



**Carla Alexandra
Rodrigues Castro
Vaz Pereira**

**Determinantes do grau de cumprimento das
recomendações da CMVM: Evidência nas empresas
cotadas Portuguesas**



**Carla Alexandra
Rodrigues Castro
Vaz Pereira**

**Determinantes do grau de cumprimento das
recomendações da CMVM: Evidência nas empresas
cotadas Portuguesas**

Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade ramo Auditoria, realizada sob a orientação científica da Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo e do Doutor Jonas da Silva Oliveira, Professores do Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro.

À Leonor e à Cecília.

o júri

Presidente	Professor Doutor João Francisco Carvalho de Sousa Professor Adjunto da Universidade de Aveiro
Vogal – Arguente Principal	Doutora Catarina Judite Morais Delgado Professora Auxiliar da Faculdade de Economia do Porto
Vogal - Orientador	Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo Professor Coordenadora s/ Agregação da Universidade de Aveiro

agradecimentos

A elaboração deste trabalho somente foi possível com a pronta coordenação e orientação da Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo e do Professor Doutor Jonas da Silva Oliveira, pelo que quero aqui expressar o meu profundo agradecimento, pela constante disponibilidade e encorajamento que sempre demonstraram.

palavras-chave

Governo das Sociedades, Recomendações da CMVM, Grau de Cumprimento, Determinantes

resumo

O presente trabalho pretende analisar eventuais determinantes do grau de cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades, pelas empresas com valores cotados na bolsa de valores portuguesa - *Euronext Lisbon*.

Com base na percentagem média do grau de cumprimento das recomendações da CMVM, segundo a sua própria avaliação, é calculado um índice de cumprimento das recomendações de governo societário (ICRGS).

Os dados recolhidos no período compreendido entre os anos de 2007 a 2011, permitiram a identificação dos fatores explicativos que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM. Foram testadas onze hipóteses de associação entre o índice e as onze variáveis explicativas através do uso das análises, estatística descritiva, normalidade, diferenças no cumprimento das recomendações de Governo das Sociedades ao longo do tempo, correlação e regressão.

As hipóteses de investigação formuladas fundamentam-se em determinantes do grau de cumprimento do governo das sociedades abordadas na revisão de literatura e na teoria de agência. Os resultados do modelo de regressão utilizado evidenciam que as variáveis independentes ou explicativas, percentagem de administradores independentes, dimensão da empresa, existência de um plano de *stock options* e a existência de uma comissão de auditoria apresentam uma influência positiva estatisticamente significativa sobre o ICRGS. Por outro lado, os resultados mostram ainda que as variáveis dualidade do Presidente do Conselho de Administração e endividamento revelam uma influência negativa estatisticamente significativa sobre o ICRGS.

keywords

Corporate Governance, CMVM Recommendations, Level of Compliance, Determinants.

abstract

This paper aims to analyze possible determinants of the degree of compliance with the CMVM recommendations on corporate governance by companies with securities listed on the Portuguese stock exchange - *Euronext Lisbon*.

Based on the average percentage of the degree of compliance with the CMVM recommendations, according to its own assessment, it is calculated an index of compliance with corporate governance recommendations (ICRGS).

Data collected in the period between the years 2007-2011, allowed the identification of explanatory factors that influence compliance with the CMVM recommendations. Eleven hypothesis of association between the index and the eleven explanatory variables through the use of the analysis were tested, descriptive statistics, normality, differences in compliance with the Corporate Governance recommendations over time, correlation and regression.

The formulated research hypotheses are based on determining the degree of compliance with corporate governance addressed in the literature review and the agency theory. The results of the regression model used show that the independent or explanatory variables, the percentage of independent directors, company size, the existence of a stock option plan and the existence of an audit committee have a statistically significant positive influence on ICRGS. On the other hand, the results also show that the variables duality of Chairman of the Board of Directors and debt show a statistically significant negative influence on the ICRGS.

ÍNDICE GERAL

- Agradecimentos	v
- Resumo.....	vi
- Abstract	vii
- Índice de Figuras	x
- Índice de Quadros	xi
- Índice de Tabelas	xii
- Índice de Abreviaturas	xiii

INTRODUÇÃO	1
------------------	---

1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	5
1.1 <i>Evolução e conceito de governo das sociedades</i>	5
1.2 <i>Conceito de governo das sociedades</i>	6
1.3 <i>Evolução Histórica: Internacional e Nacional</i>	8
1.4 <i>Os sistemas de governo das sociedades</i>	25
1.5 <i>Limitações aos sistemas de governo das sociedades</i>	28
2. REFERENCIAL TEÓRICO	33
2.1 <i>Teoria de Agência</i>	33
2.2 <i>Mecanismos de governo das sociedades</i>	37
2.3 <i>Mecanismos Externos</i>	37
2.4 <i>Mecanismos Internos</i>	39
2.5 <i>A importância (crescente) da função Auditoria</i>	45
3. DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO	49
3.1 <i>Objetivos e questões de investigação</i>	49
3.2 <i>Desenvolvimento das hipóteses de investigação</i>	50
4. METODOLOGIA	59
4.1 <i>Definição da Amostra</i>	59
4.2 <i>Variável Dependente</i>	59
4.3 <i>Variáveis Independentes</i>	59
4.4 <i>Modelo de Estimação</i>	61

5. EXPOSIÇÃO DOS RESULTADOS	63
5.1. <i>Análise Descritiva</i>	63
5.2. <i>Análise Bivariada</i>	65
5.3. <i>Análise Multivariada</i>	68
6. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS	73
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	75

ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA 1 – Resumo das características dos vários modelos de governo societário	28
FIGURA 2 – Modelos de governo das sociedades: <i>Latino, Anglo-saxónico e Germânico</i>	31
FIGURA 3 – Efeitos associados à existência e funcionamento dos Comités de Auditoria	46

ÍNDICE DE QUADROS

QUADRO 1 – Síntese das fontes legislativas portuguesas sobre governo das sociedades	18
QUADRO 2 – Síntese da evolução das principais fontes regulamentares e recomendatórias da CMVM e de outras fontes	25

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 – Definição das variáveis independentes	60
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	63
Tabela 3 – Análise da normalidade	66
Tabela 4 – Análise das diferenças na variável ICRGS entre 2007-2011	66
Tabela 5 – Matriz de correlações	67
Tabela 6 – Resultados do modelo de regressão	69

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

CEO	-	<i>Chief Executive Officer</i>
CFO	-	<i>Chief Financial Officer</i>
CMVM	-	Comissão de Mercado dos Valores Mobiliários
CVM	-	Código dos Valores Mobiliários
CSC	-	Código das Sociedades Comerciais
EUA	-	Estados Unidos da América
IPCG	-	Instituto Português de <i>Corporate Governance</i>
OCDE	-	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PME	-	Pequenas e Médias Empresas
ROC	-	Revisor Oficial de Contas
SEC	-	<i>Securities and Exchange Commission</i>
SOX	-	<i>Sarbanes Oxley Act</i>
UE	-	União Europeia

INTRODUÇÃO

Proveniente do termo inglês *corporate governance*, o governo das sociedades¹ em Portugal é atualmente de divulgação obrigatória em relatório anual – “relatório de governo societário”, assente no princípio *comply or explain*, para as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, situado ou a funcionar em Portugal, podendo também, facultativamente, ser adotado pelas restantes sociedades comerciais.

Com raízes remotas que datam de 1932, no estudo de referência de Berle e Means (1932) intitulado *The Modern Corporation and Private Property*, e mais longínquas na obra *The Wealth of Nations* de Smith (1776), o governo das sociedades surge para dirimir conflitos, nomeadamente interesses e objetivos divergentes, verificados entre proprietários e gestores, denominados na literatura por “problemas de agência”.

Fundamental numa economia de mercado globalizada como a hodierna, o conceito de governo das sociedades tem vindo a evoluir fruto do desenvolvimento do próprio conceito de empresa, nomeadamente com a introdução nos ordenamentos jurídicos das sociedades anónimas e de factos e marcos históricos, como foram os escândalos financeiros e fraudes contabilísticas verificados quer nos EUA, quer na Europa, tendo afetado as economias mundiais. Por isso mesmo, não há um conceito único, nem tão pouco consenso à volta dos mesmos.

Na tentativa de prevenir ou evitar que situações canhestras do passado se repitam ou ainda, visando restringir os seus efeitos a nível mundial, vários países têm publicado e reformulado recomendações e códigos de boas práticas de governo societário.

Em Portugal o desenvolvimento desta temática foi impulsionado pelo direito societário e pelo direito mobiliário (Câmara, 2001), contrariamente ao sucedido noutros países que resultou da resposta a escândalos e colapsos financeiros internos. Em 1999 são publicadas as primeiras “Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades Cotadas”, consubstanciando-se no primeiro referencial de orientação para as empresas com valores cotados na bolsa de valores portuguesa.

¹ Tradução da CMVM. Todavia, a expressão anglo-saxónica assume em português várias formas com o mesmo significado, tais como: “governo da empresa”, “governo societário”, “governança da sociedade” ou “governança corporativa”.

O ano de 2006 poderá ser apontado como fulcral para o desenvolvimento do governo das sociedades em Portugal, devido à publicação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, que alterou o Código das Sociedades Comerciais, introduzindo novos conceitos no direito societário, como por exemplo, o conceito de “grande sociedade anónima”, e impulsionou a evolução do teor das recomendações emanadas pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).

Atualmente, por imposição das normas legais e regulamentares vigentes, as empresas com valores cotados na *Euronext Lisbon* estão obrigadas a prestar e divulgar anualmente informação sobre a estrutura e as práticas de governo societário que adotam no designado Relatório de Governo Societário. Por sua vez, a CMVM, em relatório anual, divulga informação sobre a adoção das recomendações aplicáveis a cada exercício em análise.

À luz do referencial teórico da teoria de agência, o presente trabalho visa estudar possíveis determinantes do grau de cumprimento das recomendações da CMVM pelas sociedades com valores cotados na *Euronext Lisbon*, no período compreendido entre 2007 e 2011. Para o efeito, extraíram-se dos relatórios anuais publicados pela CMVM as percentagens médias de cumprimento global das recomendações, segundo a avaliação da própria CMVM e, com base na evidência empírica de estudos prévios, selecionaram-se as seguintes determinantes: concentração de capital, percentagem de administradores independentes, percentagem de administradores femininos, tipo de auditor, dualidade do presidente do Conselho de Administração, planos *stock options*, comissão de auditoria, dimensão, endividamento e rendibilidade (Jensen & Meckling, 1976; Watts & Zimmerman, 1979; Fama & Jensen, 1983; Wallace *et al.*, 1994; Hart, 1995; Hermalin & Weisbach, 2001).

Os resultados obtidos são corroborados por estudos teóricos existentes; no entanto, do conjunto das variáveis explicativas selecionadas, poucas são as que apresentam uma influência positiva estatisticamente significativa sobre o nível de cumprimento das recomendações da CMVM pelas 41 empresas que compõem a amostra. Numa primeira abordagem parecem contrariar os pressupostos da teoria de agência; porém, na sua análise, há que ter em consideração as características do tecido empresarial português sociedades familiares de capital fortemente concentrado onde a propriedade e gestão se encontram associadas, diferentemente da realidade anglo-saxónica.

A motivação para a realização do estudo deve-se na sua essência à atualidade do tema em si, face às notícias de escândalos financeiros observados em Portugal, o que evidencia debilidades do sistema de governo das sociedades e à constatação de que no nosso país ainda há um reduzido número de estudos empíricos sobre esta temática.

O presente trabalho encontra-se estruturado da seguinte forma: após a introdução apresenta-se numa primeira parte o enquadramento teórico do tema, numa segunda parte aborda-se o referencial teórico deste estudo e, na terceira parte, faz-se o desenvolvimento do estudo, estabelecem-se os objetivos e questões de investigação. Segue-se a exposição dos resultados da investigação e respetiva discussão. Finaliza-se com as conclusões, limitações e proposta de investigação futura.

1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1.1 *Evolução e conceito de governo das sociedades*

A evolução do governo das sociedades está intimamente relacionada com a evolução do conceito de empresa, que ao longo dos anos tem sofrido, alterações, fruto da permanente mutação dos contextos económico-financeiro, político-legal, tecnológico e sociocultural, em que as empresas se inserem.

Silva *et al.* (2006, p.12), no Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal, definem empresas como “esferas jurídicas autónomas (nexos contratuais), no âmbito das quais se procede à realização de atividades económicas decididas e organizadas de acordo com uma determinada estrutura hierárquica de tomada de decisões”.

A empresa dita “moderna” é considerada como “um fator determinante do desenvolvimento económico e social, e instrumento de inovação”, subsistindo, no entanto, a dúvida “sobre a eficiência do seu modelo de coordenação e controlo” (Esperança *et al.*, 2011, p.27).

É na obra de Adam Smith, “*The Wealth of Nations*”, publicada em 1776, e mais tarde na de Adolph Berle e Gardiner Means intitulada “*The Modern Corporation and Private Property*”, publicada no ano de 1932, que surgem os primeiros contributos teóricos na área do governo das sociedades, embora o termo inglês *corporate governance* apenas tenha sido utilizado pela primeira vez na literatura, em 1960, por Richard Eells (Esperança *et al.*, 2011).

Todavia, a década de 90 é o período assinalado como sendo aquele a partir do qual se intensificaram as reflexões escritas sobre o governo das sociedades, na busca da melhor forma da sua organização, “no pressuposto de que este é composto por um conjunto de instituições económicas e jurídico-legais melhoráveis, assim se identifique o sentido em que devam ser alteradas e haja vontade política para o efeito” (Alves, 2000, p.99).

Becht *et al.* (2002) identificam as razões que estão na origem do desenvolvimento desta matéria nas duas últimas décadas do século XX como sendo as seguintes: i) vaga mundial de privatizações; ii) reforma dos fundos de pensões e crescimento das poupanças privadas; iii) fusões e aquisições; iv) desregulação e integração dos mercados de capitais a nível mundial; v) crise do leste asiático de 1998, que despoletou a abordagem do governo das sociedades nos mercados emergentes; vi) escândalos financeiros e falências de empresas ocorridos nos EUA.

Shleifer e Vishny (1997) apontam como causa do desenvolvimento desta temática a comparação entre governos das sociedades de vários países, particularmente entre os da Alemanha, Japão e EUA.

Estes acontecimentos chamaram a atenção a nível mundial para as consequências nefastas de um mau governo e para a importância do *governance* como mecanismo para reagir e prevenir escândalos financeiros e insolvências de grandes empresas, como foram no passado os casos, entre outros, da *Enron* nos EUA, da *Parmalat* na Itália e da *Maxwell* no Reino Unido.

Em suma, a problemática do governo das sociedades existe desde há muitos séculos, isto é, desde que existem organizações, tendo-se iniciado o seu estudo com o surgimento da empresa moderna, na qual existe separação entre propriedade e controlo. No entanto, foi a partir de finais da década de 90 que o debate sobre o governo das sociedades se intensificou à escala mundial, como forma de reagir às situações de crise e de procurar repor a confiança nos mercados de capitais, revelando-se hoje de extrema importância nas economias de mercado, sendo inclusivamente considerado como um dos fatores de sucesso das organizações.

1.2 *Conceito de governo das sociedades*

Não obstante o reconhecimento e a importância atribuída às boas práticas de governo das sociedades e face à complexidade e abrangência do tema em si, o conceito de governo das sociedades não é único nem universal.

Múltiplas são as definições enunciadas ao longo dos tempos, encerrando cada uma delas uma diferente perspetiva sobre o que deve compreender o governo das sociedades. Essas perspetivas, segundo Bessler, Kaen e Sherman (1998) citado por Alves (2000), podem ser agrupadas em duas principais, sendo uma mais restrita e outra mais abrangente.

Na perspetiva mais restrita, centrada na eficiência económica e nas relações entre gestores e acionistas, tendo em vista a minimização dos conflitos de interesses verificados entre eles, o governo das sociedades é definido como “*the way in which suppliers of finance assure themselves of getting a return on their investment*” (Shleifer e Vishny, 1997, p.737), como “*the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi-rents generated in the course of a relationship*” (Zingales, 1998, p.3) ou como “*the system by which companies are directed and controlled*” (Cadbury, 1992, p.15)

Na visão mais abrangente, em que são considerados os interesses e as expectativas quer dos acionistas quer dos restantes *stakeholders*, a definição de governo das sociedades preconizada pela OCDE (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico) é a proposta mais fiel: “*involves a set of relationships between a company’s management, its board, its shareholders and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined*” (OCDE, 1999, p.2)

Em Portugal, a CMVM, entidade pública que regula, controla e fiscaliza o mercado de valores mobiliários, desde logo com poderes vinculativos nesta matéria, define governo das sociedades como “*sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado*” (CMVM, 2007, p.1).

O Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), entidade privada sem poderes vinculativos, entende que a expressão *governo das sociedades* compreende “*o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência*” (Silva et al., 2006, p.12).

As várias definições de governo das sociedades apresentadas são vagas e não consensuais. Apesar de divergirem quanto aos instrumentos ou mecanismos, há um elemento que lhes é apontado como sendo comum: a existência de conflitos de interesses entre acionistas e gestores, resultantes da separação entre a propriedade e a gestão das empresas modernas. Em suma, o problema de agência.

De acordo com Htay et al. (2013), das várias teorias desenvolvidas sobre esta problemática ao longo século passado (*agency theory, stewardship theory, e stakeholders theory*), a teoria de agência, que aborda a relação de agência e os custos de agência, é aquela sobre a qual assentam grande parte dos modelos e processos de governo das sociedades, sendo por isso a mais desenvolvida e aquela que será seguida ao longo do presente estudo.

Em suma, o governo das sociedades consubstancia-se no conjunto de mecanismos de gestão e de fiscalização adotados pelas organizações, o que lhes permite desenvolver de modo eficaz

(e eficiente - “fazer as coisas certas bem feitas”) a sua atividade, alcançando os objetivos traçados e protegendo os interesses dos acionistas e demais interessados. Alves (2000, p.100) considera que o governo das sociedades inclui “*tudo quanto, internamente ou externamente à sociedade, condiciona a sua organização, o seu funcionamento e a forma como são satisfeitos os diferentes interesses que legitimamente gravitam em seu torno*”.

1.3 Evolução Histórica: Internacional e Nacional

O desenvolvimento do governo das sociedades a nível mundial foi impulsionado pela globalização, internacionalização das empresas e liberalização do mercado de capitais, a par das crises financeiras e falências de grandes empresas norte-americanas e europeias. No entanto, apesar do fenómeno da globalização, não há um código único, uniformizado, de bom governo das sociedades. Cada país, em função das suas necessidades e das suas empresas, legisla e regulamenta as práticas de bom governo.

Foi na década de 70 que se iniciou o designado *corporate governance movement*, com as revelações da investigação do caso *Watergate* que demonstraram que a campanha eleitoral de Nixon havia sido financiada ilegalmente por várias sociedades e que estas haviam subornado membros de governos estrangeiros, evidenciando um deficiente governo das sociedades, embora a resposta a estes acontecimentos, quer por via legislativa, quer por iniciativa privada, tenha sido ténue. A publicação de códigos de boas práticas de governo societário ocorreu mais tarde, na década de 90, por parte de algumas empresas, investidores e outras organizações (Tricker, 2000). No início deste século, concretamente nos anos de 2001 e 2002, o mundo assistiu ao colapso financeiro de grandes empresas norte-americanas, como a *Enron*, a *WorldCom*, e a *Tyco International*, entre outras, tendo por consequência a quebra de confiança no mercado norte-americano, o que despoletou, de imediato, uma resposta, por via legislativa e regulamentar, destacando-se, para além dos vários normativos e regulamentos da *Securities and Exchange Commission* (SEC), a publicação do *Sabarnes-Oxeley Act* (SOX), em julho de 2002 (“*Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002*”).

