são mais baixos. Também a probabilidade dos acionistas tomarem medidas punitivas diminui com o aumento da influência da família, embora existam opiniões discordantes, como é o caso de Anderson e Reeb (2003).

Finalmente, Ballesta e García-Meca (2005) concluíram que as empresas que receberam opinião qualificada de auditoria apresentam menores níveis de rendibilidade e índices de liquidez.

No Quadro 1 podemos ver o resumo dos objetivos e principais resultados dos diferentes estudos analisados.

Estudo	Objetivo de Estudo	Principais Conclusões
Franck e Sundgren (2012)	Avaliar se a concentração de propriedade, alavancagem e procura por financiamento de capital estão associados à qualidade das práticas do governo das sociedades.	Relação positiva entre a dispersão de propriedade e a qualidade das práticas de governo das sociedades para as empresas que tiveram de seguir o Código de Governo das Sociedades; Relação negativa entre alavancagem e a qualidade das práticas de governo das sociedades; Diferença significativa na qualidade das práticas de governo das sociedades entre as empresas que tiveram de seguir o Código de Governo das Sociedades e as que não seguiram, sendo a melhor qualidade das práticas nas empresas que seguiram o Código.
Almeida et al. (2010)	Investigar os determinantes da qualidade das práticas de governo das sociedades das empresas brasileiras de capital aberto.	A maior concentração de propriedade num único acionista influencia positivamente a qualidade das práticas de governo das sociedades, em contrapartida o desempenho (ROA), grau de alavancagem, tangibilidade, perspectivas de crescimento e idade são variáveis que influenciam negativamente.
Mayoral e Sánchez-Segura (2008)	Analisar os efeitos das atividades do governo das sociedades sobre a qualidade do resultado das empresas não-financeiras cotadas no mercado de capitais espanhol.	O grau de atividade do conselho de administração tem uma relação positiva com a qualidade dos resultados mas não existe relação com a sua dimensão e composição; Nenhuma das variáveis relacionadas com o comité de auditoria se mostrou significativa com a qualidade dos lucros; Níveis moderados de participação na propriedade da empresa proporcionam um efeito benéfico na qualidade da contabilidade; A presença de famílias fundadoras entre os acionistas das empresas está positivamente associada à qualidade e a ganhos nos resultados.
Martins e Moutinho (2007)	Testar o papel dos mecanismos de governo das sociedades no constrangimento das práticas de manipulação de resultados em Portugal.	Um comité de auditoria independente e uma maioria de administradores independentes no órgão de administração diminuem a probabilidade da manipulação dos resultados; Uma maioria de administradores institucionais, o grau de endividamento e a existência de níveis de desempenho extremos estão positivamente relacionados com a manipulação de resultados; Existe resistência à divulgação das remunerações individuais dos membros de administração e o grau de cumprimento das recomendações sobre o governo das sociedades por parte das empresas da amostra é reduzido.

(continuação)

Estudo	Objetivo de Estudo	Principais Conclusões
Góis (2009)	Analisar a relação entre a composição e as características do governo das sociedades na qualidade dos relatórios financeiros das empresas portuguesas.	A dimensão média do conselho de administração é semelhante a outros países ao contrário da proporção de administradores não executivos independentes; A dimensão da empresa e a alavancagem estão positivamente correlacionadas; A dimensão da empresa influencia negativamente a qualidade do relato. Quanto à dimensão e composição do conselho de administração a partir de uma certa dimensão existe uma relação negativa entre esta e a qualidade do relato; O nível de independência do conselho de administração não tem qualquer efeito sobre a qualidade das demonstrações financeiras; A mudança de CEO não significa uma redução da qualidade do relato financeiro e a mudança do conselho de administração não produz efeito na qualidade do relato.
Greco (2011)	Investigar os determinantes do conselho de administração e a frequência das reuniões do comité de auditoria.	O conselho e a frequência das reuniões do comité de auditoria está negativamente associado com a concentração de propriedade e positivamente associado com a proporção de diretores independentes no conselho; Os conselhos são mais ativos em empresas mais recentes e os comités de auditoria reúnem-se mais frequentemente em grandes empresas, principalmente quando a empresa de auditoria é umas da <i>Big4</i> .
Ballesta e García-Meca (2005)	Analisar o efeito das práticas de governo das sociedades sobre os pareceres de auditoria.	A probabilidade de obter um relatório de auditoria limpo está relacionada com a concentração de propriedade; A presença de membros da família na direção aumenta a possibilidade de obter um relatório qualificado; As empresas que receberam qualificações de auditoria apresentam menores níveis de rendibilidade e índices de liquidez.

Quadro 1: Resumo dos Estudos Empíricos Analisados

Capítulo 2 - Metodologia de Investigação

2.1. Problema de Investigação

Tendo em conta a definição de relação de agência definida por Jensen e Meckling (1976), considera-se que o acionista ou principal delega algum poder de decisão aos gestores ou agentes. Por sua vez, os gestores são acusados de utilizar e controlar os recursos económicos da empresa e de nem sempre agir no melhor interesse do acionista. Portanto, os acionistas devem monitorizar os gestores para garantir que estes vão ao encontro dos seus interesses. Um dos principais meios de monitorização passa pelas contas anuais da empresa, cuja confiabilidade é reforçada pela auditoria (Goddard & Masters, 2000). Espera-se ainda que a auditoria possa detetar as omissões ou distorções cometidas pelos gestores e comunicá-las aos acionistas. Além disso, considera-se expectável que o governo das sociedades seja um mecanismo capaz de alinhar os interesses dos principais e dos agentes.

Os escândalos financeiros levantaram sérias questões sobre a qualidade e a confiabilidade das informações auditadas. Contudo, para alguns autores é de destacar a importância da auditoria como um mecanismo de governação, através do qual os acionistas podem procurar acompanhar a gestão (Chan et al., 2007).

Como afirma DeFond (1992), a investigação mostrou que a procura por qualidade de auditoria é uma função do conflito de agência causada pela disparidade entre a gestão e os incentivos de propriedade.