Paralelamente, na Europa, o movimento de reforço das práticas de governo das sociedades surge como reação aos escândalos financeiros verificados, na década de 90, no Reino Unido, com a falência de grandes empresas como o *Bank of Credit and Commerce International*, dando origem à publicação de várias recomendações de cariz financeiro do governo societário, nomeadamente o Relatório *Cadbury*, acompanhado de um “*Code of Best*

Practice”. Nos restantes países pertencentes à União Europeia (UE), proliferaram publicações de códigos de boas práticas de governo, consentâneos com as particularidades históricas, culturais e conjunturais de cada nação e influenciados pelos normativos de referência quanto às boas práticas de governo das empresas. Cita-se na Alemanha, o Código Crome (2002), atualizado em 2003, na Itália, o Código Preda (1999), atualizado em 2002, e na Espanha, o Código Olivencia (1998).

Na Ásia as reformas promovidas no governo das sociedades tiveram início com a crise dos anos 90, intensificando-se mais tarde com a tomada de consciência dos fracassos do modelo de governação até então adotado.

Organismos internacionais também deram o seu contributo em matéria de *corporate governance*, nomeadamente a OCDE que, em maio de 1999, promulgou os *Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades*, com influência à escala mundial, face ao número de países membros.

Silva *et al.* (2006, p.33) referem, no concernente à codificação de práticas recomendatórias de bom governo nos vários países europeus, que “*a filosofia que esteve subjacente a este movimento, e que veio a informar iniciativas posteriores, é a de que as normas de natureza voluntária, dirigidas ao comportamento ético dos intervenientes na vida das sociedades cotadas (órgãos de administração, auditores, acionistas, stakeholders), apresentam maiores virtualidades para restaurar a confiança dos mercados – na medida em que sejam livremente adotadas e divulgadas pelas empresas ou estas expliquem por que não as adotam – do que as disposições vinculativas, frequentemente cumpridas na sua letra e não no seu espírito e que nunca impedirão práticas intencionais de má gestão*”.

Estados Unidos da América

Na sequência dos grandes escândalos e fraudes financeiras que assolaram o mercado de capitais norte-americano no início deste século (*Enron, WorldCom* ou *Tyco International*), foi aprovado em 30 de julho de 2002 pelo presidente dos EUA, o *Sarbanes-Oxley Act*. Este documento possuía força de lei, contrariamente às medidas implementadas nos países da EU, que assumem a forma de recomendações.

Esta lei implementou importantes reformas ao nível da divulgação da informação (que passaram a ter de ser certificadas pelo *Chief Executive Officer* (CEO) e pelo *Chief Financial Officer* (CFO) através de uma declaração escrita), da independência dos auditores e administradores, da avaliação dos sistemas de controlo interno (tendo os auditores que emitir um parecer escrito, favorável/desfavorável sobre a sua adequação e eficiência), e autorizou a SEC a impor “*reformas estruturais no seio dos Conselhos de Administração das empresas abertas através dos requisitos de cotação das bolsas de valores nacionais*” (Esperança et al., 2011, p.110).

Estas alterações regulamentares impostas pelo governo americano aumentaram a responsabilidade dos administradores e da própria empresa ao reformular padrões de prestação de contas, de transparência, de equidade e de ética empresarial, consubstanciando-se num melhor acompanhamento do desempenho das organizações, com o objetivo de credibilizar as sociedades de capital aberto ao investimento público, em relação aos investidores.

A tentativa de isentar-se da aplicação da lei SOX, aquando da sua implementação, por parte de governos e empresas internacionais, foi frustrada, porquanto não foram concedidas quaisquer exceções. O âmbito de aplicação do SOX abrange todas as empresas com valores cotados no EUA (na NYSE – *New York Stock Exchange* ou na NASDAQ – *National Association of Securities Dealers Automated Quotation*), inclusivamente as empresas não-americanas.

Reino Unido

Em finais dos anos 80, princípios dos anos 90, ligado à forte recessão económica que se fazia sentir, o Reino Unido assistiu ao desmoronamento de grandes empresas, como é exemplo a *Maxwell*, aflorando práticas de mau governo como foi, entre outras, a ocultação e gestão de resultados. Em consequência, foi criado o Comité *Cadbury*, em maio de 1991, para verificação de alguns aspetos do governo das sociedades relacionados com o relato financeiro, visando repor a confiança nos investidores acerca da informação financeira divulgada, bem como nos auditores e no órgão de gestão das sociedades. Em dezembro de 1992, é publicado pelo *London Stock Exchange*, o primeiro código de boas práticas de governo na Europa,

denominado por Relatório *Cadbury*, mais tarde conhecido por *Combined Code*, o qual teve impacto em diversos países da Europa.

O Relatório *Cadbury*, de adoção voluntária pelas empresas cotadas na Bolsa de Valores de Londres, é baseado no princípio de *comply or explain*. Isto é, o não cumprimento carece de justificação. Compreende um conjunto de recomendações relacionadas com a estrutura dos órgãos de administração e os seus *comités*, a separação das funções de CEO e de Presidente do Conselho de Administração, a remuneração dos administradores, o papel dos administradores não-executivos, com ênfase na sua independência, o dos auditores externos na fiabilidade da informação financeira e os deveres e direitos dos acionistas.

No Reino Unido, após a publicação do mencionado relatório, seguiram-se outras publicações, das quais se destacam: o Relatório *Greenbury*, em julho de 1995, que abordou questões não referenciadas no Relatório *Cadbury* sobre políticas de remuneração dos administradores e a respetiva divulgação; o Relatório *Hampel*, em janeiro de 1998, que procurou consolidar as recomendações dos anteriores relatórios, modificando-as em alguns pontos e contendo as suas próprias recomendações; o *Combined Code*, julho de 1998, que reuniu as recomendações dos três relatórios anteriores – *Cadbury*, *Greenbury* e *Hampel*; e o Relatório *Turnbull*, em setembro de 1999, com o fim de orientar a implementação dos preceitos de controlo interno previstos no *Combined Code*, entre outras publicações. Acrescente-se que, na sequência de todas estas publicações, o *Combined Code* foi revisto, tendo sido republicado em julho de 2003, integrando as principais recomendações dos relatórios anteriores. Importa ainda referir que este código de boas práticas é exigido às empresas admitidas à cotação pela Bolsa de Valores de Londres, desde a sua versão inicial em 1998. Os códigos das melhores práticas de *corporate governance* dirigido às empresas cotadas – *Cadbury*, *Greenbury*, *Hampel* e *Combined Code*, não têm força de lei, pelo que, as empresas cotadas no Reino Unido apenas estão obrigadas a declarar que cumprem as normas e, se assim não for, justifiquem o não cumprimento.

OCDE

A par do movimento de *soft law* (codificação de boas práticas assentes no princípio *comply or explain*), e em resposta à crise asiática de 1997-1998, foi aprovada e publicada, em 1999, a primeira versão dos *Princípios da OCDE de Governo das Sociedades*, doravante designados por *Princípios*, de aplicação voluntária, destinados às sociedades de capital aberto ao

investimento público (embora no preâmbulo do documento se possa ler que “*they might also be a useful tool to improve corporate governance in non-trade companies*”) por constituírem boas práticas que contribuem para o crescimento sustentável das organizações.

No ano de 2002, fruto dos escândalos entretanto ocorridos, que conduziram a um sentimento generalizado de debilidade internacional dos governos das sociedades, e visando contribuir para a estabilidade dos mercados de capitais, os países membros da OCDE solicitaram uma avaliação e revisão dos *Princípios*, tendo em abril de 2004, após um longo processo internacional de consultas, sido publicada a versão revista dos *Princípios*, com novos requisitos destinados a complementar e aperfeiçoar a versão inicial de 1999.

Estes *Princípios* estão alicerçados na ideia base de que “*não existe um modelo único de bom governo das sociedades*”, mas que existem “*elementos comuns inerentes a um bom governo*”. Visam assegurar o enquadramento legal e institucional do governo das sociedades, debruçando-se sobre os direitos dos acionistas (*shareholders*) e funções fundamentais de exercício desses direitos. Visam ainda o tratamento equitativo dos acionistas, o papel dos outros sujeitos (*stakeholders*) com interesses relevantes no governo das sociedades e ainda a divulgação de informação e transparência e as responsabilidades do órgão de administração.

Os *Princípios* da OCDE, a par do Relatório *Cadbury*, são reconhecidos internacionalmente como modelo normativo de bom governo a seguir, tendo, de modo relevante, influenciado a codificação de normas recomendatórias de bom governo, não só em países europeus, como também em outras áreas geográficas do globo, não obstante a sua natureza voluntária.

Ásia

Segundo Esperança *et al.* (2011), para a OCDE, o desenvolvimento do governo societário asiático está pendente das seguintes prioridades: (i) promoção e divulgação, por parte das entidades públicas e privadas, da importância das boas práticas de governo; (ii) implementação e execução de leis e regulamentos no âmbito do governo das sociedades; (iii) empenho por parte das empresas na adoção de práticas de bom governo internacional, designadamente ao nível da contabilidade, auditoria e divulgação de informação não financeira; (iv) aperfeiçoamento da participação do Conselho de Administração no planeamento estratégico e na monitorização dos sistemas de controlo interno; (v) reestruturação da lei e regulamentos de modo a proteger os acionistas minoritários dos

acionistas com controlo e gestores; (vi) esforço governamental de melhoria da regulamentação de governo societário no setor bancário.

Foi a crise dos anos 90 que despertou a Ásia para a importância de fazer reformas ao nível de governo das sociedades. Os escândalos financeiros e fraudes norte-americanas colocaram em causa o modelo americano de governo societário, levando muitos países asiáticos a abandonarem as reformas nos mecanismos de governo das sociedades. Os grandes desafios que se colocaram às empresas asiáticas foram ao nível da transparência, independência do Conselho de Administração, proteção dos acionistas minoritários e diminuição do poder Estatal. À semelhança do verificado a nível internacional, também o Japão e a China adotaram Códigos de bom governo para as empresas com valores cotados.

União Europeia

Em matéria de governo das sociedades, a atuação da UE, concretamente da Comissão Europeia, data do início deste século, numa fase posterior à publicação dos principais relatórios e códigos de bom governo em vários estados-membros. Supõe-se que tal atuação decorre de uma resposta ao escândalo financeiro e fraude que envolveu a empresa norte-americana do setor energético *Enron*. Para o efeito a UE solicitou a um “Grupo de Alto Nível de Peritos em Direito das Sociedades”, em abril de 2002, que se encontrava a desenvolver recomendações para modernizar o direito europeu das sociedades, desde setembro de 2001, para alargar o seu âmbito e incluir requisitos ligados ao governo das sociedades e à auditoria.

O Relatório *Winter II*, promulgado em novembro de 2002, formalmente intitulado “Um quadro regulamentar moderno para o direito das sociedades”, foi resultado do trabalho desenvolvido pelo Grupo de Peritos, após uma ampla consulta pública, e incluiu um capítulo inteiramente dedicado ao governo das sociedades, “*que poderá ser considerado o primeiro estudo sério de harmonização do tema no espaço comunitário*” (Silva *et al.*, 2006, p.41), utilizado para a emissão de normas comunitárias nesta matéria.

Dezasseis foi o número de recomendações de bom governo propostas no Relatório *Winter II*, tais como: a obrigatoriedade de uma “*declaração anual sobre o governo da sociedade*”, por parte das sociedades com valores cotados; a disponibilização de informação aos acionistas em sítio da Internet; o voto por correspondência; a promoção do voto transfronteiras e o encorajamento à criação de comissões de auditoria, de nomeação e de remuneração (dos

administradores), as quais deveriam ser compostas por administradores não-executivos maioritariamente independentes, entre outras.

O Relatório *Winter II* assumiu posição sobre o tipo de estrutura adequado para as sociedades abertas, dando liberdade de escolha entre os sistemas monista e dualista e quanto à necessidade de existir um código europeu do governo das sociedades, entendendo que tal não era premente.

Cronologicamente, o Relatório *Winter II* foi antecedido de um estudo comparativo dos principais códigos de governo das sociedades em vigor nos estados-membros da UE, encomendado pela Comissão Europeia em 2001 e concluído em janeiro de 2002. Este estudo, para além de dar conta da existência de uma multiplicidade de códigos de boas práticas nos estados-membros da UE desde 1997, concluiu que as divergências mais importantes detetadas em sede de governo das sociedades resultava mais das diferenças existentes entre o direito societário e o direito dos valores mobiliários dos vários países, do que, de diferenças relevantes entre os respetivos códigos de governo societário, que, aliás, apresentavam assinalável similitude. Observaram que os códigos vigentes nos estados-membros eram flexíveis e não obrigatórios *“tendo sido entendido que poderiam mesmo contribuir para a convergência das práticas de governo na área da União Europeia e, por essa via, facilitar a criação de um mercado único europeu de valores mobiliários”* (Silva et al., 2006, p.42). Daí que a posição tomada sobre esta questão no Relatório *Winter II*, foi de que não havia necessidade de elaborar um código europeu de governo das sociedades, recomendando, no entanto, à Comissão Europeia, a promoção de esforços no sentido da redução das *“barreiras de participação”* e das *“barreiras de informação”*, em prol do desenvolvimento do mercado de capitais europeu.

Outro importante marco histórico a realçar nas iniciativas da UE em matéria de governo das sociedades é o chamado Plano de Ação, divulgado pela Comissão Europeia, em 21 de maio de 2003, intitulado *“Modernizar o direito das sociedades e reforçar o governo das sociedades: uma estratégia para o futuro”*. Esta comunicação surge na sequência das recomendações propostas no Relatório *Winter II* em matéria de *“revitalização das assembleias gerais; transparência de atuação dos investidores institucionais, responsabilidade e remuneração dos administradores, papel dos administradores independentes e das comissões do Conselho de Administração, da qualidade da informação financeira”* (Silva et al., 2006). Enumera um conjunto de princípios e calendariza a sua

concretização através de medidas de carácter legislativo ou recomendatório de curto, médio e longo prazo, tendo em vista a convergência de boas práticas de governo nos diversos estados-membros. A revisão da 4.^a (contas anuais de certas formas de sociedades), 7.^a (contas consolidadas) e 8.^a (direito das sociedades) Diretivas é, entre outras, produto normativo de concretização do referido Plano de Ação, conforme é aludido no preâmbulo do Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março: “*o aproveitamento dos textos comunitários concluídos com relevo direto sobre a questão dos modelos de governação e direcção de sociedades anónimas esteve igualmente na base da preparação deste decreto-lei*”.

Na Europa, sobretudo na sequência do Plano de Ação sobre Direito das Sociedades, aprovado pela Comissão Europeia em 21 de maio de 2003, foram iniciadas diversas medidas normativas relacionadas com o governo das sociedades. Destaca-se a revisão de alguns textos comunitários fundamentais, como a 4.^a, 7.^a e 8.^a Diretivas de Direito das Sociedades, a que se acrescem a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2005/162/CE de 15 de fevereiro, sobre o papel dos administradores não executivos e a Recomendação da Comissão Europeia n.º 2004/913/CE de 14 de dezembro, sobre a remuneração dos administradores. Outros instrumentos comunitários recentes apresentam implicações em matéria de governo das sociedades, tais como a Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 21 de abril, sobre ofertas públicas de aquisição, e o Regulamento (CE) n.º 2157/2001, do Conselho, de 8 de outubro, e a Diretiva n.º 2001/86/CE, do Conselho, de 8 de outubro, sobre sociedades anónimas europeias, transposta para o ordenamento jurídico nacional pelo Decreto-Lei n.º 2/2005 de 4 de janeiro.

Mais recentemente, com a crise dos mercados financeiros iniciada no período de 2007-2008, que uma vez mais demonstrou as debilidades das regras e dos códigos europeus de governo das sociedades que instituem normas de bom governo para as empresas com valores cotados nas bolsas europeias, de modo a assegurar os interesses a longo prazo dos acionistas, a UE, no âmbito de uma ampla reforma do direito das sociedades, no intuito de reforçar as referidas regras e de torná-las menos dependentes da autorregulação, levou à discussão pública uma série de ideias sobre esta temática, vertida no intitulado “*Green Paper on Corporate Governance in financial institutions and remuneration policies*”, cuja consulta encerrou no dia 22 de julho de 2011.

Silva *et al.* (2006) sintetizaram o que, até à data, de comum existia nos vários códigos de bom governo publicados no espaço europeu, constatando semelhanças nos vários códigos no

concernente a: “ (i) tratamento da estrutura, missão e responsabilidades dos órgãos de administração, com reconhecimento da necessidade de existência (quer nos sistemas dualistas, quer nos monistas) de uma função de supervisão e de uma função de gestão (*management*), atribuídas a órgãos distintos; (ii) definição dos requisitos pessoais e de independência, bem como das regras de atuação dos administradores não-executivos; (iii) separação das funções de Presidente do Conselho de Administração e da Comissão Executiva, mesmo nos sistemas monistas; (iv) criação de comissões do órgão de administração; (v) defesa dos direitos dos acionistas e *stakeholders*, com reconhecimento da interdependência dos respetivos interesses; e (vi) divulgação pelas empresas de informação financeira fiável, bem como das práticas de governo adotadas”.

Em suma, o governo das sociedades é uma preocupação das nações a nível mundial, encontrando-se em permanente reformulação, como resposta à demonstração das insuficiências do sistema de governo das sociedades, vigente à data dos acontecimentos conducentes à sua reforma, com o intuito de devolver a confiança nos mercados de capitais, reforçar os direitos dos acionistas, proteger trabalhadores, credores e demais interessados, promover a eficiência e a competitividade das empresas.

No caso dos países pertencentes à EU, o desenvolvimento do governo das sociedades surge num movimento de *soft law* (códigos de boas práticas e autorregulação), como se pode constatar por consulta ao *European Corporate Governance Institute* (ECGI), observando-se que muitas são as economias que atualmente possuem um código de *corporate governance*. Desde logo, não existe um modelo único de bom governo das sociedades, rígido e uniforme, mas sim, vários códigos voluntários e não vinculativos, assentando na filosofia *comply or explain*, aplicáveis às sociedades de capital aberto, podendo ser, no entanto, adotados pelas restantes sociedades (CMVM, 2007).

Nesta linha de pensamento, e segundo a CMVM (2007, p.4), “*o principal avaliador da bondade das opções ligadas à direção e ao controlo que são adotadas pelas sociedades cotadas e pelos investidores institucionais*” é o próprio mercado.

Portugal

Contrariamente ao verificado noutros países, como os EUA e o Reino Unido, em que escândalos e colapsos financeiros internos incitaram à reflexão sobre a temática do governo

das sociedades, em Portugal, o motor do seu desenvolvimento foi impulsionado por dois fatores distintos, embora interligados (Câmara, 2001): (i) o direito societário, o qual embora venha abordando esta matéria desde há décadas, nunca se refere explicitamente ao governo das sociedades e (ii) o direito mobiliário, que tem sofrido influência internacional por via da integração de Portugal na UE e pelo facto de ser uma economia aberta.

O Código das Sociedades Comerciais (CSC), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 262/86 de 2 de novembro (variadas vezes alterado) e o Código dos Valores Mobiliários (CVM), aprovado pelo Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro, em vigor desde março de 2000 (este último complementado com os Regulamentos n.º 6/2000, referente aos auditores, e n.º 11/2000, relativo aos deveres de informação, emitidos pela CMVM) são os principais diplomas legais nestas áreas.

Todavia, é com a aprovação, em outubro de 1999, pela CMVM, de um conjunto de recomendações relativas ao sistema de regras de conduta a observar pelas sociedades com valores admitidos à negociação e, facultativamente, pelas restantes sociedades, que se efetiva a transposição para o contexto nacional das práticas de governo das sociedades.

Conclui-se assim que o quadro normativo nacional sobre esta temática, multidisciplinar, reveste-se de carácter, quer obrigatório, por via legislativa e regulamentar, quer recomendatório, quer ainda facultativo, considerados em diferentes diplomas, com promulgação em períodos distintos.

O quadro 1 apresenta um resumo das fontes legislativas portuguesas em matéria de *corporate governance*. Mais adiante apresentar-se-á uma síntese da evolução das principais fontes regulamentares e recomendatórias portuguesas e outras fontes normativas.