O tipo de relatório de auditoria, isto é, um relatório sem reservas ou com reservas é a preocupação central do utilizador das demonstrações financeiras. A dificuldade da decisão de qual o tipo de relatório a emitir, até porque, tendencialmente, um relatório com reservas é um relatório com informação negativa que se espera que produza um efeito negativo sobre os utilizadores, pode tornar o auditor suscetível à pressão da gestão. Uma estrutura de governo das sociedades adequada pode ajudar o auditor a mitigar essa pressão. Deste modo, esperamos que, sob determinadas características de governo das sociedades, os auditores sejam mais propensos a mitigar qualquer pressão de gestão para emitir uma opinião favorável.

Assim, no nosso estudo, serão incorporadas variáveis relacionadas com o governo das sociedades para explicar a probabilidade de receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas, considerando os conflitos de interesses analisados na teoria de agência.

2.2. Objetivo de Investigação e Definição das Hipóteses

O objetivo deste estudo é analisar o efeito da estrutura de propriedade e da direção das empresas nos pareceres de auditoria. Em particular, pretende-se analisar se os relatórios de auditoria com ênfases significativas ou reservas são influenciados pela concentração de propriedade, pela dimensão do conselho de administração e respetiva independência e pelo comité de auditoria.

Entendemos que as ênfases significativas são as que contêm um poder informativo suscetível de provocar um efeito negativo na tomada de decisão. Assim, os relatórios que continham ênfases que não foram consideradas significativas foram equiparados a relatórios limpos. Acresce que no período em análise apenas uma empresa apresentou reservas.

As nossas hipóteses de estudo são, especificamente, as seguintes:

H1. Empresas com propriedade concentrada são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas.

O poder discricionário dos gestores sobre as várias políticas contabilísticas é importante em empresas com propriedade difusa, enquanto as empresas em que o capital está mais concentrado num número mais reduzido de proprietários podem exercer um acompanhamento mais eficaz na gestão (Ballesta & García-Meca, 2005). Esta opinião é convergente com alguma literatura, nomeadamente Fama e Jensen (1983) afirmam que a concentração de propriedade pode substituir outros mecanismos de controlo porque permite alinhar a gestão e os interesses dos acionistas, reduzindo os custos de agência. Por consequência, espera-se uma relação negativa entre a concentração de propriedade e um parecer de auditoria com ênfases/reservas.

H2. A probabilidade de uma empresa receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas é influenciada pela dimensão do conselho de administração.

Na literatura sobre governo das sociedades a dimensão do conselho é considerado um importante mecanismo de monitorização. No entanto, não existe um consenso geral sobre o seu efeito. Por um lado, Jensen (1993) afirma que a capacidade do conselho para monitorizar aumenta com a dimensão da direção, levando a uma maior qualidade dos relatórios financeiros, mas, por outro lado, para este mesmo autor, os conselhos de administração de grandes dimensões também podem estar a ser associadas a uma redução da capacidade de comunicar, coordenar e acompanhar, resultando em uma direção menos propensa a funcionar de forma eficaz e, conseqüentemente, pior qualidade dos relatórios financeiros. Assim, não fazemos nenhuma previsão sobre o sinal dessa relação.

H3. As empresas que têm pelo menos $\frac{1}{4}$ de administradores independentes, são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas.

As pesquisas nesta área colocam a hipótese de que a independência é de valor para os acionistas. Em estudos baseados na teoria da agência a implicação de ter um conselho de administração independente atua para garantir a qualidade do processo dos relatórios financeiros. Carcello et al. (2002) mostram que os conselhos independentes estão dispostos a pagar por serviços extra de auditoria, isto é, maior preocupação com a qualidade da informação. Assim, espera-se uma relação negativa entre a independência do conselho e um parecer de auditoria com ênfases/reservas.

H4. As empresas que têm um comité de auditoria são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas.

Para aumentar a capacidade da gestão em cumprir as suas responsabilidades legais e garantir a credibilidade e objetividade dos relatórios financeiros, o comité de auditoria é visto como um meio que promove tais práticas. Esse comité deverá atuar como um elo de comunicação entre a administração, auditores e todo o corpo diretivo (Islam et al., 2010). Wallace (1984) afirma que os comités de auditoria são um meio que melhora os relatórios financeiros e reduz os problemas de agência. O comité de auditoria é uma forma de reduzir os problemas de agência, pois de acordo com Fama e Jensen (1983), comités de auditoria eficazes melhoram a qualidade e credibilidade das demonstrações financeiras anuais auditadas, auxiliam o trabalho do conselho de administração, e

salvaguardam os interesses dos acionistas. Desta forma, espera-se uma relação negativa entre a presença de um comité e um parecer de auditoria com ênfases/reservas.

2.3. Amostra

Para a constituição da amostra, tivemos por base as empresas portuguesas não financeiras cotadas na *Euronext Lisbon*, durante o período compreendido entre 2008 e 2011. As empresas financeiras foram excluídas devido às características específicas que possuem, particularmente por ter uma regulamentação diferente. A principal fonte de recolha de informação foi o sítio da CMVM⁵, de onde foram retirados todos os dados necessários, nomeadamente as Contas Anuais, Certificação Legal das Contas e o Relatório de Governo das Sociedades.

Inicialmente, incluímos na amostra todas as empresas com pelo menos uma ênfase no relatório de auditoria no período de 2008-2011. A fim de alcançar a independência entre as observações, para as empresas com mais de uma ênfase no período, foi considerado apenas o ano financeiro correspondente à primeira vez que a ênfase foi registada. Incluímos, também, a empresa que no período obteve relatório com reserva.

Para a amostra de controlo foram consideradas as empresas portuguesas não financeiras, cotadas na *Euronext Lisbon* durante o período de 2008-2011 e não incluídas na amostra inicial, ou seja, as empresas com pareceres limpos de auditoria no período, sendo utilizado para a seleção da amostra de controlo o critério do ano fiscal. Assim, fizemos corresponder a cada empresa da amostra, por ano, uma empresa com um relatório limpo no ano do evento. Este processo resultou em 36 observações independentes de empresas/período, compreendendo 18 empresas com relatórios com ênfases/reservas e 18 empresas com relatório limpo, sendo estas últimas amostra de controlo.

⁵ <http://www.cmvm.pt>

2.4. Modelo e Variáveis

Para determinar quais os fatores que influenciam a opinião de auditoria, baseamo-nos no modelo de Ballesta e García-Meca (2005), bem como na revisão da literatura entretanto analisada. O modelo geral pode ser apresentado através da seguinte expressão:

$$OA = \beta_0 + \beta_1 Prop + \beta_2 DCA + \beta_3 ICA + \beta_4 CA + \beta_5 ROA + \beta_6 Endiv + \beta_7 Liq + \varepsilon \quad (1)$$

onde a variável dependente é a opinião de auditoria (OA), que pode ser limpa ou conter ênfases/reservas. Assim, OA é uma variável dummy, que assume o valor de 1 se a opinião contiver ênfases/reservas e 0, caso contrário.

As variáveis independentes são as seguintes:

- **Prop** refere-se à concentração de propriedade, sendo calculada através da proporção de ações ordinárias detidas pelos acionistas significativos⁶;
- **DCA** refere-se à dimensão do conselho de administração, determinada através do número de membros do conselho de administração;
- **ICA** é uma variável dummy que mede a independência do conselho, assumindo o valor de 1 se ¼ dos administradores forem independentes, e 0, caso contrário;
- **CA** é uma variável dummy que identifica a existência de um comité de auditoria. Assim, assume o valor de 1 se houver comité de auditoria na empresa, e 0, caso não exista.

De acordo com a revisão da literatura apresentada, espera-se que exista uma relação negativa entre uma opinião com ênfases/reservas e as variáveis Prop, ICA e CA; enquanto que, em relação à variável DCA, não podemos prever, *à priori*, o tipo de relação.

Tendo por base outros estudos empíricos entretanto levados a cabo, consideramos várias variáveis de controlo que parecem relevantes para explicar o recebimento de opinião de auditoria com ênfases/reservas, e para as quais existem dados disponíveis⁷.

⁶ Acionistas significativos são acionistas maioritários, ou seja, são aqueles que detêm ações ordinárias (com direito a voto) em quantidade suficiente para exercer o controlo sobre a empresa.

⁷ Gostaríamos de considerar outras variáveis, mas não nos foi possível por falta de acesso aos respetivos dados.

Endiv é definido como o endividamento não corrente da empresa calculado através do passivo não corrente sobre o ativo total. Para alguns autores, nomeadamente Ariff et al. (2007), e Cho e Kim (2003), as empresas com maior endividamento deveriam aumentar as suas práticas de governo das sociedades de forma a obter maior reputação. Cho e Kim (2003) referem ainda que estas empresas são pressionadas pelos seus investidores para aumentar as práticas de governo das sociedades. Contudo, o endividamento não deixa de ser uma proxy para o risco da empresa e, sendo assim, é esperada uma relação positiva com uma opinião com ênfases/reservas.

ROA é definido como a medida de desempenho da empresa (rendibilidade operacional do ativo) e calculado através do resultado operacional sobre o ativo total.

Liq representa a liquidez geral da empresa, calculada através dos ativos correntes em relação ao passivo corrente. Para estas duas últimas variáveis esperamos uma relação negativa com a opinião de auditoria com ênfases/reservas, pois os rácios mais baixos significam uma maior probabilidade de fracasso empresarial e, assim sendo, os clientes de maior risco são suscetíveis de serem revistos de forma mais completa, e, portanto, é mais provável que os auditores deem uma opinião mais rigorosa para evitar perdas de litígio. Além disso, os autores Ballesta e García-Meca (2005) chegaram à conclusão que as empresas que tinham uma opinião mais desfavorável, ou seja, que não tinham um relatório limpo, continham índices de menor rendibilidade e liquidez.

A Tabela 1 descreve as variáveis independentes, bem como o seu sinal esperado.

Variáveis	Descrição	Sinal Esperado
Prop	Concentração de Propriedade	-
DCA	Dimensão do Conselho de Administração	+/-
ICA	Independência do Conselho de Administração	-
CA	Comité de Auditoria	-
ROA	Rendibilidade da Empresa	-
Endiv	Endividamento não Corrente	+
Liq	Liquidez	-

Tabela 1: Variáveis Independentes e Sinal Esperado

2.5. Estatística Descritiva

A estatística descritiva da amostra total de 36 observações de empresas compreendendo 18 empresas com relatórios com ênfases/reservas e da amostra de controlo, ou seja, das 18 empresas com relatório limpo está apresentada na Tabela 2.

<i>Variável</i>	<i>Média</i>	<i>Mediana</i>	<i>Mínimo</i>	<i>Máximo</i>	<i>Desvio Padrão</i>
Prop (%)	0,428	0,479	0,077	0,880	0,218
DCA	8,472	8,000	3,000	21,000	4,212
ICA (%)	0,417	0,000	0,000	1,000	0,500
CA (%)	0,361	0,000	0,000	1,000	0,487
ROA (%)	-0,004	-0,002	-0,359	0,172	0,077
Endiv (%)	0,198	0,163	0,000	0,684	0,167
Liq (%)	1,911	0,595	0,015	27,738	4,726

Tabela 2: Estatística Descritiva

A proporção média das ações detidas pelos acionistas significativos é de 42,8% o que demonstra um elevado grau de concentração de propriedade em Portugal, em comparação com países anglo-saxónicos como referido na revisão da literatura, nomeadamente no estudo de La Porta et al. (1999). No entanto, este facto era esperado por nós.

A média da dimensão do conselho de administração das empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* é 8,47, ou seja, cerca de 9 membros. Esta média é inferior a outros estudos, nomeadamente à média de membros no conselho de administração das empresas espanholas, de aproximadamente 12 membros (Ballesta e García-Meca, 2005). Contudo, apresenta-se superior ao estudo efetuado por Góis (2009), em Portugal, no período 1996-2001, em que a média de membros no conselho de administração situava-se em 6,49 membros.

A variável relacionada com a independência do conselho de administração, evidencia que em média 41,67% dos conselhos de administração têm membros independentes. Esta média não representa nem metade das empresas portuguesas cotadas, o que em nossa opinião é baixa tendo em conta a importância da independência dos diretores no seio empresarial, tal como referido na revisão da literatura, particularmente, como referiu Carcello et al. (2002). No entanto, no estudo de Góis (2009) referente ao período de 1996 a 2001 esta média, em Portugal, era bastante inferior (16,97%), o que sugere que as

recomendações da CMVM, em relação à independência destes órgãos têm sido consideradas pelas empresas.