Quadro 1 – Síntese das fontes legislativas portuguesas sobre o governo das sociedades

Fontes Legislativas	Âmbito de Aplicação	Principais tópicos relativos aos governos das sociedades
Código das Sociedades Comerciais	- Sociedades comerciais anónimas	- Estrutura da administração e fiscalização; - Funcionamento e poderes dos órgãos sociais; - Responsabilidade civil dos membros dos órgãos de administração e fiscalização; - Direitos e deveres dos acionistas; - Ações preferenciais sem votos; - Deliberações dos acionistas.
Código dos Valores Mobiliários	- Sociedades com capital aberto ao investimento público (“Sociedades abertas”); - Outras entidades ou pessoas com conexão com o mercado de valores mobiliários.	- Deveres de informação das sociedades abertas e meios de divulgação; - Deveres de comunicação dos titulares de participações qualificadas em sociedades abertas; - Qualidade da informação financeira; - Âmbito de atuação e responsabilidade dos auditores registados na CMVM; - Conceito de investidores institucionais; - Proteção dos interesses dos investidores não institucionais.
Regime jurídico dos Organismos de investimento coletivo (DL n.º 63-A/2013 de 10 de maio)	- Organismos de investimento coletivo em valores mobiliários	- Deveres gerais das entidades gestoras de organismos de investimento coletivo; - Limites de exposição dos fundos de investimento mobiliário; - Deveres de informação das entidades gestoras.
Regime jurídico das sociedades anónimas europeias (DL n.º 2/2005 de 04 de janeiro)	- Sociedades anónimas europeias	- Conceito, estrutura de funcionamento da “sociedade anónima europeia (societas europaea)”

Fonte: Adaptado do Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal (Silva et al., 2006, p. 188)

Do CSC constam as mais antigas disposições legais sobre esta matéria, nomeadamente princípios e regras básicos de gestão e controlo dos vários tipos de sociedades comerciais: (i)

sociedades em nome coletivo, (ii) sociedades por quotas, (ii) sociedades anónimas e (iii) sociedades em comandita.

Como mais adiante se compreenderá, a alteração mais relevante ao CSC, em matéria de governo das sociedades, ocorreu com a publicação do Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, que alargou para três, os modelos de administração e fiscalização das sociedades: modelo latino, modelo anglo-saxónico e modelo germânico. Introduziu novos conceitos no direito societário, como é exemplo “grande sociedade anónima” e ainda novos deveres legais a observar pelos administradores (*fiduciary duties*) – deveres de cuidado (*duty of care*) e deveres de lealdade (*duty of loyalty*), conforme preceitua o artigo 64.º (*Deveres fundamentais*) do CSC.

A alteração mais recente ao CSC verificou-se com a entrada em vigor, em 1 de janeiro de 2010, do Decreto-Lei n.º 185/2009 de 12 de agosto, que obriga qualquer tipo de sociedade comercial a disponibilizar aos seus interessados o Relatório sobre a Estrutura e as Práticas de Governo Societário, quando este não faça parte do Relatório de Gestão, de acordo com o disposto no artigo 70.º (*Prestação de Contas*) do CSC. As alterações enunciadas ao CSC denotam a importância crescente do governo das sociedades no contexto empresarial português.

No direito positivo português estes requisitos são acometidos às sociedades anónimas, sabendo que o CSC regulamenta alguns aspetos deste tipo de sociedades: o capital social, a responsabilidade do acionista, o contrato de sociedade, os direitos e competências dos seus intervenientes, o funcionamento da assembleia-geral e a estrutura de administração e fiscalização da sociedade.

Nas modernas empresas em que se verifica o confronto entre propriedade e controlo, o Conselho de Administração, referencial de reflexão em matéria de governo das sociedades, assume especial importância, na medida em que lhe compete gerir a atividade da sociedade, de acordo com o previsto no artigo 405.º (*Competência do Conselho de Administração*) do CSC. Em matéria de governo, cabe apenas à Assembleia Geral deliberar sobre assuntos relacionados com a atividade de gestão da empresa, a pedido do órgão de administração. Revelador do enorme poder do órgão de administração, é o facto de, em decisões cruciais para a sociedade, nem sequer existir o dever de consultar previamente a Assembleia Geral. Daqui resulta a necessidade de assegurar a maximização do desempenho do órgão de administração,

no interesse da sociedade em geral e dos acionistas em particular, em detrimento dos seus próprios interesses (Câmara, 2001).

Por sua vez, o CVM define os princípios e regras do mercado de valores mobiliários, pelo que a sua regulamentação se dirige especificamente às sociedades com o capital aberto, nomeadamente quanto aos deveres informativos, disciplina das deliberações sociais e proteção dos investidores, auditores e exercício do direito de voto (Silva *et al.*, 2006).

O papel dos auditores tem assumido crescente importância no contexto do mercado de valores mobiliários, assegurando que a informação financeira se encontre elaborada de acordo com as leis e regulamentos, uma vez que esta é tida em consideração na tomada de decisões pelos investidores e demais agentes económicos. Em Portugal é exigido pelo CVM que determinada informação financeira seja certificada por um Revisor Oficial de Contas (ROC), e estes, por sua vez, têm de estar obrigatoriamente registados na CMVM (artigo 8.º do CVM). A função do ROC é credibilizar a informação financeira.

A CMVM, criada em 1991, é dotada de personalidade jurídica e de autonomia administrativa e financeira, sendo a entidade pública que, nos termos da lei, supervisiona, regula e promove os mercados de valores mobiliários portugueses. Tem como missão proteger os investidores, através de medidas que favoreçam a eficiência, a equidade, a segurança e a transparência dos mercados de valores mobiliários, de modo a contribuir para o desenvolvimento sustentável da economia nacional.

As principais funções confiadas à CMVM são: *“(i) a regulamentação dos mercados de valores mobiliários e das atividades financeiras que neles têm lugar; (ii) a supervisão dos mercados de valores mobiliários e das atividades dos intermediários financeiros; (iii) a fiscalização do cumprimento das obrigações legais que impendem, tanto sobre as entidades encarregadas da organização e gestão dos mercados de valores, como sobre os intermediários financeiros, entidades emitentes e outras entidades; (iv) a proteção dos investidores e dos consumidores de serviços financeiros; (v) a promoção do mercado nacional de valores mobiliários, contribuindo para o seu desenvolvimento e para a sua competitividade no quadro europeu e internacional”* (CMVM, 2006, p.6-7).

Deste modo, na persecução da sua missão e objetivos, a CMVM emitiu uma série de recomendações sobre o governo das sociedades, dirigidas às sociedades em geral, e em

particular às sociedades com valores cotados e aos investidores institucionais, internacionalmente reconhecidas como indutoras de boas práticas de governo.

As primeiras *Recomendações da CMVM sobre Governo das Sociedades Cotadas* datam de 1999 e surgem num contexto de desenvolvimento dos mercados financeiros em Portugal e da necessidade de aperfeiçoamento dos mecanismos de controlo dos investidores. O documento contém um total de dezassete recomendações, incluindo a de que as sociedades com valores cotados e os investidores institucionais devem divulgar anualmente o seu próprio grau de cumprimento. As mencionadas recomendações têm natureza inteiramente facultativa, baseando-se no modelo *comply or explain*, estando divididas em cinco grupos, divisão que se manteve nas recomendações que se sucederam a este documento: (i) divulgação da informação; (ii) exercício do direito de voto; (iii); representação de acionistas; (iv) regras societárias; (v) órgão de administração e investidores institucionais.

Por determinação da CMVM estas recomendações eram revistas bienalmente, nos anos ímpar. A primeira revisão ocorreu no ano de 2001, tendo sido reduzidas para quinze o número de recomendações, embora com a introdução de novas matérias. A revisão de 2003 consubstanciou-se numa nova redução das recomendações para onze, não obstante a introdução de novos preceitos, à semelhança da revisão anterior. No ano de 2005 a revisão efetuada elevou para catorze o número de recomendações. O Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, que alterou o quadro normativo dos modelos de governo das sociedades anónimas, conduziu à evolução assinalada no teor das recomendações.

Em 2008, a CMVM, em substituição das “Recomendações” aprovou o *Código do Governo das Sociedades da CMVM*, o que em substância constitui “uma nova arrumação sistemática” das recomendações revistas ao longo dos anos. Por conseguinte, o código funciona como se de recomendações de boas práticas se tratasse, logo assumindo um carácter voluntário. As quarenta e quatro recomendações que compreende repartem-se por três capítulos: (i) assembleia geral, (ii) órgão de administração e fiscalização e (iii) informação e auditoria.

Na sequência da publicação da Lei n.º 28/2009 de 19 de junho e do Regulamento da CMVM n.º 5/2008 (sobre deveres de informação), o Código de Governo das Sociedades da CMVM foi alterado em janeiro de 2010. Esta alteração consubstanciou-se num aumento do número de recomendações para cinquenta e cinco, isto é, mais onze do que na versão original.

Em julho de 2013, foram publicados, o Regulamento da CMVM n.º 4/2013, sobre o governo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em Portugal, e uma nova versão do código de governo das sociedades da CMVM - “Código de Governo de 2013”, alterando a versão vigente desde 2010. O referido Regulamento n.º 4/2013 entrou em vigor em 1 de janeiro de 2014, obrigando a que o relatório de governo a elaborar pelas sociedades com valores cotados, com referência ao ano de 2013, obedecesse ao novo enquadramento.

A regulamentação da CMVM concretiza-se através da emissão de regulamentos e instruções de cumprimento obrigatório. Em matéria de governo das sociedades destacam-se os Regulamentos da CMVM n.º 7/2001, n.º 1/2010 e n.º 4/2013.

Dois anos após a aprovação da primeira versão das “Recomendações” da CMVM em matéria de Governo das Sociedades, foi publicado o Regulamento da CMVM n.º 7/2001, intitulado “*Governo das Sociedades Cotadas*”, revisto nos anos de 2003 e 2005, o que elevou parte das referidas recomendações a verdadeiras obrigações, inclusivamente à entrega, por parte das empresas com valores cotados, de um relatório padronizado sobre governo das sociedades, conforme dispõe o n.º 1 do artigo 1.º (*Informação sobre práticas de governo das sociedades*) do respetivo regulamento: “*As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado e sujeitas a lei pessoal portuguesa devem publicar, em capítulo do relatório anual de gestão elaborado especificamente para o efeito ou em anexo a este, um relatório detalhado sobre a estrutura e as práticas de governo societário elaborado em obediência ao artigo 7.º do Código dos Valores Mobiliários e de acordo com o modelo constante do anexo do presente regulamento e que dele faz parte integrante*”. Não se tratou de impor obediência, mas de divulgar certos aspetos referentes ao governo das sociedades na modalidade *comply or explain*, de acordo com o preceituado no Anexo ao regulamento, concretamente no Capítulo 0 (*Declaração de cumprimento*), onde é referido o seguinte: “*Indicação discriminada das recomendações da CMVM sobre governo das sociedades adotadas e não adotadas. Entende-se, para este efeito, como não adotadas as recomendações que não sejam seguidas na íntegra. A não adoção de recomendações deve ser devidamente explicada*”.

De modo a tornar mais completo o relatório anual sobre governo das sociedades, este regulamento n.º 7/2001 foi revisto em 2003, após ampla consulta pública submetida pela CMVM, mantendo, porém, as linhas gerais que o enformavam, bem como a filosofia *comply or explain*. Procurou-se com estas alterações introduzir os contributos da Comissão Europeia

relativos à independência dos auditores e os preceitos do “Plano de Ação” referentes ao Direito das Sociedades. A revisão ocorrida em 2005 relacionou-se com o aperfeiçoamento do sistema de fiscalização interna das sociedades e com o esclarecimento das políticas de remuneração dos membros do órgão de administração.

Com a publicação do Regulamento n.º 1/2007, em vigor desde 01 de janeiro de 2009, a CMVM, impulsionada quer pela revisão bienal das recomendações quer pelas alterações introduzidas no CSC por via do Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, revoga o Regulamento n.º 7/2001, constituindo a alteração mais relevante desta publicação o conteúdo do relatório anual de governo das sociedades.

Por sua vez, o Regulamento da CMVM n.º 1/2010, com entrada em vigor em 02 de fevereiro de 2010, revogou o Regulamento da CMVM n.º 1/2007. Este novo regulamento tem a particularidade de dar a possibilidade às sociedades de adotarem um modelo de relatório de governo distinto do preconizado pela CMVM, não obstante ter de ser previamente reconhecido pela autoridade de supervisão portuguesa.

Ao abrigo deste Regulamento da CMVM n.º 1/2010, conjugado com o disposto no artigo 245.º-A (Informação anual sobre governo das sociedades) do CVM em Portugal, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever anual de informar sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades (*comply*) – que consiste num conjunto de recomendações elaboradas pela CMVM, e informar sobre o fundamento do não acolhimento das recomendações por si não observadas (*explain*).

O modelo de informação “*comply or explain*”, de origem britânica, é de imposição europeia. Em Portugal, a CMVM é a entidade que assume a tarefa de fiscalizar o conteúdo dos relatórios de governo. Todavia, de acordo com o Direito Europeu, os “Códigos” não têm de ser objeto de fiscalização pública quanto ao grau de acolhimento.

Mais recentemente foi publicado o Regulamento da CMVM n.º 4/2013, que entrou em vigor em 01 de janeiro de 2014. Segundo a CMVM (2013a, p.1) “*a revisão do regime agora empreendida incide sobre o conteúdo do referido relatório, sistematizando as exigências informativas cuja prestação é obrigatória, possibilitando que as sociedades recorram a um Código de Governo das sociedades distinto daquele divulgado pela CMVM e reformulando o próprio Código de Governo das Sociedades disponibilizado pela CMVM, cuja última versão*

remonta já a 2010". Este regulamento, em matéria da possibilidade das sociedades poderem adotar um código distinto do preconizado pela CMVM, vai mais longe do que o anterior, ora revogado, ao dispensar o seu prévio reconhecimento pela CMVM, dando assim a possibilidade aos órgãos decisórios da sociedade de adotarem o modelo que melhor proteja os interesses dos acionistas e promova a transparência do governo societário.

O IPCG, criado em maio de 2004, é um organismo privado que, de acordo com os seus Estatutos, tem por objeto "a investigação e divulgação dos princípios de *Corporate Governance*" (artigo 3.º dos Estatutos do IPCG), podendo desenvolver todas as atividades que entenda serem convenientes para o alcance dos objetivos a que se propôs; entre muitos outros, adequar à situação nacional normas internacionais e, em particular comunitárias. As normas emanadas pelo IPCG são de natureza facultativa, sendo consideradas na vertente de *soft law* de governo das sociedades em Portugal.

O "Livro Branco sobre *Corporate Governance* em Portugal", da lavra do IPCG, publicado em fevereiro de 2006, constitui importante referencial no estudo desta temática em Portugal. Apresenta o conceito de *corporate governance*, faz um enquadramento histórico nacional e internacional do governo das sociedades, sem esquecer o papel e a importância da UE no contexto normativo nacional. Faz ainda um retrato da evolução do governo das sociedades em Portugal ao apresentar um estudo elaborado com as dez maiores empresas cotadas nacionais, com o objetivo de sensibilizar os agentes económicos para esta temática e contribuir para a transparência, rigor e modernização do mercado português de capitais.

Na promoção de boas práticas de governo societário, o IPCG publicou em 2013 um Código de Governo das Sociedades (entretanto alterado face às disposições do Regulamento da CMVM n.º 4/2013), consubstanciando-se numa alternativa ao Código de Governo das Sociedades aprovado pela CMVM. Como é referido no seu preâmbulo "o Código é de adesão voluntária e a sua observância é, também, facultativa, assentando na regra "comply or explain". A sua estrutura está dividida em dois níveis o dos "princípios" e o das "recomendações" (IPCG, p.3).

Atento o exposto o quadro 2 apresenta um resumo da evolução das principais fontes regulamentares e recomendatórias portuguesas em matéria de governo das sociedades e de outras fontes.

Quadro 2 – Síntese da evolução das principais fontes regulamentares e recomendatórias da CMVM e de outras fontes

Ano	Entidade Emitente	Tipo de Documento
1999	CMVM	Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas
2001	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 7/2001 - Governo das Sociedades Cotadas
2003	CMVM	Revisão das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas
2003	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 11/2003 - Regulamento de alteração do Regulamento n.º 7/2001
2005	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 10/2005 (inclui alteração ao Regulamento n.º 7/2001)
2006	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 3/2006 - Ofertas e Emitentes (inclui alteração ao Regulamento n.º 7/2001)
2006	IPCG	Livro Branco sobre o <i>Corporate Governance</i> em Portugal
2006	Governo da República	Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março
2007	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2007 - Governo das Sociedades Cotadas
2007	CMVM	Ante-projeto do Código do Governo das Sociedades da CMVM
2008	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 5/2008 - Deveres de Informação
2008	CMVM	Código do Governo das Sociedades da CMVM
2009	IPCG	Ante-projeto de Código de Bom Governo das Sociedades
2010	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2010 - Governo das Sociedades Cotadas
2010	CMVM	Revisão do Código do Governo das Sociedades da CMVM
2013	IPCG	<i>Corporate Governance Code</i>
2013	CMVM	Código do Governo das Sociedades da CMVM (Recomendações)
2014	IPCG	Código do Governo das Sociedades -alterado
2014	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2014 - Registo dos Auditores

Fonte: Elaboração própria

1.4 Os sistemas de governo das sociedades

Não obstante a globalização económica e financeira, não existe um modelo uniforme de governo das sociedades. Contrariamente, observam-se acentuadas diferenças nos diversos países no que respeita à estrutura de propriedade, à proteção legal dos investidores, à estrutura do Conselho de Administração, à remuneração dos gestores, à estrutura da dívida, às fusões e aquisições e à importância atribuída aos *Stakeholders*. Tais distintas características são intrínsecas a cada um dos mecanismos de tomada de decisões e de fiscalização, conjuntamente com o papel e a relevância dos mercados financeiros. Silva *et al.* (2006, p.20) referem, ainda, que “dentro de um mesmo enquadramento legal e institucional podem variar de empresa para empresa” os mecanismos de governo empresarial.

Da comparação entre sistemas de governo das sociedades, baseado numa primeira instância na estrutura de propriedade e importância do mercado de capitais, é frequente identificarem-se dois sistemas distintos, o sistema continental (Europa continental e Japão) e o sistema anglo-saxónico (Reino Unido e EUA).

No primeiro, também designado por sistema de controlo interno, a estrutura da propriedade tida como fulcral na estratégia da empresa, e conseqüentemente no seu desempenho é

concentrada. Predominam as estruturas piramidais, com grande parte das empresas cotadas a serem dominadas por bancos, famílias e empresas, e os mercados de capitais são de pequena dimensão e pouca liquidez. Neste modelo o conflito de interesses verifica-se entre acionistas majoritários e minoritários, uma vez que estes últimos se apresentam em desvantagem relativamente aos primeiros, que controlam a atividade da empresa através da sua gestão, bem como definem a política estratégica da mesma. Assim, os mecanismos de *corporate governance* visam a proteção dos acionistas minoritários, através do controlo da atividade dos acionistas majoritários, de modo a assegurar um tratamento equitativo de todos os acionistas.

No sistema anglo-saxónico, também denominado por sistema de controlo externo, assente na ideia de que o mercado controla as empresas, a estrutura da propriedade é dispersa. Os investidores institucionais detêm grandes percentagens das empresas com valores cotados, embora individualmente a sua posição nessas empresas seja pouco expressiva. Os mercados de capitais têm maior dimensão e mais liquidez. Face à dispersão do capital destas empresas, a sua gestão/controlo encontra-se nas mãos de profissionais – administradores executivos contratados para o efeito, verificando-se a completa separação entre propriedade e gestão/controlo. Os proprietários encontram-se privados do controlo das suas empresas, contrariamente aos administradores que gozam de plena liberdade no que toca à tomada de decisões. Daqui resultam os denominados custos de agência, propiciando o conflito de interesses entre acionistas e administradores. Os instrumentos de governo societário, neste modelo, visam assegurar a participação ativa dos acionistas, através do controlo da atividade dos administradores pelos acionistas. No alinhamento de interesses entre acionistas e gestores é decisivo o mecanismo de remunerações variáveis.