Quanto ao comité de auditoria, cerca de 36% das empresas têm na sua estrutura um comité desta natureza, no entanto este valor significa que menos da metade das empresas portuguesas cotadas têm um comité de auditoria, o que é um dado bastante significativo se considerarmos a importância que tem para a qualidade e integridade da informação contabilística, como refere Abbott et al. (2004) e como referimos ao longo da literatura.

Analisando as variáveis de controlo, a média da ROA apresenta um valor negativo, ou seja, o desempenho das empresas portuguesas cotadas tem sido fraco, o endividamento de longo prazo é de 19,83%, e a liquidez é de 1,91. Estes valores, em geral, parecem indicar que a média de empresas portuguesas cotadas na *Euronext Lisbon* tem uma situação financeira estável, apesar dos baixos níveis de rendibilidade do ativo.

Em suma, as empresas incluídas no nosso estudo demonstram um elevado grau de concentração de propriedade, ou seja, existe acionistas majoritários com poder sobre as empresas. A média de membros do conselho de administração (9 membros), em Portugal, é inferior em relação à média espanhola, apesar de não diferir significativamente. A independência do conselho de administração e a presença de um comité de auditoria não é tida em consideração pela maioria das empresas. Por fim, a situação financeira das empresas cotadas consideradas no estudo é firme, no entanto existe um baixo nível de rendibilidade do ativo.

Capítulo 3 - Resultados Empíricos

Neste capítulo são apresentados os resultados obtidos a partir da análise dos dados relativos às 36 observações que integram este estudo com dados do período de 2008 a 2011. De seguida, apresentamos a análise univariada das variáveis que podem influenciar a opinião de auditoria, e posteriormente apresentamos a análise dos resultados obtidos com a regressão logística. Por fim, reconhecemos as limitações inerentes ao nosso estudo, que possam ter influenciado, de alguma forma, os resultados.

3.1. Análise Univariada

Os resultados da análise univariada estão expostos na Tabela 3.

	<i>Mean</i>		<i>Kolmogorov-Smirnov Z</i>		<i>Teste-t</i>
	AO=1	AO=0	AO=1	AO=0	
Prop	0,371	0,485	0,527	0,736	1,597
DCA	7,670	9,280	0,960	0,848	1,153
ICA	0,220	0,610	2,020***	1,663***	2,503**
CA	0,170	0,560	2,127***	1,541***	2,581**
ROA	-0,014	0,005	1,083	1,033	0,750
Endiv	0,190	0,207	0,713	0,672	0,310
Liq	1,288	2,535	1,397**	1,628***	0,788

Notas: *p<0,1; **p<0,05; ***p<0,01

Tabela 3: Resultados da Análise Univariada

Para análise das variáveis e especificamente para a normalidade foi realizado o teste *Kolmogorov-Smirnov*. Foi também realizado o *Teste-t* para avaliar a diferença entre a média da amostra de empresas que têm um relatório de auditoria com ênfases/reservas e a média de empresas da amostra de controlo.

Como esperado, as empresas que obtiveram relatório de auditoria com ênfases/reservas não têm independência no seu conselho de administração nem a presença de um comité de auditoria, ao contrário das empresas que obtiveram relatórios limpos, em que a independência e o comité de auditoria são estatisticamente significativos, pois estas variáveis são importantes para uma opinião limpa e, consecutivamente, para o

desempenho da empresa. Além disso, a liquidez também é significativamente menor nas empresas com opiniões que contêm ênfases/reservas, como verificado com o teste *Kolmogorov-Smirnov*, o que está em consonância com o resultado obtido pelos autores espanhóis Ballesta e García-Meca (2005), pois quanto melhor este rácio menor a probabilidade de obter um relatório de auditoria com ênfases/reservas.

Em relação à variável da concentração de propriedade e à rendibilidade do ativo, estas são maiores nas empresas com relatório limpo, no entanto, a diferença não é estatisticamente significativa nos níveis convencionais. Quanto à dimensão do conselho de administração, esta apresenta uma média mais elevada no caso da subamostra das empresas com relatório limpo. Contudo, a diferença da média entre estes dois grupos não é estatisticamente significativa. Por último, contrariamente ao esperado, as empresas com relatório com ênfases/reservas apresentam um nível de endividamento não corrente menor que as restantes. Porém, a diferença entre os dois tipos de empresa não é significativa.

3.2. Análise Multivariada

Os resultados da regressão logística estão apresentados na Tabela 4.

<i>Variável</i>	<i>Sinal Esperado</i>	<i>Coefficiente</i>	<i>Desvio Padrão</i>	<i>Estatística-t</i>	<i>Valor p</i>
const		4,764	2,308	2,064	0,039**
Prop	-	-5,498	2,634	-2,087	0,037**
DCA	+/-	-0,058	0,124	-0,463	0,644
ICA	-	-2,086	1,397	-1,493	0,136
CA	-	-0,969	1,426	-0,680	0,496
ROA	-	-4,773	6,990	-0,683	0,495
Endiv	+	-2,109	3,046	-0,692	0,489
Liq	-	-0,118	0,091	-1,291	0,201

Número de casos 'corretamente preditos' = 27 (75,0%)
Pseudo-R² de McFadden = 0,309
Teste de razões de verosimilhanças: Qui-quadrado(7) = 15,416 (valor p 0,031)

Notas: **p<0,05;
 $OA = \beta_0 + \beta_1 Prop + \beta_2 DCA + \beta_3 ICA + \beta_4 CA + \beta_5 ROA + \beta_6 Endiv + \beta_7 Liq + \varepsilon$

Tabela 4: Resultados da Regressão Logística

Em relação aos resultados obtidos para a variável **Prop**, ou seja, a variável relativa à concentração de propriedade, conclui-se que as empresas com propriedade concentrada são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas, tal como esperávamos. O valor da variável é estatisticamente significativo, validando assim a nossa primeira hipótese (**H1**. Empresas com propriedade concentrada são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas). Este resultado é convergente com a nossa revisão da literatura, dado que a concentração de propriedade poderá substituir outros mecanismos de controlo permitindo alinhar os interesses da gestão e dos acionistas, reduzindo, ainda, os custos de agência (Fama e Jensen, 1983). Adicionalmente, vai ao encontro da teoria de agência, pois para Jensen e Meckling (1976) os gestores são acusados de utilizar e controlar os recursos económicos da empresa e nem sempre agem no melhor interesse do proprietário, mas quando o gestor é o proprietário, à partida, agem no interesse da própria empresa. O resultado é ainda corroborado pelo estudo de Ballesta e García-Meca (2005), em que os autores chegaram às mesmas conclusões.