Sobre as características destes dois distintos sistemas de governo empresarial, Silva *et al.* (2006, p.21) referem que, assim se compreende que “*no modelo anglo-saxónico o principal desafio que se coloca no desenho dos instrumentos de controlo e fiscalização das empresas tem a ver com a proteção dos acionistas face ao poder arbitrário dos gestores profissionais, os quais por norma gozam de uma ampla margem de atuação. No caso da Europa continental o principal problema reside na proteção dos interesses dos pequenos e anónimos acionistas face aos acionistas que têm dimensão suficiente para exercer influência sobre a equipa de gestão da empresa*”. Além disso, enquanto no modelo anglo-saxónico se espera que o controlo dos gestores seja exercido pelo mercado, no modelo continental o controlo dos

gestores é feito internamente pelos acionistas majoritários, que por sua vez são também controlados por outros interessados, como trabalhadores e bancos.

Estes dois modelos apresentam também diferenças ao nível dos principais financiadores das empresas sendo eles, ou os bancos (e seguradoras), ou os mercados, respetivamente (Allen e Gale, 2000, citados por Esperança *et al.*, 2011).

A propósito dos indicadores de melhor governo presentes na literatura, Chiang (2005) destaca: (i) a estrutura do Conselho de Administração; (ii) a estrutura da propriedade e a (iii) transparência da informação. Face à diversidade de práticas de bom governo instituídas em cada um dos países incluídos no modelo continental, Weimer e Pape (1999), propõem uma subdivisão destes países em função das diferenças na estrutura do Conselho de Administração, nos mecanismos remuneratórios e nos tipos de acionistas que influenciam a tomada de decisões, sugerindo o modelo germânico (inclui países como a Holanda, a Suíça, a Áustria e os países escandinavos), o modelo latino (inclui países como a França, a Itália, a Espanha, a Bélgica, Portugal e o Brasil) e o modelo japonês.

A grande diferença do modelo germânico em relação aos outros dois modelos – latino e japonês, reside na estrutura do órgão de administração (“bicéfalo”) que é composto por um Conselho de Administração e um Conselho de Gestão, totalmente independentes um do outro. O Conselho de Gestão é constituído por executivos que se ocupam da gestão corrente da sociedade. Quanto aos mecanismos de remunerações no modelo germânico e japonês há uma baixa correlação entre as variáveis ‘remuneração dos gestores’ e ‘performance da empresa’, quando comparados com o modelo anglo-saxónico. Nestes três modelos, as instituições financeiras assumem um papel preponderante, enquanto no modelo anglo-saxónico são os acionistas. Os modelos germânico e japonês contrapõem-se ao modelo latino no que se refere à importância que atribuem aos colaboradores da empresa e restantes *Stakeholders*, sendo que no modelo japonês a tomada de decisões tem em conta as famílias.

A figura 1 apresenta um resumo das características dos vários modelos – anglo-saxónico, germânico, latino e nipónico.

Figura 1 – Resumo das características dos vários modelos de governo societário

<i>Market/network-oriented system of corporate governance</i>	Market-oriented		Network-oriented	
	Anglo-Saxon	Germanic	Latin	Japan
<i>Country class</i>				
<i>Countries (GDP 1995 × US\$ 1,000,000,000; GDP per capita × US\$ 1 at current prices and exchange rates). Source: IMF for GDP, OECD for GDP per capita</i>	USA (7,246; 25,512) UK (1,107; 17,468) Canada (569; 18,598) Australia (349; 18,072)	Germany (2,259; 25,133) the Netherlands (396; 21,733) Switzerland (287; 36,790) Sweden (246; 22,389) Austria (233; 24,670) Denmark (175; 28,181) Norway (147; 28,434) Finland (126; 19,106)	France (1,567; 22,944) Italy (1,119; 17,796) Spain (574; 12,321) Belgium (264; 22,515)	Japan (4,961; 36,732)
<i>Concept of the firm</i>	Instrumental, shareholder-oriented	Institutional	Institutional	Institutional
<i>Board system</i>	One-tier (executive and non-executive board)	Two-tier (executive and supervisory board)	Optional (France), in general one-tier	Board of directors; office of representative directors; office of auditors; <i>de facto</i> one-tier
<i>Salient stakeholder(s)</i>	Shareholders	Industrial banks (Germany), employees, in general oligarchic group	Financial holdings, the government, families, in general oligarchic group	City banks, other financial institutions, employees, in general oligarchic group
<i>Importance of stock market in the national economy</i>	High	Moderate/high	Moderate	High
<i>Active external market for corporate control</i>	Yes	No	No	No
<i>Ownership concentration</i>	Low	Moderate/high	High	Low/moderate
<i>Performance-dependent executive compensation</i>	High	Low	Moderate	Low
<i>Time horizon of economic relationships</i>	Short term	Long term	Long term	Long term

Fonte: Weimer e Pape (1999, p.154)

A avaliação resultante da comparação dos vários modelos de governação empresarial tem variado consoante o período em que essa análise incide. Na década de 80, os modelos adotados pela Alemanha e pelo Japão eram tidos como os melhores, uma vez que estes países se encontravam numa fase de expansão económica (Becht, Bolton e Röell, 2002). Posteriormente, na década de 90, o modelo anglo-saxónico era considerado um exemplo a ser seguido por todos (Hansmann & Kraakman, 2000). O Japão encontrava-se a atravessar um período de recessão económica, e a Alemanha encontrava-se no processo de unificação; nos EUA assistia-se ao dinamismo dos mercados de capitais. Com o escândalo financeiro da *Enron*, empresa fiel ao modelo anglo-saxão, este modelo fica desacreditado e surge uma multiplicidade de códigos e princípios de governo societário.

1.5 Limitações aos sistemas de governo das sociedades

A evolução normativa e a própria atualidade tendem a demonstrar que não há um modelo absoluto de bom governo. Nesta perspetiva, Silva *et al.* (2006) evidenciam limitações que, no

seu entender, se colocam a alguns dos mecanismos implementados pelos sistemas de governo das sociedades:

- (i) mercado de controlo das empresas: a investigação académica sugere que o “mercado de controlo das empresas” (*takeovers*, vulgarmente designada pela abreviatura OPA) tem uma relação fraca com a performance e é pouquíssimo impulsionado pelo mau governo das sociedades visadas, agindo mais intensamente por força do fator dimensão;
- (ii) sistema remuneratório: os mecanismos remuneratórios usados ao longo da década de 90 para alinhar os interesses entre gestores e acionistas, em grande parte, falharam os seus objetivos, prejudicando os interesses das empresas;
- (iii) auditoria, divulgação de informação e controlo externo pelo mercado de capitais: os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações, falharam no alinhamento de interesses entre gestores e acionistas, e terão contribuído para a falência de outros mecanismos, como sejam a qualidade da informação reportada e o controlo passivo exercido pelos analistas financeiros;
- (iv) independência dos administradores externos: um outro aspeto do *corporate governance* que levanta dúvidas é a ação dos administradores independentes, enquanto fiscalizadores e avaliadores do desempenho da equipa de gestão;
- (v) influência dos acionistas com rosto: os grandes acionistas, maioritários ou não, têm interesse em influenciar as decisões dos gestores de modo a obter melhor desempenho, e têm mais poder para isso que os acionistas minoritários. A concentração da propriedade leva à exploração dos pequenos acionistas pelos grandes acionistas;
- (vi) regulação e supervisão: não são o garante de que as empresas sejam geridas no interesse dos seus acionistas, nem que os mesmos sejam tratados de forma equitativa. Confirmação desta observação são os escândalos financeiros ocorridos na década de 90, em que casos de mau governo podem acontecer, mesmo em países tidos como dispendo de elevados padrões de regulação e de supervisão, visando a proteção dos pequenos acionistas, como é o caso dos EUA.

Portugal, desde a reforma do CSC introduzida em 2006, pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, prevê três modelos de estrutura de administração e fiscalização de sistemas de

governo das sociedades: (i) o modelo monista ou latino, (ii) o modelo dualista ou germânico e (iii) o modelo anglo-saxónico.

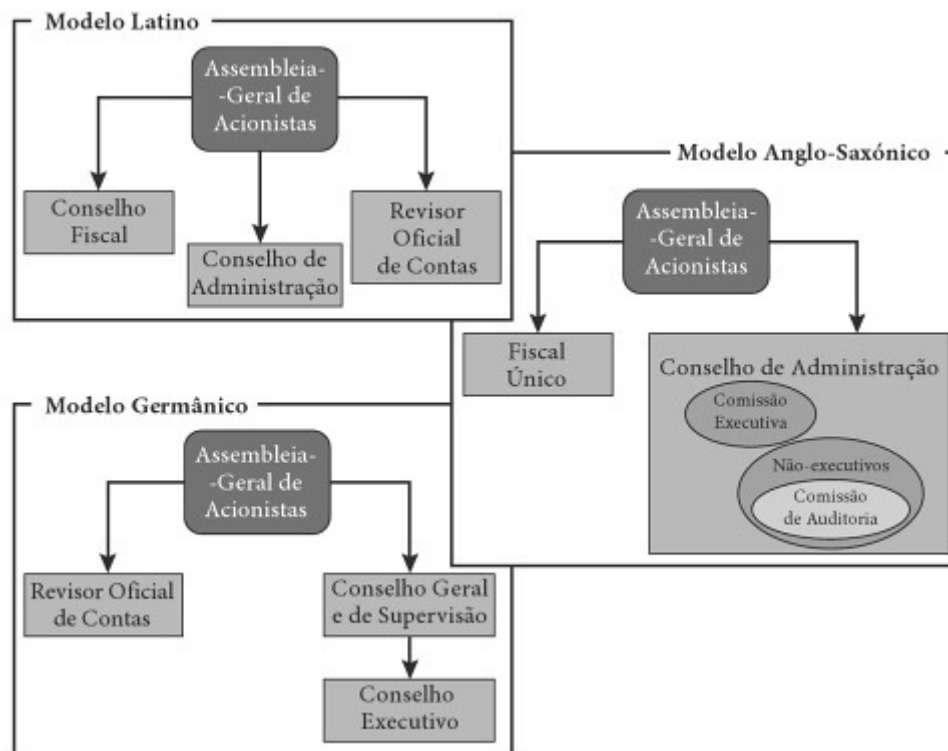
O modelo monista, também denominado “clássico”, é o modelo tradicional português. Compreende um Conselho de Administração ou um administrador único, caso o capital social da empresa seja inferior a €200 000,00 e o contrato de sociedade assim o dispuser (artigos 278.º e 390.º do CSC) e um conselho fiscal, que poderá ser substituído por um fiscal único (artigos 278.º e 413.º do CSC), devendo um dos membros do conselho fiscal ou o fiscal único ser um revisor oficial de contas (artigo 414.º do CSC). A fiscalização é feita pelo conselho fiscal ou fiscal único (artigos 420.º e 452.º do CSC) e por um ROC (artigo 446.º do CSC).

O modelo dualista abarca um Conselho de Administração executivo ou um administrador único, caso o capital social da empresa seja inferior a €200 000,00 e o contrato de sociedade assim o dispuser (artigo 424.º do CSC), um Conselho Geral e de Supervisão e um ROC (artigo 278.º do CSC). Há neste modelo uma clara separação das funções executivas e de supervisão (não executivas) em dois órgãos distintos. Este é constituído essencialmente por não-executivos independentes. No entanto, o Conselho de Administração executivo é composto na totalidade por executivos. A fiscalização é levada a cabo pelo conselho geral e de supervisão (artigos 441.º e 453.º do CSC) e por um ROC (artigo 446.º do CSC).

O modelo anglo-saxónico assenta num Conselho de Administração, que compreende uma comissão de auditoria, e um ROC (artigo 278.º do CSC). A fiscalização é efetuada pela comissão de auditoria (artigo 423.º-F do CSC) e por um ROC (artigo 446.º do CSC).

A figura 2 ilustra os modelos de governo das sociedades - Modelo Latino, Modelo Anglo-Saxónico e Modelo Germânico.

Figura 2 – Modelos de governo das sociedades: *Latino, Anglo-Saxónico e Germânico*



Fonte: CMVM (Esperança *et al.*, 2011, p. 152)

Tradicionalmente, em Portugal é seguido o modelo monista, subdivisão do sistema continental. A estrutura empresarial portuguesa caracteriza-se por ser concentrada e predominantemente privada, consistindo a limitação do conflito de interesses entre acionistas minoritários e maioritários a principal preocupação dos mecanismos de governo societário (Esperança *et al.*, 2011).

Em suma, não obstante ampla discussão em torno desta temática de larga abrangência, e a profusão de normas que pretendem enquadrar melhor o governo das sociedades, de modo a reduzir as assimetrias de informação e alinhar interesses, ainda assim, não há um modelo único considerado perfeito. Influenciados pela estrutura de propriedade e pelos mercados de capitais, os sistemas de governo das sociedades existentes em cada país atentam às suas características históricas, económicas, sociais, legais e culturais.

O legislador português ao consagrar no direito societário a possibilidade de as empresas nacionais optarem por uma das três modalidades de governo, escolhendo aquela que melhor se adequa à sua realidade, partilha da ideia de que “*one size doesn’t fit all*”, vertida no

preâmbulo dos *Princípios* da OCDE. Contudo, as várias regras e princípios encerram uma série de limitações ao nível dos mecanismos de administração e de fiscalização, conduzindo a notícias de escândalos financeiros, que inevitavelmente abalam os mercados de capitais ecoando a debilidade sistémica do governo das sociedades. Em Portugal, os casos BPP (Banco Privado Português), BPN (Banco Português de Negócios) e BES (Banco Espírito Santo), são alguns exemplos destas debilidades.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria de Agência

Como mencionado anteriormente, os vários modelos de governo das sociedades têm em comum o facto de pretenderem mitigar o problema de agência. Por este motivo, a Teoria de Agência é a mais desenvolvida e o alicerce de grande parte dos sistemas de governo (Htay, 2013), constituindo o referencial teórico do presente trabalho.

A *teoria de agência* centra-se na relação de agência, que Jensen e Meckling (1976) definem como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) contratam outras pessoas (os agentes) para desenvolver algum serviço em seu nome, envolvendo delegação de poderes de autoridade na tomada de decisões do agente, pressupondo a existência de conflitos de interesses e assimetrias de informação entre principais (acionistas) e agentes (gestores).

A relação de agência, proveniente do desenvolvimento das organizações onde a gestão transitou do proprietário para o gestor profissional que em teoria deveria agir no interesse do proprietário, é o contrato, explícito ou implícito, entre o principal (acionistas) e o agente (gestor), agindo uma das partes (agente) em nome e por conta da outra (principal). O emergir de conflitos na relação principal/agente ocorre devido a diferentes preferências de risco que cada uma das partes admite, conduzindo a sua restrição aos designados custos de agência. A assimetria informacional decorre da separação entre propriedade e gestão, considerando-se que os gestores (*insiders*) em relação aos acionistas (*outsiders*) são possuidores de mais e melhor informação sobre a atividade presente e futura da empresa, podendo daqui surgir dois tipos de problemas: a seleção adversa (*adverse selection*) e o risco moral (*moral hazard*).

A *seleção adversa* resulta de informação assimétrica ou informação oculta, isto é, de informação que o gestor possui e que pode ocultar ao acionista, que não a possui mas que dela gostaria de ter conhecimento, com o intuito de aumentar a sua utilidade e reduzir o comportamento oportunístico dos gestores (Jensen & Meckling, 1976). O *risco moral*, que também configura uma situação de informação assimétrica, surge quando o principal não possui informação relevante, não sendo por isso capaz de controlar todas as ações do agente, pelo que o risco moral está associado à perspectiva de expropriação por parte dos agentes (*insiders*). Em suma, a teoria de agência ocupa-se dos problemas advindos da relação de agência, ou seja, do clássico problema de agência.

Quanto à relação de agência já Adam Smith (1776, p. 606-607) referia “*the directors of such companies, however, being the managers rather of other people’s money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master’s honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*”. No entanto, esta problemática, pioneiramente revelada por Berle e Means (1932), na obra *The Modern Corporation and Private Property*, retrata a transformação das pequenas empresas, de capital concentrado, em grandes empresas – as empresas modernas – caracterizadas pela estrutura de propriedade de capitais diversificada, encontrando-se, por isso, a sua gestão (controlo) a cargo de profissionais para o efeito – os gestores. Os autores apuraram que o problema de agência gravitava em torno de conflitos de interesses entre acionistas e gestores dessas empresas com capital disperso (existentes em países como os EUA, o Reino Unido e o Japão), o que não se verificava nas empresas cuja propriedade e controlo se encontrava associada e, maioritariamente concentrada numa única família.

Posteriormente, também no âmbito do estudo da separação entre propriedade e controlo, resultante da transformação da estrutura de propriedade das empresas, Fama e Jensen (1983) ofereceram importante contributo ao afirmar que neste contexto organizacional, em que quem toma decisões não é quem acarreta com os seus custos financeiros, há, desde logo, conflitos de interesses entre decisores (gestores) e os que suportam os referidos efeitos financeiros (acionistas).

A propósito da estrutura organizacional da empresa moderna, Alves (2000, p.93) refere que esta “incorpora três reconhecidos perigos: i) os gestores negociarem em proveito próprio; (ii) os gestores atribuírem a si mesmo compensações injustificadas ou gastarem verbas excessivas em conforto e luxo para si próprios; (iii) os gestores atuarem ineficientemente, mesmo que honestamente, e permanecerem nos seus cargos”.

A visão inicial da teoria de agência que surge da separação entre propriedade e controlo é ampliada, na década de 70 do século passado, com a nova abordagem à teoria da empresa efetuada por Jensen e Meckling (1976), que evidencia a relação entre a teoria de agência e a estrutura de propriedade da empresa (*ownership structure*), definindo relação de agência e os custos de agência.

Jensen e Meckling (1976) referem no seu estudo que a relação entre principais e agentes é conduzida através de um contrato – visão contratual da relação de agência na medida em que é neste que são determinados os direitos de controlo e remuneração e os deveres de lealdade dos agentes face aos principais.

Todavia, os contratos por si só não constituem garantia de que o gestor maximizará o valor para os acionistas, porquanto é impossível contemplar num contrato todas as situações que acautelem os interesses dos acionistas e que eliminem eventuais conflitos entre as partes persistindo, assim, o problema de agência. Nesta medida, Shleifer e Vishny (1997) consideram que os acionistas têm fundamentalmente três formas, complementares entre si, de minimizar ou idealmente banir o problema de agência: (i) atribuir ao gestor incentivos que o levem a atuar no sentido da maximização do valor da empresa (“*ex ante*”); (ii) monitorizar o comportamento e decisões do gestor; (iii) promover outros mecanismos de governo societário, sempre que a monitorização direta e o sistema de incentivos não sejam suficientes para superar o problema de agência (“*ex post*”).

O sistema de incentivos e a monitorização da atividade do gestor visam alinhar interesses divergentes, limitando conflitos entre o principal e o agente. Contudo, a implementação destes mecanismos tem um custo para o principal, denominado na literatura por *custo de agência*. Por outras palavras, os custos de agência correspondem aos gastos que o principal incorre na tentativa de evitar que o agente, na gestão do seu capital, atue em proveito próprio, negligenciando os seus interesses.

Os custos de agência compreendem a soma das seguintes parcelas: (i) custos de monitorização (*monitoring expenditures*), incorridos pelo principal na fiscalização/supervisão da atividade do agente (são exemplo os custos com auditoria externa); (ii) custos de ligação (*bonding expenditures*), incorridos pelo agente na redução do conflito de agência (são exemplo os custos de auditoria interna); (iii) custos residuais (*residual loss*), que consistem na perda de riqueza por parte do principal, resultante da divergência de interesses em relação ao objetivo da maximização do valor dos acionistas (Jensen & Meckling, 1976).

Jensen e Meckling (1976) distinguem dois tipos de custos de agência: (1) os custos de agência do financiamento por ações detidas por acionistas externos (*agency costs of outsider equity*) e (2) os custos de agência do endividamento (*agency costs debt*). Quando o proprietário/administrador (*owner-manager*) se financia através da abertura de capitais a

acionistas externos, surgem custos de agência provenientes da divergência de interesses entre ambas as partes, na medida em que a redução da riqueza do proprietário/administrador não é proporcional ao incremento dos benefícios pessoais retirados da atividade da organização, contrariamente ao que antes se verificava, procurando, desde logo, a maximização dos seus benefícios pessoais em detrimento dos acionistas externos. Como forma de obviar a este tipo de custos de agência por abertura do capital aos acionistas externos, Jensen e Meckling (1976) referem o mecanismo de aumento das despesas de monitorização pelos acionistas externos ou o aumento do endividamento. Todavia, o aumento do nível de endividamento pode conduzir a empresa a incorrer nouro tipo de custos de agência, o custo de agência do endividamento, resultante do conflito de interesses entre acionistas e credores. O risco do negócio é transferido dos acionistas para os credores, pelo que os primeiros poderão assumir comportamentos oportunistas, tais como a realização de investimentos de alto risco, na medida em que os ganhos lhes serão atribuídos e as perdas se repercutirão pelos credores, ou ainda abandono do negócio, que se poderá consubstanciar na utilização ou retirada de fundos da atividade em proveito próprio.

Não obstante o enfoque na relação de agência entre acionistas e gestores, base do desenvolvimento da teoria de agência, os custos de agência dentro de uma organização podem surgir entre outras partes que se encontrem envolvidas num esforço de cooperação, das quais se destaca o conflito de interesses entre acionistas maioritários e minoritários, típico das empresas de capital concentrado. O desafio do governo empresarial, à semelhança do verificado no conflito de interesses entre acionistas e gestores, consiste em evitar a expropriação dos acionistas minoritários pelos maioritários, podendo esta ser (i) *imediata* ou (ii) *de facto* (Claessens *et al.*, 1999). A expropriação é *imediata*, quando os acionistas com controlo não distribuem dividendos, enriquecendo, ou os transferem para outras empresas que também controlam. *De facto*, quando prosseguem objetivos que não o da maximização do lucro da empresa. A propósito dos protagonistas de conflitos dentro das organizações Esperança *et al.* (2011) dividem-nos em grupos e duas dimensões: (i) *vertical* – entre acionistas e gestores e (ii) *horizontal* – entre acionistas maioritários e minoritários.

Em suma, parafraseando Jensen e Meckling (1976, p.72) “*agency costs are as real as any costs*”, sendo que a teoria de agência objetiva determina o equilíbrio contratual que os minimiza no seio das organizações (Fama & Jensen, 1983).

O alinhamento de interesses e controlo de conflitos entre acionistas e gestores, face à inexistência de contratos completos (Hart,1995) e de agentes perfeitos (Jensen & Meckling, 1994), com vista à maximização do valor da empresa pelos gestores, é alcançado através dos designados mecanismos de governo das sociedades.

2.2. *Mecanismos de governo das sociedades*

O governo das sociedades visa limitar o problema de agência resultante da separação entre propriedade e gestão, através de mecanismos internos e externos à organização. Tais mecanismos, também designados por “boas práticas”, que minimizam os custos de agência e salvaguardam os interesses da organização, são implementados em empresas que apresentam as seguintes características: capital fortemente disperso; acionistas maioritários; vários acionistas minoritários “com rosto”; e naquelas que valorizam não só os interesses dos acionistas (visão tradicional – maximização do valor dos acionistas) mas, também, outros interesses legítimos (visão mais abrangente) – ambientais, éticos, de direito à informação pelos credores, trabalhadores, fornecedores, entre outros *Stakeholders* (Silva *et al.*, 2006, p.13-20).

Jensen (1993, p.842) divide os mecanismos de governo empresarial em quatro grupos: “(i) *capital markets*; (ii) *legal-political-regulatory system*; (iii) *product and factor markets*; (iv) *internal control system headed by the board of directors*”. Esta divisão não é pacífica, sendo apontadas a cada um dos referidos grupos certas limitações no combate aos custos de agência (Esperança *et al.*, 2011).

2.3. *Mecanismos Externos*

O *mercado de capitais* é um mecanismo de controlo externo potencialmente disciplinador da atuação do gestor e promotor da criação de valor para os acionistas. Holmstrom e Kaplan (2001) observaram que a partir de 1980, a vaga de *takeovers* intensificou-se nos EUA e perdurou por mais de uma década.

Denis e McConnell (2003) explicam que, quando os mecanismos de controlo interno atingem um certo grau de ineficiência, conduzindo a que o valor atual da empresa seja

substancialmente diferente do seu potencial valor, cria-se uma oportunidade para investidores externos procederem ao controlo dessa empresa, através da sua aquisição. A ameaça de mudança de controlo incentiva o gestor a manter as ações da empresa num valor elevado, desincentivando ataques de investidores externos.

O *takeover market*, ao punir a má gestão, constitui um incentivo para o gestor agir no interesse dos acionistas, reduzindo os custos de agência (Grossman & Hart, 1986). No entanto, este mecanismo assinalado como solução para o problema de agência, compreende, também, um lado negro para os *Shareholders*, na medida em que os agentes na ânsia de criarem impérios, despendem recursos em aquisições, em vez de os distribuírem pelos acionistas (Denis & McConnell, 2003). Gillan (2006) refere-se ao *takeover market* como o derradeiro mecanismo de governo societário.

Prowse (1994) considera que o *ambiente legal e regulamentar* é fundamental enquanto mecanismo externo de governo das sociedades, embora só recentemente se encontrem na literatura estudos sobre este instrumento.

A abordagem foi iniciada por La Porta *et al.* (2000a, p.3). Segundo estes autores “*one of the principal remedies to agency problems is the law*”. Argumentam que as leis e os regulamentos de um país e o “*enforcement of laws*”, no que concerne à proteção dos direitos dos investidores, funcionam como potenciais barreiras ao livre arbítrio dos *insiders* - gestores e acionistas maioritários. O seu estudo, baseado numa amostra de empresas de trinta e três países do mundo, evidencia que a forte ou fraca proteção legal dos investidores determina a estrutura de propriedade, a política de dividendos, o mercado de capitais e a estrutura de financiamento das empresas. Os efeitos da fraca proteção dos investidores, tais como empresas de capital concentrado e ineficiente alocação (“*allocation*”) de capitais (La Porta *et al.*, 2000b), entre outros, podem comprometer o desenvolvimento do mercado de capitais e do próprio país. Nos países em que o grau de proteção dos investidores é baixo, as empresas terão de recorrer a outros mecanismos de governo das sociedades como forma de mitigar os conflitos de interesses e alinhá-los com vista à maximização do valor da empresa.

Para Jensen (1993), o *mercado dos produtos* enquanto força competitiva, inevitavelmente disciplina a atuação dos gestores, não obstante constituir um mecanismo de ação lenta. As empresas que não fornecem produtos a preços competitivos não conseguem sobreviver, sendo alvo de *takeovers* ou fusões, levando ao despedimento dos seus gestores. No entanto, refere

Jensen (1993), este mecanismo por atuar lentamente muitas vezes não produz os efeitos desejados atempadamente, penalizando toda a organização e não apenas os gestores, devendo as empresas utilizar de forma conveniente e eficiente os outros três mecanismos.

O mercado laboral dos gestores, as ameaças de falência e outras fontes privadas de supervisão externa, de que é exemplo a imprensa, são igualmente considerados, por alguns autores, como mecanismos de controlo externo.

2.4. *Mecanismos Internos*

Segundo Farinha (2003), as empresas, para além de mecanismos de controlo externo, têm de adotar mecanismos de controlo interno, alguns deles catalogados por Jensen e Meckling (1976) como “*bonding mechanisms*”.

Esperança *et al.* (2011) identificam os seguintes mecanismos de controlo interno: (i) a composição do Conselho de Administração; (ii) o sistema de remuneração dos executivos; (iii) a estrutura de propriedade; (iv) a política da dívida e de dividendos.

No vértice do sistema de controlo interno encontra-se o *Conselho de Administração*, mandatado pelos acionistas. Desempenha um importante papel no seio das organizações, não só pelo facto de ser responsável pela sua gestão, como também por lhe caber alinhar interesses entre acionistas e gestores e proteger os interesses dos primeiros, face ao acesso direto que têm aos outros dois vértices do triângulo – acionistas e gestores. Para Aguilera (2005, p.39) “*boards are by definition the internal governing mechanism that shapes firm governance, given their direct access to the two other axes in the corporate governance triangle: managers and shareholders (owners)*”.

Denis (2001) refere como funções do Conselho de Administração tomar decisões estratégicas, representar a empresa nas relações com os *stakeholders*, informar os acionistas, monitorizar, contratar, despedir e remunerar os gestores.

Como mencionado anteriormente, a composição do Conselho de Administração, em termos de dimensão, diversidade, independência e segregação das funções entre o Presidente do Conselho de Administração e o Presidente da Comissão Executiva, não é igual em todos os países, variando consoante o sistema de governo empresarial adotado.

Nos países anglo-saxónicos, latinos e nipónicos, predomina o modelo monista, que consiste na existência de um único órgão de administração em cada empresa, o qual compreende administradores executivos e não-executivos. Outros países, dos quais é exemplo a Alemanha, apresentam uma estrutura dualista, que se caracteriza pela existência de dois órgãos responsáveis pela administração da empresa: um conselho de gestão, totalmente composto por executivos e um conselho geral e de supervisão, composto unicamente por não-executivos. O conselho geral e de supervisão é uma estrutura intermédia entre a direção e a assembleia geral, que assume determinados poderes que no modelo monista se encontram afetos à assembleia geral, tendo por finalidade moderar os poderes de gestão através de uma maior independência do órgão de administração da empresa (Weimer & Pape, 1999). Em Portugal, à semelhança de outros países europeus, este modelo é opcional.

Jensen (1993) considera que a elevada dimensão do órgão de administração não é positiva para as empresas, sendo sinónimo de falta de eficiência e eficácia, devido à possibilidade de os administradores adotarem comportamentos passivos, isto é, não atuarem na tomada de decisões, escondendo-se por detrás da atividade dos outros administradores (*free-ride*). Em consonância, Denis (2001) refere que os Conselhos de Administração mais pequenos tendem a ser mais objetivos, rápidos na tomada de decisões e dificilmente controláveis pelos gestores. Hermalin e Weisbach (2001) relatam que estudos empíricos evidenciam que Conselhos de Administração mais pequenos e com maior número de administradores independentes monitorizam mais facilmente a atividade dos gestores.

A diversidade na composição do Conselho de Administração refere-se às diferentes origens culturais, ao género, à nacionalidade, à idade, aos níveis de formação e à experiência dos administradores (Esperança *et al.*, 2011), sendo apontada como positiva para as organizações.

Segundo observação de Hermalin e Weisbach (2001), a independência é uma característica que parece influenciar as funções do Conselho de Administração e, conseqüentemente, o desempenho das empresas. Aguilera (2005) refere que, a independência dos administradores tem sido estudada enquanto fonte promotora de transparência, eficiência e responsabilização.

Não obstante, o destaque desta particularidade no seio dos Conselhos de Administração relevada nos vários códigos de *governance* surgidos a nível mundial após os escândalos financeiros e fraudes contabilísticas, Esperança *et al.* (2011, p.73) atenta no facto de não existir consenso em torno do que se poderá considerar como administrador independente,

estando, contudo assente que este não pode ter qualquer relação com a empresa que o impeça de ajuizar com independência, não podendo ser, por exemplo, trabalhador ou acionista com controlo da mesma.

A independência distingue o administrador do gestor e do acionista com controlo, conferindo-lhe imparcialidade, o que lhe permite agir no interesse da empresa, limitando a ação dos expropriadores – acionistas maioritários e gestores (Hu *et al.*, 2009). Contudo, há quem defenda que os administradores independentes podem prejudicar a empresa na medida em que não são conhecedores, quer das oportunidades, quer das limitações da empresa quando comparados com os executivos (Raheja, 2005).

A estrutura de liderança do Conselho de Administração varia de país para país e, entre empresas, consoante o ambiente legal instituído. Não é consensual a existência de uma estrutura de liderança baseada numa combinação de funções do Presidente do Conselho de Administração e do Presidente da Comissão Executiva (*CEO duality*). Todavia, as recomendações a nível mundial salientam a importância desta separação de funções no seio organizacional OCDE (1999).

No Reino Unido foi dada especial atenção a esta problemática, no rescaldo dos escândalos financeiros, concluindo-se pela necessidade de separar tais funções como forma de criar um equilíbrio de poder e autoridade (Relatório de Higgs, 2003). De igual modo, em países cujos sistemas legais são de influência germânica, onde a administração das empresas é como anteriormente mencionado “bicéfala”, não há qualquer ligação entre as funções do Presidente do Conselho de Administração e as do Presidente da Comissão Executiva. Nos restantes países a estrutura de liderança varia de empresa para empresa. Nos EUA, observa-se que poucas são as empresas que atribuem estas funções distintas a indivíduos diferentes, contrariamente ao verificado nas empresas do Reino Unido (Esperança *et al.*, 2011).

A estrutura da propriedade está intimamente relacionada com a capacidade de decisão dos acionistas e com a concentração ou dispersão do capital da sociedade. Aguilera (2005, p.45) refere que “*board structures are not homogeneous across countries (...). This might justify a diversity of ownership structures.*”

Os conflitos de agência surgem entre acionistas e gestores quando a estrutura do capital é concentrada, isto é, quando os gestores não detêm ou é mínima a sua participação no capital da empresa (Jensen & Meckling, 1976). Por sua vez, este tipo de custos também surge entre

acionistas majoritários e minoritários, assumindo os primeiros muitas vezes as funções de gestor, quando a estrutura acionista é dispersa (La Porta *et al.*, 2000b).

Nas estruturas de capital disperso os pequenos acionistas não possuem quaisquer incentivos para monitorizar a gestão da empresa, possibilitando que o controlo destas fique nas mãos dos gestores. Por sua vez, os grandes acionistas, por acarretarem com grande parte do risco da empresa, têm o poder e a facilidade de monitorizar os atos de gestão, minimizando, por conseguinte, o problema de agência.

Nas empresas que apresentam uma estrutura acionista concentrada, característica das empresas familiares, que segundo estudo de La Porta *et al.* (1999), são o tipo mais frequente na Europa Continental, contrariamente ao verificado nos EUA e no Reino Unido, os acionistas majoritários tendem a preservar posições executivas para a família, que passa a controlar a empresa. Nestas empresas os administradores independentes no Conselho de Administração são inexistentes.

A concentração da propriedade é referida como tendo, quer vantagens ou benefícios, quer desvantagens ou custos. Shleifer e Vishny (1997) e La Porta *et al.* (1999) sugerem que a concentração da propriedade pode ser prejudicial, devido à possibilidade dos interesses dos acionistas majoritários não se encontrarem alinhados com os interesses dos acionistas minoritários.

O controlo acionista enquanto mecanismo é controverso, na medida em que, quando há expropriação dos grandes acionistas pelos pequenos acionistas, não se verifica a criação de valor da empresa para todos eles.

Relativamente aos acionistas com controlo e à sua tendência de expropriação, esta tende a ser menor quando os acionistas com controlo são os designados investidores institucionais – bancos e fundos de pensões, entre outros (Lin *et al.*, 2011).

A separação das funções de direção, supervisão e gestão de risco no seio organizacional são determinadas pelo grau de dispersão.

Os direitos e os deveres dos acionistas encontram-se estipulados na legislação e regulamentação de cada país, nos estatutos das empresas e, algumas vezes, em acordos parassociais entre acionistas. A nível internacional há, no entanto, um conjunto de direitos e deveres comuns, dos quais se destaca o direito de voto dos acionistas em Assembleia-Geral. O

poder de voto dos acionistas consubstancia-se num direito de controlo de decisões não especificadas nos contratos estabelecidos pelas empresas. Tal controlo tende a perder-se quando o capital se encontra disperso por diversos acionistas, passando o mesmo para as mãos dos gestores, abrindo caminho ao conflito de interesses entre acionistas e gestores. Contrariamente ao verificado com a dispersão do capital a sua concentração, tende a controlar a atuação dos gestores. No entanto, origina conflitos entre acionistas majoritários e minoritários.

Em Portugal, os acionistas têm um papel passivo, na medida em que, não lhes é permitido, nem participar nas reuniões internas da empresa, nem envolver-se na gestão da mesma, salvo pedido da administração, de acordo com o previsto no artigo 373.º (Forma e âmbito das deliberações), n.º 3 do CSC.

O *sistema de remuneração dos executivos* é apontado como forma de resolução de problemas de agência, potencialmente alinhando interesses entre acionistas e gestores, e reduzindo custos de agência. Todavia, à semelhança de outros mecanismos, esta ideia não é consensual. Há quem defenda que a política de remuneração dos gestores não é a solução para o problema de agência, mas antes parte do problema em si mesmo (Kohn, 1995; Bergamini, 1998).

A remuneração dos executivos compreende uma parte fixa e uma parte variável. A parte variável é constituída por benefícios de curto e de longo prazo, tais como ações, *stock options* sobre as ações da empresa, seguros de vida e de pensão, e muitos outros, tendo por base o desempenho da organização. Os Planos *stock options* conferem aos seus titulares, aqui particularmente aos gestores, o direito, mas não a obrigação, de durante um determinado período de tempo poderem adquirir ações da empresa a um preço pré-determinado, designado por preço de exercício. A mais-valia ou ganho resultará da valorização das ações face ao preço de exercício.

Murphy (1999) refere que a evidência empírica no que respeita ao sistema de remuneração dos gestores tendo por base os EUA, revela que as remunerações dos executivos no início deste século, eram duas vezes mais elevadas do que em 1970 e quatro vezes mais elevadas se se entrar em linha de conta com os ganhos derivados do exercício dos planos de *stock options*. O uso de ações e opções generalizou-se a partir dos anos 80, incentivos que atualmente se encontram a ser substituídos por bónus em função do desempenho extraordinário.

Em Portugal, o Código de Governo das Sociedades da CMVM (2013b, p.3), estipula na recomendação II.3.1. (Fixação de Remunerações) que “todos os membros da comissão de remuneração ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros dos órgãos de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração”. Ou seja, o código português de boas práticas de *governance* recomenda que no seio do Conselho de Administração seja criada uma comissão de remuneração, constituída por administradores não executivos, maioritariamente independentes.

Segundo Hart (1995) a *política da dívida* ou do endividamento é um importante mecanismo disciplinador da atuação dos gestores. Se a empresa tem dívida, os gestores dispõem de menos fluxos financeiros para gerirem de forma arbitrária, caso contrário poderiam expropriar a riqueza dos acionistas, uma vez que estão obrigados a efetuar o pagamento da dívida e a gerar fluxos financeiros para cumprir com as obrigações futuras do serviço da dívida, que tem prazos específicos e cujo não cumprimento poderá levar os credores a acionar garantias e meios processuais para a sua execução.

Estudos de Grossman e Hart (1982), Jensen (1993) e Gillan (2006) salientam outra face da teoria da dívida que consiste no aumento do risco de insolvência da empresa. O risco de insolvência leva ao aumento da probabilidade de uma aquisição externa, conduzindo a atuação do gestor no sentido de diminuir o risco de insolvência, promovendo medidas conducentes a melhorar o desempenho da empresa.

Não obstante, a monitorização adicional da atividade dos gestores pelos credores conduz a conflitos entre acionistas e credores, o que implica maiores custos da dívida para as organizações.