No que diz respeito às restantes variáveis explicativas, todas elas apresentam o sinal esperado, isto é, concordante com a literatura. Quanto à variável **DCA**, para a qual não tínhamos previsto um sinal específico, esta apresenta um coeficiente negativo. No entanto, nenhum destes coeficientes apresenta valores estatisticamente significativos, pelo que não encontramos evidência capaz de suportar uma relação entre as diferentes variáveis associadas ao governo das sociedades e a opinião de auditoria.

Sendo assim, a hipótese 2 (**H2**. A probabilidade de uma empresa receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas é influenciada pela dimensão do conselho de administração) relacionada com a variável **DCA** não é suportada, pois a relação entre a dimensão do conselho de administração e a probabilidade de uma empresa receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas não é estatisticamente significativa. Góis (2009) também não validou a sua hipótese em relação a esta variável, explicando que este resultado podia decorrer da pequena dimensão do conselho de administração, em resposta às crescentes exigências sociais sobre a posição de uma empresa cotada.

Da mesma forma, a hipótese 3 (**H3**. As empresas que têm pelo menos $\frac{1}{4}$ de administradores independentes, são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas) relativa à variável **ICA**, não é suportada. Acresce que este resultado não foi verificado por nós na análise univariada, o que aliado à importância da

independência do conselho de administração no seio empresarial, torna-o efetivamente inesperado por nós. No entanto, este resultado é corroborado com o da autora Góis (2009), pois para esta uma das conclusões mais surpreendentes foi a irrelevância do grau de independência do conselho de administração. A autora justificou que este resultado deriva de muitos dos administradores que compõem o conselho de administração não serem independentes nem diretores, pois é uma prática comum entre as grandes empresas portuguesas integrar entre os seus diretores ex-políticos que asseguram uma forte ligação com o governo através de suas conexões políticas e assim, estes membros não cumprem com os deveres de independência e supervisão do conselho de administração. Desta forma, a independência não é vista em Portugal como nos países anglo-saxónicos, chegando-se assim a estes resultados.

Do mesmo modo, não encontramos evidência capaz de suportar a hipótese 4 (**H4**. As empresas que têm um comité de auditoria são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas) referente à variável **CA**. Mais uma vez, este resultado não foi o obtido com a análise univariada. Tal como o anterior, este resultado era inesperado por nós, pois o comité de auditoria é visto como um meio bastante positivo sobre a qualidade e integridade da informação contabilística, conforme refere Abbott et al. (2004). No entanto, também existem outros estudos, nos quais não foram encontrados resultados significativos em relação a esta variável, como é o caso do trabalho de Peasnell et al. (2005). Além disso, devemos atender que muitas das empresas da amostra não têm um comité desta natureza, e mais uma vez os países anglo-saxónicos estão muito mais sensíveis às vantagens que esse tipo de comité traz para uma empresa.

O sinal dos coeficientes obtidos para as diferentes variáveis de controlo está de acordo com a literatura, com exceção da variável **Endiv**, embora nenhum destes resultados sejam estatisticamente significativos.

A variável **ROA** definida como a medida de desempenho da empresa e a variável **Liq** definida como a liquidez geral apresentam o sinal esperado, mas como os resultados não são significativos em termos estatísticos, não podemos concluir que estas variáveis tenham uma relação significativa com a opinião de auditoria. No estudo de Ballesta e García-Meca (2005), estas variáveis mostraram-se estatisticamente insignificantes, além disso, também a variável relacionada com o desempenho operacional, medido através da rendibilidade do ativo, mostrou-se insignificante no estudo de Almeida et al. (2010). No

entanto, este não era um resultado esperado, pois segundo Klapper e Love (2004), o melhor governo das sociedades está associado a um desempenho operacional mais elevado.

A variável **Endiv**, endividamento não corrente da empresa, não apresenta valores estatisticamente significativos, e além disso apresenta um sinal diferente do esperado, à semelhança do resultado obtido por Ballesta e García-Meca (2005). Desta forma, concluímos que o endividamento, apesar de ser uma proxy para o risco da empresa, não tem uma relação significativa com o tipo de opinião de auditoria. Este resultado pode ser corroborado com alguma literatura, nomeadamente com Almeida et al. (2010) e Franck e Sundgren (2012), pois estes mesmos autores não encontraram resultados significativos para esta variável, apesar de existirem autores como Cho e Kim (2003) e Ariff et al. (2007) que argumentam que as empresas com um elevado grau de endividamento aumentam as práticas do governo das sociedades de forma a obter melhor reputação, e são pressionadas pelos seus investidores a aumentarem as práticas de governo das sociedades.

Resumindo, os resultados obtidos através da análise da regressão (1) indicam que, para a nossa amostra, apenas a concentração de propriedade influencia de uma forma significativa a probabilidade de receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas, concluindo-se que as empresas com propriedade concentrada são menos propensas a receber um relatório de auditoria com ênfases/reservas, isto é, são mais propensas a receber um relatório limpo.

Contudo, estes resultados podem ser explicados pelas particularidades da realidade portuguesa, pois de facto as características relativas ao governo das sociedades têm pouco impacto no nosso país. Esta opinião também é partilhada por autores portugueses, nomeadamente por Góis (2009). Na realidade, os estudos relacionados com governo das sociedades são muito mais frutuoso nos países anglo-saxónicos.