Outro mecanismo externo considerado como limitador dos conflitos de agência, quer entre acionistas e gestores, quer entre acionistas majoritários e minoritários, é a *política de dividendos*. As suas principais condicionantes são o ambiente legal e as perspetivas de crescimento das empresas, divergindo de país para país e de empresa para empresa. A distribuição de dividendos, por um lado, diminui o fluxo de caixa, condicionando a atividade dos gestores e, por outro lado, pode influenciar positivamente a imagem da empresa.

La Porta *et al.* (2000a) demonstraram, através de um estudo realizado sobre uma amostra de grandes empresas de trinta e três países do mundo, que as empresas que se encontram

inseridas num ambiente legal que protege os investidores, tendem a pagar dividendos mais elevados. Neste contexto a política de distribuição de dividendos está intimamente relacionada com a perspetiva de crescimento das empresas, contrariamente ao verificado em países cujo sistema legal é pouco protetor dos investidores, onde a perspetiva de crescimento futuro das empresas é preterida, olhando o investidor simplesmente para o montante de dividendos distribuídos.

Importa acrescentar que os mecanismos de controlo externo predominam nos países anglo-saxónicos e os mecanismos de controlo interno são típicos dos países europeus e nipónicos. Todavia, um bom governo é um *mix* de mecanismos internos e externos à organização, tendentes a dirimir conflitos de agência, no sentido de minimizar custos para as organizações, com o fim último de maximizar o valor da empresa para os acionistas.

2.5. A importância (crescente) da função Auditoria

A auditoria interna e externa, enquanto mecanismo de controlo e fiscalização, é considerada um dos pilares do governo das sociedades, porquanto promove a transparência e fomenta a confiança.

Segundo a teoria de agência, a transparência favorece a redução da assimetria de informação entre principal e agente e permite que se estabeleça uma relação de confiança entre os mesmos, o mercado e os restantes interessados (*Stakeholders*).

Para que se crie a referida relação de transparência e confiança entre acionistas, gestores, mercado e restantes *Stakeholders*, é fundamental que a informação económica e financeira a divulgar pelas empresas, que se consubstancia nos relatórios e contas das sociedades, observe normas legislativas e regulatórias aplicáveis às sociedades, corretos métodos contabilísticos, seja verdadeira e exaustiva e divulgada em tempo útil.

“A auditoria às contas visa reforçar o grau de confiança e credibilidade dos utilizadores nas demonstrações financeiras” (CMVM, 2014, p.1). Por outras palavras, os relatórios de auditoria reforçam a informação económica e financeira divulgada através das contas anuais.

O auditor externo, de modo totalmente independente, sem ceder a qualquer interesse individual, executando um trabalho técnico rigoroso e de excelência, averigua a veracidade e

exaustão da informação divulgada, assim como o cumprimento das normas em vigor aplicáveis (Silva *et al.*, 2006).

Durante as duas últimas décadas os comités de auditoria tornaram-se num mecanismo internacional de governo das sociedades, face ao seu impacto positivo na auditoria externa, no controlo interno e na auditoria, como se pode observar na figura 3.

Figura 3 – Efeitos associados à existência e funcionamento dos Comitês de Auditoria

Area of Impact	Examples of effects
Structural incentives	Factors associated with AC adoption and potential reduction in agency costs Links with other governance arrangements, e.g. large audit firms
Audit function	Reduction in directors' legal liability Selection and remuneration Independence of external auditors Impact on the audit process and on auditor communication Monitoring of internal control and audit
Financial reporting quality	Impact on errors and irregularities Adoption of accounting standards and accounting policy choice Legal/regulatory action for defective reporting Audit qualifications
Corporate performance	Impact of AC adoption on share prices and wealth creation

Fonte: Turley e Zaman (2004, p.308)

A função auditoria interna e externa tem sofrido alterações, na sequência dos colapsos financeiros que marcaram o início do século XXI, quer nos EUA, quer na Europa. As práticas contabilísticas fraudulentas, com o objetivo de distorcer a informação relevante, colocaram em causa não somente a independência dos administradores, como também dos próprios auditores. Motivos entendidos como suficientes para que, a nível mundial, cada país introduzisse medidas por via legislativa, como, aliás, foram anteriormente referidas, de modo a melhorar a qualidade das auditorias, nomeadamente as externas e a informação divulgada pelas sociedades, com o fito de reforçar a confiança dos investidores nos mercados de capitais.

Em Portugal, a fiscalização contabilística encontra-se regulada no CSC, no seu artigo 65.º (*Dever de relatar a gestão e apresentar contas*). O legislador estabeleceu o dever de os membros da administração emitirem um relatório de gestão, as contas do exercício e outras informações, estipulou o seu conteúdo e demais aspetos referentes a estas informações. A CMVM regulamentou um sistema de auditoria por um auditor externo, registado na CMVM, sem quaisquer interesses na empresa auditada. Deste modo, para além do ROC, órgão social regulado no CSC, adicionou-se o auditor externo, regulado no CVM, admitindo-se que as duas funções possam ser exercidas pela mesma pessoa, e que a certificação legal de contas e o relatório do auditor externo sejam apresentados num único documento (CMVM, 2014).

3. DESENVOLVIMENTO DO ESTUDO

3.1. *Objetivos e questões de investigação*

As empresas com valores cotados na *Euronext Lisbon* estão obrigadas a prestar e divulgar anualmente informação sobre a estrutura e as práticas de governo societário que adotam, no designado Relatório de Governo Societário, por imposição das normas legais e regulamentares vigentes.

A CMVM, em relatório anual, vem divulgando informação sobre a adoção pelas sociedades com valores cotados das recomendações da CMVM aplicáveis a cada exercício em análise.

No relatório anual publicado em 2012, a CMVM constata que a percentagem média de cumprimento global das suas recomendações, no período compreendido entre os anos de 2007 a 2011, vem aumentando, revelador do esforço da adoção das melhores práticas de governação pelas sociedades.

Tendo por base a percentagem média de cumprimento global das recomendações da CMVM (segundo a avaliação efetuada pela própria CMVM), conjugado, quer com a teoria de agência, quer com a evidência empírica de estudos que analisaram alguns dos determinantes, levantam-se as seguintes questões de investigação:

- i) Quais as empresas portuguesas que cumprem com as recomendações da CMVM nos anos de 2007 a 2011?
- ii) Quais os fatores determinantes do grau de cumprimento das recomendações da CMVM nos anos de 2007 a 2011?

Para responder às questões de investigação formuladas, vamos considerar como fatores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM, os já identificados previamente na literatura: concentração de capital, percentagem de administradores independentes, percentagem de administradores femininos, tipo de auditor, dualidade do Presidente do Conselho de Administração, planos *stock options*, comissão de auditoria, dimensão, endividamento e rendibilidade (Jensen & Meckling, 1976; Hermalin & Weisbach, 2001; Hart, 1995).

3.2. *Desenvolvimento das hipóteses de investigação*

A literatura existente evidencia as relações entre o cumprimento das recomendações da CMVM e os seus fatores explicativos ou determinantes, assim como o seu enquadramento teórico no âmbito das teorias subjacentes ao cumprimento de tais recomendações.

A teoria da agência é considerada como o alicerce de grande parte dos sistemas de governação, constituindo o referencial teórico da maioria dos trabalhos nesta área. Verifica-se que o alinhamento de interesses e controlo de conflitos entre gestores e acionistas é conseguido através dos designados mecanismos de governo das sociedades (Jensen & Meckling, 1994). Neste sentido, a teoria da agência será o suporte teórico do presente trabalho.

Concentração de capital

A evidência empírica precedente não tem sido unânime na relação entre a concentração de capital e o cumprimento das recomendações (Hossain *et al.*, 1994; Haniffa & Cooke, 2002; Mckinnon & Dalimunth, 1993). Neste sentido, Hossain *et al.* (1994) encontraram uma relação negativa significativa entre estrutura acionista dispersa e a extensão do cumprimento nas empresas da Malásia. Por sua vez, Haniffa e Cooke (2002) encontraram uma relação positiva entre a estrutura acionista dispersa e o nível de cumprimento nas empresas da Malásia. Mckinnon e Dalimunth (1993) encontraram um fraco suporte na relação entre dispersão do capital e a extensão do cumprimento voluntário numa diversidade de empresas australianas.

Contudo, ao definirem a relação de agência e custos de agência Jensen e Meckling (1976), demonstraram a relação entre a teoria de agência e a estrutura de propriedade da empresa. As empresas, para reduzirem a assimetria de informação e, por conseguinte, os custos de agência, aumentam a divulgação (Raffounier, 1995)

Em virtude da literatura precedente, levanta-se a primeira hipótese de investigação, com o intuito de analisar se efetivamente existe ou não relação entre o grau de cumprimento das recomendações da CMVM e a concentração de capital.

Hipótese 1: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está associado com a concentração de capital.

Porcentagem de administradores independentes

À semelhança de diversos países, a CMVM (2010) recomenda a integração de membros que possam ser considerados independentes no seio do Conselho de Administração. Esta orientação assenta na convicção de que a independência dos administradores é fonte promotora de transparência, eficiência e responsabilização (Aguilera, 2005). Segundo Silva *et al.* (2006), os administradores independentes agem no interesse da sociedade e não no interesse pessoal, o que lhes confere a capacidade de fiscalizar e avaliar o desempenho do órgão de gestão. Fama e Jensen (1983) foram dos primeiros a realçar a importância de um Conselho de Administração independente, no controlo e monitorização das decisões da gestão.

Hermalin & Weisbach (2001) referem que estudos empíricos evidenciam que Conselhos de Administração mais pequenos e com maior número de administradores independentes monitorizam mais facilmente a atividade dos gestores.

Zahra e Stanton (1988, citado por Haniffa e Cooke, 2005) reconhecem que os administradores não executivos tendem a demonstrar que determinada entidade atua em cumprimento com o que está estabelecido por lei. À semelhança, Block (1999) considera positivo o papel dos administradores independentes, quer para a sociedade, quer para os acionistas.

Também Chen e Jaggi (2000) observaram uma relação positiva entre a proporção de administradores não-executivos independentes e a abrangência da divulgação financeira.

Haniffa e Cooke (2005) e Ho e Wong (2001) evidenciam que há uma associação negativa entre o cumprimento voluntário e a proporção de membros da família no Conselho de Administração, indo ao encontro dos estudos anteriormente referidos.

Assim, os estudos empíricos revelam a importância dos administradores não-executivos enquanto mecanismo que permite mitigar conflitos de agência entre gestores e acionistas, que podem surgir na decisão de divulgar voluntariamente informação no relatório anual de governo societário, permitindo formular a seguinte hipótese:

Hipótese 2: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está positivamente associado com a existência de um elevado número de administradores não-executivos independentes.

Porcentagem de administradores femininos

Não há consenso de opiniões quanto à associação entre o cumprimento das recomendações de governo societário e a existência de elementos femininos na composição do Conselho de Administração. Estudos revelam que as mulheres são mais avessas ao risco (Powell & Ansic, 1997; Watson & Robinson, 2003) e, por isso, consideradas gestoras mais conservadoras e menos pró-ativas comparativamente aos homens (Bird & Brush, 2002); adotam, em contexto de decisões financeiras, estratégias diferentes das dos homens (Powell & Ansic, 1997). Há, todavia, argumentos no sentido de que as mulheres gestoras têm pensamento estratégico, exploram oportunidades de negócio e são empreendedoras (Burke, 2003), face ao seu estilo de trabalho e de comunicação (Daily & Dalton, 2003).

Face à incerteza quanto à influência no grau de cumprimento de elementos femininos na composição do Conselho de Administração somos levados a testar a seguinte hipótese:

Hipótese 3: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está associado com o género dos membros do Conselho de Administração.

Tipo de auditor

A auditoria é um mecanismo de governo societário que visa reduzir custos de agência e credibilizar as demonstrações financeiras, conforme tem demonstrado evidência empírica precedente (Watts & Zimmerman, 1979; Ousama *et al.*, 2012).

As grandes empresas de auditoria (*Big four*) são apontadas na literatura como tendo mais recursos do que outras empresas para fornecer auditorias de melhor qualidade (Hakim & Omri, 2010; DeAngelo, 1981), para além de que têm uma reputação a manter, sendo valorizadas pelo mercado de capitais (Azizkhani *et al.*, 2010).

Neste sentido, há estudos que evidenciam uma significativa relação positiva entre o tipo de empresa de auditoria e a divulgação da informação (Inchausti, 1997; Ahmed & Nicholls, 1994; Craswell & Taylor, 1992; Singhvi & Desai, 1971). Mas outros estudos demonstram, contrariamente, não existir significativa associação entre o tipo de empresa de auditoria e a divulgação da informação (Raffournier, 1995; Depoers, 2000; Haniffa & Cooke, 2002). Observam-se mais evidências empíricas da associação positiva entre tipo de empresa de auditoria e a divulgação de informação, sendo expectável a existência de uma relação similar entre empresas auditadas por uma *Big four* e um maior grau de cumprimento das recomendações da CMVM no período em análise.

Hipótese 4: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está positivamente associado com o tipo de empresa de auditoria.

Dualidade do Presidente do Conselho de Administração

A delegação de competências do Conselho de Administração, a quem cabe gerir as atividades da organização no seu todo numa comissão executiva é, não só possível, como também recomendável, sendo considerada como um aspeto positivo (Silva *et al.*, 2006). A nível mundial, a separação de funções de Presidente do Conselho de Administração e de CEO tem sido recomendada (OCDE, 1999), pelo facto de diluir a concentração de poder e atuar como mecanismo dissuasor de eventuais más práticas por parte daqueles que gerem as sociedades. A adoção de comportamentos oportunistas por parte dos gestores será mais difícil com a dualidade de instâncias decisórias (Jensen e Meckling, 1976) e, portanto, o nível de robustez do governo das sociedades.

Forker (1992) estudou a relação entre o governo das sociedades e a divulgação no Reino Unido, no período de 1988-1989, e constatou que, quando as funções CEO e Presidente do Conselho de Administração estão combinadas têm um impacto negativo sobre o nível de divulgação.

Hipótese 5: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está negativamente associado com a dualidade do Presidente do Conselho de Administração.

Planos stock options

Os planos *stock options* são utilizados por empresas de todo mundo e têm como suporte a teoria de agência, cujo objetivo é minimizar os conflitos entre ‘principal’ e ‘agente’, reduzindo custos de agência.

Nagar *et al.* (2003) estudaram uma amostra constituída por 1129 empresas durante o período 1992-1995 e concluíram que há uma associação positiva entre o nível de divulgação dos gestores e os incentivos baseados nos preços das ações.

Jensen e Meckling (1976) pressupõem que as grandes empresas, acima de tudo, querem aumentar o preço das ações; como são geridas por administradores e não pelos proprietários, a utilização de planos *stock options* poderá incentivar os administradores a procurar satisfazer o objetivo dos proprietários e não os seus interesses pessoais, reduzindo conflitos de agência. A teoria de agência enfatiza que o pacote de compensações é um mecanismo formal para alinhar os incentivos dos executivos com os interesses acionistas. Deste modo, a grande finalidade dos planos *stock options* é estimular comportamentos que façam aumentar o valor acionista (*shareholder value*) de uma forma constante e por um longo período de tempo.

Hipótese 6: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está positivamente associado com a existência de planos stock options.

Comissão de Auditoria

A auditoria monitoriza as relações de agência (Jensen e Meckling, 1976). Fama e Jensen (1983) referem que comités de auditoria eficazes credibilizam as demonstrações financeiras, auxiliam o trabalho do Conselho de Administração e salvaguardam os interesses dos acionistas. Wallace (1984) afirma que a existência de um comité de auditoria no seio de uma organização reduz o problema de agência. Bradbury (1990) alega que os comités de auditoria são vulgarmente encarados como um mecanismo de controlo e monitorização, porquanto promovem o cumprimento das responsabilidades legais e a credibilidade e objetividade dos relatórios financeiros.

Barako *et al.* (2006) e Ho e Wong (2001) encontraram uma associação positiva entre a divulgação do governo societário e a existência de um comitê de auditoria. McMullen (1996) observou que a presença de um comitê de auditoria está associada à fiabilidade da informação financeira (menos erros e irregularidades), melhorando a qualidade do fluxo de informação financeira entre gestores e acionistas.

Hipótese 7: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está positivamente associado com a existência de uma comissão de auditoria.

Dimensão

Diversos estudos encontraram uma associação entre a dimensão da empresa e o grau de divulgação (Raffounier, 1995, Wallace *et al.*, 1994, Ahmed e Courtis, 1999, Cooke, 1989).

Quanto maior for a dimensão da empresa maior será a necessidade de informação por parte dos interessados internos e externos (García-Meca *et al.*, 2005). Saliente-se que o principal benefício associado à divulgação voluntária deriva da redução de informação assimétrica (Brüggen *et al.*, 2009 e García-Meca *et al.*, 2005). A teoria de agência pressupõe que as empresas de maior dimensão estão mais sujeitas a conflitos entre gestores e acionistas, acarretando a existência de custos de agência e a necessidade de divulgar mais informação.

Chow e Wong-Boren (1987) argumentam que os custos de agência aumentam com o tamanho da empresa. Deste modo, a divulgação constitui uma forma de reduzir conflitos de agência e, por conseguinte, custos de agência.

De acordo com a evidência empírica anterior espera-se uma associação positiva entre a dimensão das empresas e o nível de cumprimento das recomendações da CMVM, testando-se a hipótese seguinte:

Hipótese 8: O grau de cumprimentos das recomendações da CMVM está positivamente associado com a dimensão das empresas.

Endividamento

A teoria de agência prevê que gestores de empresas com elevado grau de endividamento tendem a divulgar voluntariamente mais informações para satisfazer os credores e dissipar as suspeitas de transferência de riqueza para os acionistas (Jensen & Meckling, 1976). Deste modo, quanto maior a proporção de dívida na estrutura de capital de uma empresa, maiores são os custos de agência, uma vez que possibilita transferência de riqueza dos credores para os acionistas (Depoers, 2000). Assim, para reduzir os referidos custos as empresas são estimuladas a divulgar mais informação que, por sua vez, possibilitará também a redução dos custos de endividamento.

Bradbury (1992) e Ahmed e Nicholls (1994) identificam o endividamento como estando associado ao grau de divulgação, no entanto, outros estudos revelam a inexistência de associação entre divulgação e endividamento (Oliveira *et al.*, 2006; Raffournier, 1995; Wallace *et al.*, 1994 e Hossain *et al.*, 1994).

Para avaliar a associação entre o ‘endividamento’ de cada uma das empresas da amostra e o grau de cumprimento das recomendações no período em análise – 2007 a 2011 – levanta-se a hipótese seguinte:

Hipótese 9: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está associado com o nível de endividamento das empresas.

Rendibilidade

A nível internacional, diversas publicações mostram que um estruturado governo das sociedades cotadas tem impactos positivos na performance dos resultados económicos (Fukao, 1995).

Estudos empíricos precedentes demonstram haver uma relação positiva entre divulgação e desempenho da empresa. Inchausti (1997) argumenta que a partir da teoria de agência, os gestores de empresas rentáveis utilizam a informação com o fim de obter vantagens pessoais. Logo, os gestores disponibilizam informações detalhadas como forma de justificar a sua

posição e o seu pacote de compensações (Singhvi e Desai, 1971). Pode-se alegar que as empresas com fraco desempenho divulgam menos informações para esconder o baixo desempenho, presumivelmente dos acionistas. Todavia, Wallace *et al.* (1994) e Oliveira *et al.* (2006) não encontraram qualquer relação entre rendibilidade e divulgação e Lang e Lundholm (1993) alegaram que não é clara a existência de uma relação direta entre estas duas variáveis.

Ainda assim, o mais provável é que o órgão de gestão de uma empresa rentável tenda a divulgar voluntariamente mais informação para o mercado, para aumentar o seu valor, uma vez que isso também determina a sua remuneração, bem como o valor do seu capital humano, num mercado de trabalho cada vez mais competitivo.

Hipótese 10: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está positivamente associado com o grau de rendibilidade.

Sector de atividade

Os modelos de negócio variam em função do setor de atividade. Por sua vez, o nível de risco de negócio varia em função do setor de atividade em que a empresa está inserida, assim como dos sistemas de gestão de risco e de controlo interno (Oliveira *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b). Por sua vez, existem setores muito mais expostos a determinados fatores de risco, tendo exigências específicas de divulgação mais rigorosas, face ao seu papel crucial na sociedade para a sustentabilidade da economia de mercado, como é o caso das empresas financeiras (Oliveira *et al.*, 2013; Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b). Sendo assim, é expectável que o nível de cumprimento das recomendações do governo das sociedades varie em função do setor de atividade.

Hipótese 11: O grau de cumprimento das recomendações da CMVM está associado com o setor de atividade.

4. METODOLOGIA

4.1. Definição da Amostra

Na realização do presente estudo foi utilizada uma população de empresas com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários regulamentado *Euronext Lisbon*, ao longo de um período temporal de 5 anos: 2007-2011.

Com o objetivo de averiguar quais as empresas portuguesas que cumprem com as recomendações da CMVM, assim como quais os determinantes do grau de cumprimento das recomendações de governo das sociedades da CMVM, foi extraída uma amostra emparelhada para cada um dos anos em análise. Para o efeito, apenas foram consideradas as empresas cotadas, financeiras e não financeiras, com relatórios de governo das sociedades publicados, em cada um dos anos da amostra. Todas as restantes empresas foram excluídas. A amostra final contempla um total de 4 empresas financeiras e 37 empresas não financeiras, ao longo do período temporal de 2007 a 2011, perfazendo um total de 205 observações.

4.2. Variável Dependente

A variável dependente usada no estudo foi avaliada através do índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades da empresa j no ano t ($ICRGS_{jt}$). A CMVM publica anualmente o seu “Relatório Anual sobre Governo das Sociedades Cotadas em Portugal”, onde efetua uma análise detalhada do nível médio de cumprimento de cada recomendação pelas empresas cotadas. Além disso, divulga também a percentagem de cumprimento global das recomendações de governo das sociedades das empresas cotadas.

Para o efeito, foram recolhidos os Relatórios Anuais sobre Governo das Sociedades Cotadas em Portugal, emitidos pela CMVM, relativos a 2007-2011, tendo-se extraído informação sobre o índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades da empresa j no ano t ($ICRGS_{jt}$).

4.3. Variáveis Independentes

A Tabela 1 apresenta a descrição das variáveis independentes, a forma como foram avaliadas, e o sinal esperado.

Tabela 1 - Definição das variáveis independentes

Variáveis	Mensuração	Sinal Esperado
Concentração de capital	Soma das participações qualificadas superiores a 2%	?
Percentagem de administradores independentes	Relação entre o total de administradores não executivos independentes e o total de administradores	+
Percentagem de administradores femininos	Relação entre o total de administradores femininos e o total de administradores	?
Tipo de auditor	Variável dummy = 1 se a firma de auditoria for uma BIG 4 e 0 no caso contrário	+
Dualidade do Presidente do Conselho de Administração	Variável dummy = 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e 0 no caso contrário	-
Plano de stock options	Variável dummy = 1 se existir um plano de stock options e 0 no caso contrário	+
Comissão de Auditoria	Variável dummy = 1 se existir uma Comissão de Auditoria e 0 no caso contrário	+
Dimensão	Total de ativos	+
Endividamento	Relação entre o Total do Passivo e o Total do Ativo	?
Rendibilidade	Relação entre o Resultado Líquido do Período e o Total dos Ativos	+
Sector de atividade	Variável dummy = 1 se a empresa for financeira e 0 no caso contrário	?

A variável *concentração de capital* foi avaliada pelo somatório das participações qualificadas maiores ou iguais a 2% (Hossain *et al.*, 1994; Haniffa & Cooke, 2002).

A variável *percentagem de administradores independentes* foi avaliada pela relação entre total de administradores não executivos independentes e o total de administradores (Chen & Jaggi, 2000).

A variável *percentagem de administradores femininos* foi avaliada pela relação total de administradores femininos e o total de administradores (Marlin & Geiger, 2012).

A variável *tipo de auditor* foi avaliada através de uma variável dicotómica (*dummy*), que assume o valor 1 se a empresa de auditoria for uma das *Big four*. Caso contrário, assume o valor 0 (Inchausti, 1997; Ahmed & Nicholls, 1994; Craswell & Taylor, 1992; Singhvi & Desai, 1971).

A variável *dualidade do Presidente do Conselho de Administração* foi avaliada através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e o valor 0, no caso contrário (Forker, 1992; Barako *et al.*, 2006).

A variável *plano de stock options* foi avaliada através de uma variável *dummy*, que assume o valor 1 se a empresa tiver um plano de *stock options* e o valor 0, no caso contrário (Nagar *et al.*, 2003).

A variável *comissão de auditoria* foi avaliada através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa possuir uma Comissão de Auditoria e o valor 0 no caso contrário (Barako, 2006; Ho & Wong, 2001).

A variável *dimensão* foi avaliada pelo total dos ativos (Barako, 2006; Cooke, 1989, Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b, 2013).

A variável *endividamento* foi avaliada pela relação entre o total dos passivos e o total dos ativos (Oliveira *et al.*, 2006; Baroko, 2006, Oliveira *et al.*, 2001a, 2011b).

A variável *rendibilidade* foi avaliada através da relação entre o resultado líquido do período e o total dos ativos (Oliveira *et al.*, 2006, Oliveira *et al.*, 2011a, 2011b).

A variável *sector de atividade* foi avaliada através de uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa for financeira e o valor 0, no caso contrário.

4.4. Modelo de Estimação

O modelo de estimação irá testar se as determinantes afetaram o grau de cumprimento das recomendações da CMVM no período em análise pelas empresas. Para o efeito especifica-se o seguinte modelo de estimação:

$$\text{ICRGS}_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Concentração de capital}_{jt} + \beta_2 \text{Percentagem de administradores independentes}_{jt} + \beta_3 \text{Percentagem de administradores femininos}_{jt} + \beta_4 \text{Tipo de auditor}_{jt} + \beta_5 \text{Dualidade do Presidente do Conselho de Administração}_{jt} + \beta_6 \text{Plano de stock options}_{jt} + \beta_7 \text{Comissão de auditoria}_{jt} + \beta_8 \text{Dimensão}_{jt} + \beta_9 \text{Endividamento}_{jt} + \beta_{10} \text{Rendibilidade}_{jt} + \beta_{11} \text{Sector de atividade}_{jt} + \dots + \mu_{jt}$$

onde $t = \{2007 \dots 2011\}$ e $j = 1, 2, \dots, n = 41$

5. EXPOSIÇÃO DOS RESULTADOS

5.1. Análise Descritiva

A Tabela 2 elenca os resultados da análise estatística descritiva das variáveis, dependente e independentes, utilizadas no estudo em causa.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variáveis	Mensuração	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
ICRGS	Índice	205	0,170	1,000	0,753	0,175
Concentração de capital	Porcentagem	205	0,010	1,000	0,749	0,167
Porcentagem de administradores independentes	Porcentagem	205	0,000	0,800	0,204	0,204
Porcentagem de administradores femininos	Porcentagem	205	0,000	0,400	0,059	0,090
Dimensão	Milhões de Euros	205	0,025	98,547	8,406	19,900
Endividamento	Rácio	205	0,001	1,908	0,769	0,212
Rendibilidade	Rácio	205	-0,460	0,384	0,007	0,079
			Soma	Porcentagem		
Tipo de auditor	Dummy = 1	141	69%			
	= 0	64	31%			
Dualidade do Presidente do Conselho de Administração	Dummy = 1	109	53%			
	= 0	96	47%			
Plano de stock options	Dummy = 1	55	27%			
	= 0	150	73%			
Comissão de auditoria	Dummy = 1	87	42%			
	= 0	118	58%			
Sector de atividade	Dummy = 1	20	10%			
	= 0	185	90%			

Definição das variáveis: ICRGS=índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades; Concentração de capital = soma das participações qualificadas superiores a 2%; Porcentagem de administradores independentes = relação entre o total de administradores não executivos independentes e o total de administradores; Porcentagem de administradores femininos = relação entre o total de administradores femininos e o total de administradores; Tipo de auditor = variável dummy que assume 1 se a firma de auditoria for uma BIG 4 e 0 no caso contrário; Dualidade do presidente do Conselho de Administração = variável dummy que assume 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e 0 no caso contrário; Plano de stock options = variável dummy que assume 1 se existir um plano de stock options e 0 no caso contrário; Comissão de auditoria = variável dummy que assume 1 se existir uma Comissão de Auditoria e 0 no caso contrário; Dimensão = total de ativos; Endividamento = relação entre o Total do Passivo e o Total do Ativo; Rendibilidade = relação entre o Resultado Líquido do Período e o Total dos Ativos; Setor de atividade = variável dummy que assume 1 se a empresa for financeira e 0 no caso contrário.

Na tabela 2 constata-se que, em média, o nível de cumprimento é de 0,753, o que significa que, em média, as empresas da amostra cumprem com as recomendações da CMVM, oscilando o grau de cumprimento entre o mínimo de 0,17 e o máximo de 1.

A concentração de capital, baseada no somatório das participações qualificadas superiores ou iguais a 2%, apresenta um máximo de 1, e o valor médio de 0,749. Tais resultados da amostra são consistentes com as características do tecido empresarial português, constituído

essencialmente por pequenas e médias empresas, com elevada concentração de capital. Este nível de concentração de capital confirma os resultados de Mota (2003) que indica que as empresas Portuguesas são controladas por famílias, com uma complexa rede de propriedade, onde uma enorme percentagem das participações sociais é detida por um único acionista. Neste respeito, os resultados também demonstram que, à elevada concentração de capital, corresponde um elevado grau máximo de cumprimento das recomendações da CMVM, confirmando os resultados de Hossain *et al.* (1994), que encontram uma relação negativa entre dispersão de capital e grau de divulgação.

Quanto à composição do Conselho de Administração, cerca de 0,21 do total dos seus membros são administradores não executivos independentes. Contudo, existem empresas que não possuem nenhum administrador independente (mínimo = 0). Estes resultados ficam aquém das recomendações da CMVM, quanto ao número de administradores independentes que devem integrar o Conselho de Administração, que “não pode em caso algum ser inferior a um quarto do número total de administradores” (CMVM, 2010, p.3). Os resultados apurados aproximam-se dos estudos empíricos de La Porta *et al.* (1999) que concluíram que nas empresas com uma estrutura acionista concentrada, típica das empresas familiares e frequentes na Europa Continental, os administradores independentes são inexistentes. Contudo, contrariam as conclusões de Chen e Jaggi (2000) que encontraram uma associação positiva entre proporção de administradores não-executivos e extensão do nível de divulgação.

A percentagem de administradores femininos é residual, apresentando um valor médio de 0,06, embora se observe que há pelo menos uma empresa em que o número de mulheres gestoras se situa nos 0,40, valor muito acima do valor médio. Os resultados da dimensão género eram espectáveis uma vez que a presença feminina na gestão e direção das organizações e nos cargos de liderança em Portugal é ainda bastante reduzida (SICAE, 2014).

Em média, ao longo deste período temporal, o rácio de endividamento das empresas cotadas rondou os 0,77, tendo algumas empresas apresentado um valor máximo de 1,91. Estes resultados evidenciam a elevada dependência das empresas da amostra relativamente aos credores (nomeadamente banca), o que, de certa forma, é consistente com as características do tecido empresarial Português (Mota, 2003). Além disso, o período de análise incorpora um período de tempo manifestamente sensível, que coincide com a recente crise financeira mundial, caracterizada pela escassa liquidez de fundos na envolvente empresarial e, portanto,

justificando a necessidade de financiamento das atividades de exploração através de capital alheio. Os resultados parecem ainda indicar a corroboração das conclusões de Bradbury (1992) e Ahmed e Nicholls (1994), que encontraram associação entre grau de divulgação e endividamento.

Ao longo do período de análise, as empresas cotadas portuguesas apresentaram em média uma rentabilidade do ativo de 0,01, tendo a mesma variado entre um mínimo de -0,46 e um máximo de 0,38. Os baixos níveis de rentabilidade derivam de, na nossa amostra, existirem empresas que apresentam resultados antes de impostos negativos, decorrentes de o período de análise se caracterizar por um período de crise nacional e internacional, associado a períodos de falta de liquidez e recessão económica.

Relativamente às variáveis categóricas (*dummy*), observa-se que: a) cerca de 69% das empresas que compõem a amostra são auditadas por uma empresa de auditoria internacional; b) em 53% das empresas não existe uma clara separação das funções acometidas ao Presidente do Conselho de Administração e ao Presidente da Comissão Executiva, contrariando tanto as recomendações da OCDE (1999) e de Silva *et al.* (2006); c) apenas 27% das empresas possui um plano de *stock options*. Neste respeito, como a propriedade e a gestão da sociedade se encontram concentradas nas famílias, não se coloca a necessidade de alinhar os interesses entre proprietários e gestores, mas entre interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Desde logo os *planos stock options* não se afiguram como um mecanismo de governo societário aplicável à realidade em causa.

Finalmente, cerca de 42% das empresas possuem uma comissão de auditoria. Segundo Bradbury (1990), este baixo número de empresas com comissão de auditoria pode ser um resultado do elevado nível de concentração de capital observado e conseqüente concentração do poder de decisão e de gestão na família, que não sente necessidade de melhorar o fluxo de informação financeira, divulgada através das contas anuais, atributo da comissão de auditoria (Bradbury, 1990). Este resultado contraria as evidências de Ho e Wong (2001) e Barako *et al.* (2006) que encontraram uma associação positiva significativa entre divulgação e a existência de uma comissão de auditoria.

5.2. Análise Bivariada

A tabela 3 mostra a análise sobre se as variáveis dependentes e independentes seguem uma distribuição normal.

Tabela 3 – Análise da normalidade

Variáveis	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
ICRGS	0,503	205	0,000	0,058	205	0,000
Concentração de capital	0,073	205	0,010	0,939	205	0,000
Porcentagem de administradores independentes	0,220	205	0,000	0,870	205	0,000
Porcentagem de administradores femininos	0,320	205	0,000	0,707	205	0,000
Dimensão	0,357	205	0,000	0,456	205	0,000
Endividamento	0,075	205	0,007	0,942	205	0,000
Rendibilidade	0,233	205	0,000	0,672	205	0,000

a. Correção de significância de Lilliefors

Definição das variáveis: ICRGS=índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades; Concentração de capital = soma das participações qualificadas superiores a 2%; Porcentagem de administradores independentes = relação entre o total de administradores não executivos independentes e o total de administradores; Porcentagem de administradores femininos = relação entre o total de administradores femininos e o total de administradores; Tipo de auditor = variável dummy que assume 1 se a firma de auditoria for uma BIG 4 e 0 no caso contrário; Dualidade do presidente do Conselho de Administração = variável dummy que assume 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e 0 no caso contrário; Plano de stock options = variável dummy que assume 1 se existir um plano de stock options e 0 no caso contrário; Comissão de auditoria = variável dummy que assume 1 se existir uma Comissão de Auditoria e 0 no caso contrário; Dimensão = total de ativos; Endividamento = relação entre o Total do Passivo e o Total do Ativo; Rendibilidade = relação entre o Resultado Líquido do Período e o Total dos Ativos; Setor de atividade = variável dummy que assume 1 se a empresa for financeira e 0 no caso contrário.

Os resultados da tabela 3 evidenciam que nenhuma das variáveis dependentes e independentes apresenta uma distribuição normal ($p\text{-value} < 0,05$).

A tabela 4 indica a análise, ao longo do período temporal de 2007-2011, do nível de cumprimento das recomendações de governo das sociedades pelas empresas incluídas na amostra.

Tabela 4 – Análise das diferenças na variável ICRGS entre 2007-2011

Variáveis	N	2007	2008	2009	2010	2011	Kruskal-Wallis	
							Chi- Square	Asymp. Sig. (2-tailed)
ICRGS								
Média	205	0,615	0,728	0,803	0,736	0,882	54,896	0,000
Mediana	205	0,670	0,760	0,840	0,730	0,920		

Definição das variáveis: ICRGS=índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades

Os resultados demonstram uma evolução positiva do nível de cumprimento das recomendações do governo das sociedades. Em média, o nível de cumprimento das recomendações do governo das sociedades sofreu um progressivo incremento de 2007 (média = 0,61) a 2011 (média = 0,88), revelando-se em conformidade com as conclusões aferidas

pela CMVM (2012). Estas diferenças nos valores médios são confirmadas pelos resultados do teste de Kruskal-Wallis, evidenciando que as mesmas são estatisticamente significativas ($p\text{-value} < 0,01$).

A tabela 5 mostra a matriz de correlações entre a variável dependentes e as demais variáveis independentes.

Tabela 5 – Matriz de correlações

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) ICRGS	1,00											
(2) Concentração de capital	-0,17 ***	1,00										
(3) Percentagem de administradores independentes	0,40 ***	-0,36 ***	1,00									
(4) Percentagem de administradores femininos	-0,08	0,09 *	-0,28 ***	1,00								
(5) Tipo de auditor	0,16 ***	0,03	0,09 *	-0,09 *	1,00							
(6) Dualidade do Presidente do Conselho de Administração	-0,39 ***	0,25 ***	-0,24 ***	0,12 **	0,00	1,00						
(7) Plano de stock options	0,39 ***	-0,16 ***	0,29 ***	-0,13 **	0,16 ***	-0,22 ***	1,00					
(8) Comissão de Auditoria	0,50 ***	-0,30 ***	0,54 ***	-0,16 **	0,09	-0,32 ***	0,38 ***	1,00				
(9) Dimensão	0,44 ***	-0,36 ***	0,35 ***	-0,04	0,18 ***	-0,47 ***	0,29 ***	0,47 ***	1,00			
(10) Endividamento	-0,17 ***	-0,12 **	-0,03	0,09	-0,20 ***	-0,01	-0,14 **	-0,09	0,01	1,00		
(11) Rendibilidade	0,12 **	-0,05	0,21 ***	-0,16 **	0,13 **	-0,10 *	0,11 *	0,23 ***	0,28 ***	-0,48 ***	1,00	
(12) Setor de atividades	0,16 **	-0,19 ***	0,15 **	-0,07	0,56 ***	0,30 ***	-0,15 **	0,22 ***	-0,22 ***	0,18 ***	0,15 **	1,00

Correlações estatisticamente significativas a níveis de: ***0,01; **0,05 e *0,1 (bilateral)

Definição das variáveis: ICRGS=índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades; Concentração de capital = soma das participações qualificadas superiores a 2%; Percentagem de administradores independentes = relação entre o total de administradores não executivos independentes e o total de administradores; Percentagem de administradores femininos = relação entre o total de administradores femininos e o total de administradores; Tipo de auditor = variável dummy que assume 1 se a firma de auditoria for uma BIG 4 e 0 no caso contrário; Dualidade do presidente do Conselho de Administração = variável dummy que assume 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e 0 no caso contrário; Plano de stock options = variável dummy que assume 1 se existir um plano de stock options e 0 no caso contrário; Comissão de auditoria = variável dummy que assume 1 se existir uma Comissão de Auditoria e 0 no caso contrário; Dimensão = total de ativos; Endividamento = relação entre o Total do Passivo e o Total do Ativo; Rendibilidade = relação entre o Resultado Líquido do Período e o Total dos Ativos; Setor de atividade = variável dummy que assume 1 se a empresa for financeira e 0 no caso contrário.