Uma explicação para os resultados das variáveis de controlo pode dever-se à situação macroeconómica que atravessa o nosso país, pois apesar do fraco desempenho empresarial, a Certificação Legal das Contas não parece refletir efetivamente este facto e apenas são referidas ênfases meramente informativas e, em casos mais relevantes, ênfases que na realidade deveriam ser reservas. Assim, os resultados do nosso estudo também podem ser influenciados por esta razão.

Além disso, e após a análise dos Relatórios de Governo das Sociedades, conclui-se que a maioria das empresas da amostra não cumpre as recomendações da CMVM. E as empresas que mais cumprem são aquelas que têm independência no conselho de administração e têm um comité de auditoria na estrutura da empresa. O facto das empresas portuguesas cumprirem pouco as recomendações da CMVM também é referido nos estudos de Martins e Moutinho (2007) e Góis (2009). Sendo assim, este baixo cumprimento de recomendações também influencia os nossos resultados.

3.3. Limitações do Estudo

Estamos cientes que o nosso estudo apresenta algumas limitações. Em primeiro lugar, a dimensão da amostra é reduzida em comparação com outros estudos, no entanto o universo de empresas com títulos cotados em Bolsa, em Portugal, é bastante reduzido. Em segundo, entre as empresas cotadas, apenas uma apresenta relatório com reservas, pois desde alguns anos que as empresas cotadas não apresentam relatórios de auditoria com reservas. Assim, tivemos que seleccionar ênfases significativas que pudessem afetar negativamente a tomada de decisão, o que limitou a dimensão da amostra.

Além disso, em Portugal, as empresas apenas divulgam a informação que é obrigatória, embora existam informações que não estão disponíveis nos relatórios mas que seria interessante incluir no nosso estudo, como é o caso da variável família, considerada no estudo espanhol de Ballesta and García-Meca (2005), que permitiria averiguar qual o impacto que a participação da família no conselho de administração teria na opinião de auditoria.

Outra limitação diz respeito à seleção da nossa amostra de controlo, pois apenas se utilizou o critério do ano fiscal quando deveríamos igualmente considerar a dimensão da empresa, tal como no estudo espanhol em que nos baseamos. Contudo, tal não foi possível, pois ao contrário de Espanha a dimensão das empresas cotadas na *Euronext Lisbon* apresenta alguma disparidade, sendo difícil a sua comparação.

Por fim, queremos referir o facto de não termos considerado variáveis macroeconómicas que poderão ter influenciado os resultados.

CONCLUSÕES E INVESTIGAÇÃO FUTURA

Os escândalos financeiros das últimas décadas levantaram sérias questões acerca da qualidade e da confiabilidade da informação financeira. Mas para alguns autores, nomeadamente Chan et al. (2007), a auditoria é vista como um importante mecanismo de governação e de minimização dos conflitos de agência. Além disso, estas situações levaram à intervenção em matéria de governo das sociedades, procurando repor a transparência e a confiança nas informações financeiras e no mercado de capitais.

As funções de auditoria e de controlo interno estão relacionadas com o governo das sociedades, na medida em que se espera que estas funções contribuam para um bom governo das sociedades. No mesmo contexto, também, o comité de auditoria e a independência dos órgãos de administração são vistos como meios de minimização de conflitos de agência e de manipulação de resultados, garantindo, assim, a confiabilidade e a transparência da informação financeira tão desejada pelos diversos utilizadores.

Em Portugal, as recomendações relativas ao governo das sociedades são elaboradas pela CMVM, pois com o desenvolvimento dos mercados financeiros tem havido uma necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de controlo. Assim, estas recomendações têm evoluído ao longo do tempo, sendo reajustadas quer quanto ao seu conteúdo, quer quanto à sua envolvente regulamentar. Salienta-se que estas recomendações são dirigidas às sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado mas também podem ser seguidas pelas outras sociedades.

Assim, o nosso estudo analisou o efeito de certas características de governo das sociedades na opinião de auditoria, opinião esta que será utilizada pelos utilizadores. Os nossos resultados mostram que as características relativas ao governo das sociedades têm pouco impacto no nosso país o que vem ao encontro dos resultados obtidos em outros estudos realizados em Portugal. Efetivamente, denota-se que os estudos relacionados com o governo das sociedades são muito mais frutuosos nos países anglo-saxónicos. Além disso, conclui-se que as empresas ainda têm um baixo cumprimento em relação às recomendações da CMVM. No entanto, as empresas que mais cumprem são aquelas que têm independência no conselho de administração e têm um comité de auditoria na estrutura da empresa, o que nos indica que estas características são de facto mecanismos importantes em matéria de governo das sociedades, tal como esperado.

Na nossa opinião, de um modo geral, e de acordo com algumas conclusões de outros autores de estudos realizados em Portugal, nomeadamente Martins e Moutinho (2007) e Góis (2009), as restrições numa economia como Portugal, tipo continental, evita que a aplicação prática de recomendações relacionadas com o governo das sociedades não seja a mesma de países anglo-saxónicos. Acresce, ainda, o facto do mercado financeiro português estar longe de ser perfeito, significando isso que as práticas de divulgação de informações financeiras e transparência são, ainda, de pouco interesse. Desta forma, concluímos, com estes resultados, que os efeitos esperados pelos referenciais teóricos de governo das sociedades anglo-saxónicos vistos ao longo da revisão da literatura não produzem, na totalidade, consequências no panorama português. Contudo, o nosso estudo sugere que a concentração de propriedade, a independência do conselho de administração, a presença de um comité de auditoria e um bom rácio de liquidez são indicadores positivos na opinião de auditoria e, por conseguinte, promovem uma informação financeira mais fiável.

Este tema constitui um promissor campo de pesquisa futura pelo facto de ser um tema importante, atual e, ainda, por não existirem muitos estudos em Portugal nesta área.

Poderão ser efetuados novos estudos que possam entender de que modo é que as características do governo das sociedades podem influenciar a opinião de auditoria e até mesmo os resultados da empresa. Seria interessante recorrer a variáveis adicionais, nomeadamente no sentido de saber se o comité de auditoria é composto apenas por membros independentes, se os gestores têm alguma participação no capital da empresa e se a mudança na composição do conselho de administração tem alguma influência na opinião de auditoria e nos resultados da empresa.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbott, L. J., Parker, S., & Peters, G. F. (2004). Audit Committee Characteristics and Restatements. *Auditing*, 23(1), 69-87.
- Adams, M. B. (1994). Agency Theory and the Internal Audit. *Managerial Auditing Journal*, 9(8), 8-12. doi: 10.1108/02686909410071133.
- Almeida, M. A., Santos, J. F. d., Ferreira, L. F. V. d. M., & Torres, F. J. V. (2010). Determinantes da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa das Empresas Brasileiras de Capital Aberto que Possuem Investimentos Públicos. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12, 369-387.
- Anderson, R. C., & Reeb, D. M. (2003). Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328. doi: 10.1111/1540-6261.00567.
- Argandoña, A. (2004). *Conflicto de intereses: el punto de vista ético*. Paper presented at the XII Conferencia anual de Ética, Economía y Dirección, Úbeda. http://www.ujaen.es/huesped/xiiconfe/Comunicaciones/Antonio_Argando%F1a.pdf.
- Ariff, A. M., Ibrahim, M. K., & Othman, R. (2007). Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. *Corporate Governance*, 7(5), 562-573. doi: 10.1108/14720700710827158.
- Ballesta, J. P. S., & García-Meca, E. (2005). Audit qualifications and corporate governance in Spanish listed firms. *Managerial Auditing Journal*, 20, 725-738.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., & Hermanson, D. R. (1999). Fraudulent Financial Reporting 1987-1997: An Analysis of U.S. Public Companies (pp. 1-67): Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Lapedes, P. D. (2000). Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms. *Accounting Horizons*, 14(4), 441-454.
- Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). *The Modern Corporation & Private Property*. Transaction Publishers (Ed.) Retrieved from http://books.google.pt/books?id=mLdLHhqxUb4C&printsec=frontcover&dq=the+modern+corporation+and+private+property&hl=pt-PT&sa=X&ei=z_PWUPm0FY2QhQfYm4CIBQ&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false.

- Booth, J. R., Cornett, M. M., & Tehranian, H. (2002). Boards of directors, ownership, and regulation. *Journal of Banking & Finance*, 26(10), 1973-1996. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266\(01\)00181-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0378-4266(01)00181-9).
- Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance* (pp. 90). Grã Bretanha: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., Neal, T. L., & Riley Jr, R. A. (2002). Board Characteristics and Audit Fees. *Contemporary Accounting Research*, 19(3), 365-384.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Raghunandan, K. (2005a). Changes in Internal Auditing During the Time of the Major US Accounting Scandals. *International Journal of Auditing*, 9(2), 117-127. doi: 10.1111/j.1099-1123.2005.00273.x.
- Carcello, J. V., Hermanson, D. R., & Raghunandan, K. (2005b). Factors Associated with U.S. Public Companies' Investment in Internal Auditing. *Accounting Horizons*, 19(2), 69-367.
- Castells, A. R. (2003). Los Administradores de Las Sociedades Anónimas en un Entorno de "Buen Gobierno". *Revista Valenciana de Economía y Hacienda*, 51-77.
- Chan, K. H., Lin, K. Z., & Zhang, F. (2007). On the Association between Changes in Corporate Ownership and Changes in Auditor Quality in a Transitional Economy. *Journal of International Accounting Research*, 6, 19-36.
- Cho, D. S., & Kim, J. (2003). Determinants in introduction of outside directors in Korean companies. *Journal of International and Area Studies*, 10, 1-20.
- CMVM. (2007). *Código de Governo das Sociedades*. Lisboa: CMVM.
- CMVM. (2010). *Consolidação de Fontes Normativas e do Código de Governo das Sociedades*. Lisboa: CMVM.
- CMVM. (2001). Portal da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. *Regulamento n.º 7/2001 Governo das Sociedades Cotadas*, 20 de janeiro de 2013, from http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos%20%C3%A1rea%20antiga/2001/Consolidada/Documents/172da1dcf94d46e2a6a050fa8fef92bfRegulamento72001GovernodasSociedadesCotadasCons200.pdf.
- CMVM. (2010). Portal da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários. *Regulamento da CMVM n.º 1/2010 Governo das Sociedades Cotadas* Retrieved 20 de janeiro de 2013, from http://www.cmvm.pt/CMVM/Legislacao_Regulamentos/Regulamentos/2010/Pages/Reg2010_01.aspx.

- Cohen, J. R., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. M. (2008). Form versus Substance: The Implications for Auditing Practice and Research of Alternative Perspectives on Corporate Governance. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 27, 181-198. doi: 10.2308/aud.2008.27.2.181.
- COSO. (2011). Internal Control - Integrated Framework (pp. 168): Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Davila, A., & Penalva, F. (2006). Governance structure and the weighting of performance measures in CEO compensation. *Review of Accounting Studies*, 11(4), 463-493. doi: 10.1007/s11142-006-9018-8.
- DeAngelo, L. E. (1981a). Auditor independence, 'low balling', and disclosure regulation. *Journal of Accounting and Economics*, 3(2), 113-127. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90009-4](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(81)90009-4).
- DeAngelo, L. E. (1981b). Auditor size and audit quality. *Journal of Accounting and Economics*, 3(3), 183-199. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1).
- Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março dos Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça. Diário da República: I Série, N.º 63 (2006).
- Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de setembro do Ministério da Justiça. Diário da República: I Série, N.º 201 (1986).
- Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro do Ministério das Finanças Diário da República: I Série-A, N.º 265 (1999).
- DeFond, M. L. (1992). The Association Between Changes in Client Firm Agency Costs and Auditor Switching. *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 11(1), 16-31.
- Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x.
- Durnev, A. R. T., & Kim, E. H. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493. doi: 10.1111/j.1540-6261.2005.00767.x.
- ECGI. (2012). European Corporate Governance Institute Retrieved 23 de dezembro de 2012, from <http://www.ecgi.org/>.
- Esperança, J. P. (2000). Modelos de remuneração dos gestores: a perspectiva financeira. *Revista Portuguesa de Gestão*, 48-54.
- Fadzil, F. H., Haron, H., & Jantan, M. (2005). Internal auditing practices and internal control system. *Managerial Auditing Journal*, 20(8), 844-866. doi: 10.1108/02686900510619683.

- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, XXVI, 301-325.
- Fernández, A. I., Gómez-Ansón, S., & Fernández-Méndez, C. (1998). El Papel Supervisor del Cosejo de Administración sobre la Actuación Gerencial: Evidencia para el caso Español. *Investigaciones Económicas*, 22, 501-516.
- Franck, P., & Sundgren, S. (2012). Determinants of internal governance quality: evidence from Sweden. *Managerial Auditing Journal*, 27(7), 639-665. doi: 10.1108/02686901211246796.
- Goddard, A. R., & Masters, C. (2000). Audit committees, Cadbury Code and audit fees: an empirical analysis of UK companies. *Managerial Auditing Journal*, 15(7), 358-371. doi: 10.1108/02686900010344638.
- Góis, C. (2009). *Financial Reporting Quality and Corporate Governance: The Portuguese Companies Evidence*. Paper presented at the 32nd Annual Congress European Accounting Association, Tampere, Finlândia.
- Goodwin-Stewart, J., & Kent, P. (2006). The use of internal audit by Australian companies. *Managerial Auditing Journal*, 21(1), 81-101. doi: 10.1108/02686900610634775.
- Greco, G. (2011). Determinants of board and audit committee meeting frequency: Evidence from Italian companies. *Managerial Auditing Journal*, 26(3), 208-229. doi: 10.1108/02686901111113172.
- Heinrich, R. P. (2002). *Complementarities in Corporate Governance* Springer (Ed.) Retrieved from [http://books.google.pt/books?id=873kg7DjoBYC&pg=PR4&lpg=PR4&dq=Heinrich,+P.+Ralph.+\(2002\).+Complementarities+in+Corporate+Governance.+Springer,+Berlin.&source=bl&ots=iVCRjdRx-g&sig=Odwu9LvHetG8IyaahC1TG8WwcA&hl=pt-PT&sa=X&ei=tQcdUfzQOsnChAfynYCQDg&ved=0CFkQ6AEwBQ#v=onepage&q=Heinrich%2C%20P.%20Ralph.%20\(2002\).%20Complementarities%20in%20Corporate%20Governance.%20Springer%2C%20Berlin.&f=false](http://books.google.pt/books?id=873kg7DjoBYC&pg=PR4&lpg=PR4&dq=Heinrich,+P.+Ralph.+(2002).+Complementarities+in+Corporate+Governance.+Springer,+Berlin.&source=bl&ots=iVCRjdRx-g&sig=Odwu9LvHetG8IyaahC1TG8WwcA&hl=pt-PT&sa=X&ei=tQcdUfzQOsnChAfynYCQDg&ved=0CFkQ6AEwBQ#v=onepage&q=Heinrich%2C%20P.%20Ralph.%20(2002).%20Complementarities%20in%20Corporate%20Governance.%20Springer%2C%20Berlin.&f=false).
- Islam, M. Z., Islam, M. N., Bhattacharjee, S., & Islam, A. K. M. Z. (2010). Agency Problem and the Role of Audit Committee: Implications for Corporate Sector in Bangladesh. *International Journal of Economics and Finance*, 2, 177-188.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48(3), 831-880.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3, 305-360.
- Jiraporn, P. (2006). Shareholder Rights, Corporate Governance, and Arthur Andersen. *Journal of Applied Finance*, 12-23.
- Kalbers, L. P. (1992). An Examination of the Relationship Between Audit Committees. *The Ohio CPA Journal*, 51, 19-27.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(03\)00046-4](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(03)00046-4).
- Krishnan, G. V. (2003). Does Big 6 Auditor Industry Expertise Constrain Earnings Management? *Accounting Horizons*, 17, 1-16.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).
- Lei 28/2009 de 19 de junho. Diário da República: 1.^a Série, N.º 117 (2009).
- Martins, A., & Moutinho, N. (2007). "Accruals" discricionários e o governo das sociedades: uma aplicação às empresas cotadas no mercado bolsista português. Paper apresentado nas XVII Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica 'Conocimiento, Innovación y Emprendedores', Logroño.
- Mayoral, J. M., & Sánchez-Segura, A. (2008). Gobierno corporativo y calidad de la información contable: evidencia empírica española. *Revista de Contabilidad - Spanish Accounting Review*, 11, 67-99.
- Méndez, C. F., & García, R. A. (2007). The Effects of Ownership Structure and Board Composition on the Audit Committee Meeting Frequency: Spanish evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 15(5), 909-922. doi: 10.1111/j.1467-8683.2007.00619.x.
- Office of Accounting Research. (1984). *Auditing Research Symposium*. University of Illinois at Urbana/Champaign.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7/8), 1311-1346. doi: 10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x.

- Raghunandan, K., & Rama, D. V. (2007). Determinants of Audit Committee Diligence. *Accounting Horizons*, 21(3), 265-279.
- Rodrigues, J. (2009). *Corporate Governance: Retomar a confiança perdida*. Lisboa: Escolar Editora.
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139. doi: 10.2307/1817064.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00149-6](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00149-6).
- Silva, T. G. d., & Andrade, G. A. R. d. (2008). Utilização de modelos microeconômicos para previsão dos efeitos da teoria da agência nas organizações. *Internext – Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 3, 1-15.
- Silveira, A. D. M. d. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil*. Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Smith, A. (1776). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* M. a. Co. (Ed.) Retrieved from <http://books.google.pt/books?id=l6yg2jVPvJgC&printsec=frontcover&dq=adam+smith+-+An+inquiry+into+the+nature+and+causes+of+the+wealth+of+nations%E2%80%9D&hl=pt-PT&sa=X&ei=iLEiUam2Esu0hAfTv4DwDg&ved=0CDAQ6AEwAA>.
- Vafeas, N. (1999). Board meeting frequency and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00018-5](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00018-5).
- Wallace, W. A. (1984). Internal auditors can cut outside CPA costs. *Harvard Business Review*, 62(2), 16-20.
- Xie, B., Davidson Iii, W. N., & DaDalt, P. J. (2003). Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance*, 9(3), 295-316. doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8).