Os resultados da Tabela 5 mostram a existência de correlações negativas estatisticamente significativas ($p\text{-value} < 0,01$) entre a ICRGS e as seguintes variáveis independentes: concentração de capital, dualidade do Presidente do Conselho de Administração e endividamento. Tais resultados corroboram as hipóteses 1, 5 e 9. Por sua vez, os resultados também mostram correlações positivas estatisticamente significativas entre a ICRGS e as seguintes variáveis independentes: percentagem de administradores independentes ($p\text{-value} < 0,01$), tipo de auditor ($p\text{-value} < 0,01$), plano *stock options* ($p\text{-value} < 0,01$), comissão de auditoria ($p\text{-value} < 0,01$), dimensão ($p\text{-value} < 0,01$), rendibilidade ($p\text{-value} < 0,05$) e setor de atividade ($p\text{-value} < 0,05$). Tais resultados vêm corroborar as hipóteses 2, 4, 6, 7, 8, 10 e 11. Entre a variável ICRGS e a percentagem de administradores femininos não existe correlação estatisticamente significativa, não se conseguindo corroborar a hipótese 3.

A análise da matriz de correlações mostra também, entre as várias variáveis independentes, níveis de correlação muito baixos, evidenciando a não existência de problemas de multicolinearidade entre elas.

5.3. Análise Multivariada

Para poder concluir sobre a confirmação ou não das hipóteses formuladas recorreu-se à análise de regressão. Foi usado o modelo de regressão linear múltipla (MRLM). O modelo de regressão foi estimado com recurso ao Método dos Mínimos Quadrados, tendo presente que estamos perante dados em painel balanceados. Para o efeito, foi utilizado um modelo para dados *pooled*, mas foram também aferidas as hipóteses de existência de efeitos fixos e de efeitos aleatórios.

A violação da normalidade da distribuição, sugerida pelos testes Kolmogorov-Smirnov (K-S) e Shapiro-Wilk, para a variável dependente e para as variáveis independentes (tabela 3), pode ter consequências relevantes nas inferências sobre estas mesmas variáveis, quando trabalhadas no modelo de regressão, o que obrigou a previamente efetuar um procedimento de normalização de todas, através da transformação de *Blom*, conforme sugerido por Cooke (1998).

Os pressupostos do modelo foram verificados quanto a *outliers*, autocorrelação, multicolinearidade, heterocedasticidade e distribuição normal dos resíduos, sendo que a tabela 6 apresenta os resultados do modelo de regressão utilizado. Para testar a existência de multicolinearidade foram calculados os *Value Inflated Factors*. O maior destes valores (VIF = 2,058), sugere que o problema da multicolinearidade é mínimo. O teste de heterocedasticidade de White foi efetuado para testar a homogeneidade das variâncias dos resíduos. A tabela 6 demonstra que os resultados não apresentam heterocedasticidade (*p-value* > 0,05). O teste de Kolmogorov-Smirnov (com correção de Lillefors) foi utilizado para testar a normalidade dos resíduos, sendo que os resultados evidenciam que os mesmos seguem uma distribuição normal (*p-value* > 0,05). Para testar os níveis de autocorrelação foi utilizada a estatística de Durbin-Watson, que como apresenta um valor próximo de 2 (DW = 1,982), sugere que o problema de autocorrelação é mínimo.

Tabela 6 – Resultados do modelo de regressão.

Variáveis	Sinal Previsto	ICRGS _{it} (N = 205)			Value Inflated Factors
		Coefficientes	Estatística t	p-value	
Constante		-0,941	-6,986	0,000	
Concentração de capital	?	0,017	0,367	0,714	1,302
Porcentagem de administradores independentes	+	0,169	2,903	0,004	1,619
Porcentagem de administradores femininos	?	0,003	0,047	0,963	1,162
Dimensão	+	0,174	2,571	0,011	2,767
Endividamento	?	-0,117	-2,292	0,023	1,571
Rendibilidade	+	-0,008	-0,152	0,880	1,798
Tipo de auditor	+	0,056	0,595	0,553	1,184
Dualidade do Presidente do Conselho de Administração	-	-0,249	-2,612	0,010	1,391
Plano de stock options	+	0,364	3,532	0,001	1,265
Comissão de Auditoria	+	0,482	4,458	0,000	1,754
Setor	?	-0,076	-0,389	0,698	2,058
Ano 2008	?	0,556	4,139	0,000	1,771
Ano 2009	?	0,960	7,285	0,000	1,703
Ano 2010	?	0,545	4,185	0,000	1,661
Ano 2011	?	1,601	11,930	0,000	1,768
Ajustamento do modelo:					
R ²			0,683		
R ² Ajustado			0,658		
Estatística F			27,117	0,000	
Estatística de Durbin-Watson			1,982		
Teste de heterocedasticidade de White			0,910	0,578	
Normalidade dos resíduos standardizados:					
Estatística Kolmogorov-Smirnov (com correção de Lilliefors)			0,050	0,200	
Hipótese da existência de efeitos fixos:					
Teste F			0,000	1,000	
Hipótese da existência de efeitos aleatórios:					
Teste Breusch-Pagan			2,563	0,109	
Definição das variáveis: ICRGS = índice de cumprimento das recomendações de governo das sociedades; Concentração de capital = soma das participações qualificadas superiores a 2%; Porcentagem de administradores independentes = relação entre o total de administradores não executivos independentes e o total de administradores; Porcentagem de administradores femininos = relação entre o total de administradores femininos e o total de administradores; Tipo de auditor = variável dummy que assume 1 se a firma de auditoria for uma BIG 4 e 0 no caso contrário; Dualidade do presidente do Conselho de Administração = variável dummy que assume 1 se o Presidente do Conselho de Administração for também o Presidente da Comissão Executiva e 0 no caso contrário; Plano de stock options = variável dummy que assume 1 se existir um plano de stock options e 0 no caso contrário; Comissão de auditoria = variável dummy que assume 1 se existir uma Comissão de Auditoria e 0 no caso contrário; Dimensão = total de ativos; Endividamento = relação entre o Total do Passivo e o Total do Ativo; Rendibilidade = relação entre o Resultado Líquido do Período e o Total dos Ativos; Setor de atividade = variável dummy que assume 1 se a empresa for financeira e 0 no caso contrário.					

A tabela 6 demonstra que o modelo de regressão é válido em termos globais, significando que é em geral estatisticamente significativo para explicar o grau de cumprimento das recomendações da CMVM ($F = 27,110$; $p\text{-value} < 0,01$). A obtenção de um R^2 ajustado de 0,658, evidencia que o poder explicativo das variáveis independentes na variação do grau de

cumprimento das recomendações da CMVM é de 65,80%. Como os dados em análise eram dados em painel (balanceados), o modelo OLS foi utilizado para dados *pooled*. Para analisar se o modelo OLS para dados *pooled* era apropriado foi avaliada a hipótese da existência de efeitos fixos, através da estatística F ($F = 0$; $p\text{-value} > 0,05$), assim como a hipótese da existência de efeitos aleatórios, através da estatística de Breusch-Pagan ($LM = 2,563$; $p\text{-value} > 0,05$). Estes resultados sugerem que o modelo OLS para dados *pooled* é apropriado, pois não validam nem a hipótese da existência de efeitos fixos, nem a existência de efeitos aleatórios.

Os resultados da tabela 6 evidenciam que o ICRGS está associado positivamente à percentagem de administradores independentes ($p\text{-value} < 0,01$), com a dimensão da empresa ($p\text{-value} < 0,05$), com a existência de um plano de *stock options* ($p\text{-value} < 0,01$) e com a existência de uma comissão de auditoria ($p\text{-value} < 0,01$), sugerindo que as hipóteses H2, H6, H7 e H8 são suportadas. De acordo com a teoria da agência, as empresas com maior dimensão, sujeitas a maiores custos de agência, tentam reduzi-los através de um aumento da robustez do governo das sociedades. Para o fazer, este tipo de sociedades utiliza um conjunto de mecanismos tais como: aumento do número de administradores independentes, implementação de comissões de auditoria e estabelecimento de planos de *stock options*.

Por sua vez, os resultados da tabela 6 também evidenciam que o ICRGS está associado negativamente com a dualidade do Presidente do Conselho de Administração ($p\text{-value} < 0,01$) e com o endividamento ($p\text{-value} < 0,05$), sugerindo que as hipóteses H5 e a H9 são suportadas. A teoria de agência prevê que a concentração numa única pessoa das funções de Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva é prejudicial à organização, uma vez que poderá conduzir os gestores a comportamentos oportunistas. O não cumprimento das recomendações da CMVM poderá indiciar que a empresa pretende ocultar informação relevante. No entanto, é de salientar que as empresas que compõem a amostra são de cariz familiar, encontrando-se a propriedade e o controlo associados, e, segundo a teoria da agência, nestas empresas não se verifica o problema agência, o que poderá justificar o desinteresse em cumprir com as recomendações da CMVM.

Contrariamente ao preconizado pela teoria de agência de que os gestores de empresas endividadas tendem a divulgar mais informação como forma de dissipar conflitos entre acionistas e credores, tal não se verifica com estas empresas. Esta evidência poderá, também, encontrar justificação no facto de estarmos perante empresas de capital fortemente

concentrado, em que a elevada dependência dos credores não resulta da utilização do mecanismo endividamento como forma de obviar os custos de agência, uma vez que o proprietário é também o gestor, mas do contexto macroeconómico do período em análise.

O ICRGS não está associado à concentração de capital, à percentagem de administradores femininos, ao tipo de empresa de auditoria, à rendibilidade da empresa, e ao setor de atividade. Logo, as hipóteses H1, H3, H4, H10 e H11 não foram suportadas. De acordo com a teoria de agência, a magnitude dos custos de agência depende do grau de separação entre propriedade e controlo e da eficácia das medidas tendentes a minimizá-los. A divulgação voluntária de informação tende a diminuir os custos de agência, uma vez que funciona como um mecanismo de monitorização da atuação dos gestores, diminuindo conflitos de interesses, quer entre gestores e acionistas, quer entre a empresas e os seus credores. Estas empresas caracterizam-se pela fraca dispersão do capital, encontrando-se a propriedade e a gestão concentradas numa única família, desde logo justificando a não associação entre o índice de cumprimento das recomendações da CMVM e a variável independente concentração de capital. Também a presença de gestoras no Conselho de Administração não está associada ao índice de cumprimento das recomendações da CMVM, face à fraca presença destas no órgão de gestão das sociedades, fruto da falta de regulamentação de um número mínimo de mulheres que deverão compor este órgão, à semelhança do verificado quanto aos administradores independentes. O tipo de empresa de auditoria não está associado ao índice de cumprimento das recomendações da CMVM, entendendo-se que, atentas às características das empresas portuguesas, nomeadamente, o seu cariz familiar, estas privilegiam a existência de um comité de auditoria no monitoramento da atividade de gestão das sociedades, em detrimento de uma *Big four*, possivelmente porque o seu custo é menor e a informação económica e financeira a divulgar nos relatórios anuais é útil a um reduzido número de *Stakeholders*. A rendibilidade não influencia o índice de cumprimento das recomendações da CMVM, facto expectável, uma vez que, segundo a teoria de agência, os gestores divulgam informação para manter o seu pacote de compensações, posição e obter vantagens pessoais. Nestas empresas o gestor é o proprietário; logo a sua remuneração, posição e benefícios pessoais não estão dependentes de terceiros, compreendendo-se, deste modo, a não associação desta variável independente com o ICRGS.

6. CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES E PESQUISAS FUTURAS

O presente trabalho analisa eventuais determinantes do grau de cumprimento das recomendações da CMVM sobre o governo das sociedades, pelas empresas com valores cotados na bolsa de valores portuguesa - Euronext *Lisbon* -, no período compreendido entre os anos de 2007 a 2011.

Com base na percentagem média do grau de cumprimento das recomendações da CMVM, segundo a sua própria avaliação, é calculado um índice de cumprimento das recomendações de governo societário (ICRGS), sendo expectável que os resultados obtidos quanto ao grau de cumprimento revelem um incremento de 2007 a 2011. Os resultados da análise confirmam uma evolução positiva do nível de cumprimento das recomendações da CMVM, consentâneas com as conclusões aferidas pela CMVM no seu relatório publicado em 2012, verificando-se em média um aumento de cerca de 27% do cumprimento em 2011 comparativamente a 2007.

As hipóteses de investigação formuladas fundamentam-se em determinantes do grau de cumprimento do governo das sociedades abordadas na literatura teórica existente e na teoria de agência (Jensen e Meckling, 1976). Os resultados do modelo de regressão utilizado evidenciam que as variáveis independentes ou explicativas, percentagem de administradores independentes, dimensão da empresa, existência de um plano de *stock options* e a existência de uma comissão de auditoria apresentam uma influência positiva estatisticamente significativa sobre o ICRGS, dando consistência à teoria de agência, que prevê que as empresas com maior dimensão, sujeitas a maiores custos de agência, tendem a reduzi-los através da implementação de mecanismos de governo das sociedades tais como: aumento do número de administradores independentes, implementação de comissões de auditoria e estabelecimento de planos *stock options*. Por sua vez, os resultados mostram que as variáveis “dualidade do Presidente do Conselho de Administração” e “endividamento” revelam uma influência negativa estatisticamente significativa sobre o ICRGS, contrariando os pressupostos da teoria de agência que prevê que a concentração das funções Presidente do Conselho de Administração e Presidente da Comissão Executiva são prejudiciais à sociedade, na medida em que possibilitam comportamentos oportunistas por parte dos gestores e que, para reduzir custos de agência por via da diminuição da assimetria de informação entre proprietários e credores, as empresas endividadas tendem a divulgar mais informação. As

restantes variáveis independentes analisadas – concentração de capital, percentagem de administradores femininos, tipo de empresa de auditoria, rendibilidade da empresa e setor de atividade – não estão associadas com o ICRGS, o que significa que não explicam o índice de cumprimento das recomendações.

Os resultados obtidos demonstram que poucos são os mecanismos de governo das sociedades analisados que determinam o ICRGS; no entanto, não se poderá inferir que esta situação contraria a teoria de agência, uma vez que esta se encontra alicerçada numa realidade que não é a predominante em Portugal, nomeadamente numa estrutura de propriedade difusa, onde a probabilidade de ocorrência de conflitos de interesses é maior e, por conseguinte, os custos de agência são maiores, sendo necessária a implementação de mecanismos de governo robustos como forma de os reduzir. A estrutura de capital das empresas portuguesas é concentrada, predominantemente privada, de cariz familiar, visando os mecanismos de governo societário minimizar os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e acionistas minoritários. Os resultados são corroborados pela literatura existente.

Observa-se que, ainda assim, em média, as empresas preocupam-se em cumprir com as recomendações da CMVM, independentemente do ICRGS se encontrar estatisticamente influenciado por apenas mecanismos internos à organização, aliás, como anteriormente referido, típico dos países europeus.

Algumas limitações do presente estudo prendem-se com o número de variáveis independentes analisadas, com o facto de os anos analisados serem referentes a um período de crise nacional e internacional, e ainda de, à data da sua realização, não existirem dados publicados pela CMVM quanto ao grau de cumprimento das suas recomendações para os anos de 2012 e 2013; estas condicionantes deverão ser tidas em consideração aquando da interpretação dos dados obtidos, porquanto qualquer alteração certamente influenciaria estes, e consequentemente as conclusões. Estudos futuros poderão acrescentar variáveis independentes, anos mais recentes e uma comparação com outro país europeu, como, por exemplo, a Espanha, no sentido de se averiguar quais as eventuais diferenças nos mecanismos de governo das sociedades adotados por estes dois Estados europeus, e até que ponto isso resultará de características socioeconómicas e legais de cada um dos países.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguilera, R. V. (2005), *Corporate Governance and Director Accountability: an Institutional Comparative Perspective*, British Journal of Management, 6, pp. 39-53.
- Ahmed, K. & Nicholls, D. (1994), *The Impact of Nonfinancial Company Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Developing Countries: The Case of Bangladesh*, The International Journal of Accounting Education and Research, 29, pp. 62-77.
- Ahmed, K. & Courtis, J. K. (1999), *Association Between Corporate Characteristics on Mandatory Disclosure Compliance in Annual Reports: A Meta-Analysis*, British Accounting Review, 31, pp. 35-61.
- Akerlof, G. A. (1970), *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, The Quarterly Journal of Economics, 84 (3), pp. 488-500.
- Alves, C. (2000), *Deverão os Investidores Institucionais Envolver-se no Governo das Sociedades?* Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, n.º 8, agosto, pp. 91-126.
- Azizkhani, M., Monroeb, G. S. & Shailer, G. (2010), *The value of Big 4 Audits in Australia*, Accounting and Finance, 50, pp. 743-766.
- Barako, D. G., Hancock, P. & Izan, H. Y. (2006), *Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies*, Corporate Governance: An International Review, 14 (2), pp. 107-125.
- Berle, A. & Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, Nova Iorque, Macmillan.
- Becht, M., Bolton, P. & Röell, A. (2002), *Corporate Governance and Control*, ECGI, Finance Working Paper n.º 02/2002.
- Bergamini, C. (1998), *A difícil administração das motivações*. Revista de Administração de Empresas, 1, pp. 6-17.
- Bird, B. & Brush, C. (2002), *A Gendered Perspective on Organizational Creation*, Entrepreneurship Theory and Practice, 26 (3), pp. 41-65.
- Block, S. (1999), *The Role of Nonaffiliated Outside Directors in Monitoring the Firm and the Effect on Shareholder Wealth*, Journal of Financial and Strategic Decisions, 12 (1), pp. 1-8.
- Bradbury, M. E. (1990), *The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation*, Journal of Accounting and Public Policy, 9, pp. 19-36.
- Bradbury, M. E. (1992), *Voluntary Disclosure of Financial Segment Data: New Zealand Evidence*, Accounting and Finance, 32, pp. 15-26.
- Brüggen A. (2009), *Intellectual Capital Disclosure: Evidence from Australia*. Management Decision Journal, 47 (2), pp. 233-245,

- Burke, R. J. (2003), *Women on corporate boards of directors: The Timing is Right*, *Women in Management Review*, 18(7), pp. 346- 348.
- Cadbury Committee (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Gee Publishing.
- Câmara, P. (2001), *O Governo das Sociedades em Portugal: Uma Introdução*. Caderno do Mercado de Valores Mobiliários, (II Parte – Publicação de Estudos por ocasião do 10º aniversário da CMVM), 12, pp. 45-56.
- Chen, C. J. P. & Jaggi, B. (2000), *Association Between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, pp. 285–310.
- Chiang, H. (2005), *An Empirical Study of Corporate Governance and Performance*, *Journal of American Academy of Business*, 6 (1), pp. 95-101.
- Chow, C. W. & Wong-Boren, A. (1987), *Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations*, *The Accounting Review*, 62, pp. 533-541.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. & Lang, L. (1999), *Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia*, Policy Research Working Paper n. ° 2088, World Bank.
- CMVM (2001), *Regulamento da CMVM n.º 7/2001, Governo das Sociedades Cotadas*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2006), *Linhas de Orientação e Programa de Ação da CMVM 2006-2010*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2007), *Recomendações sobre Governo das Sociedades Cotadas*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2010), *Regulamento da CMVM n.º 1/2010, Governo das Sociedades Cotadas*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2012), *Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2013a), *Regulamento da CMVM n.º 4/2013, Governo das Sociedades*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2013b), *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.
- CMVM (2014), *Regulamento da CMVM n.º 1/2014, Registo de auditores na CMVM e seus deveres*, Comissão do Mercados de Valores Mobiliários, Lisboa.

- Cooke, T. E. (1989), *Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies*, Accounting and Business Research, 19 (74), pp. 113-114.
- Cooke, T.E. (1998), *Regression analysis in accounting disclosures studies*. Accounting and Business Research, 28 (3), pp. 209-224.
- Craswell, A. T. & Taylor, S. L. (1992), *Discretionary Disclosure of Reserves by Oil and Gas Companies: An Economic Analysis*, Journal of Business Finance and Accounting, 19, pp. 295–308.
- Daily, C. M. & Dalton D. R. (2003), *Women in the Boardroom: a Business Imperative*, The Journal of Business Strategy, 24 (5), pp. 8-9.
- DeAngelo, L. (1981), *Auditor Size and Audit Quality*, Journal of Accounting and Economics, 3, pp. 183–199.
- Denis, D. K. (2001), *Twenty-five Years of Corporate Governance Research ... and Counting*, Review of Financial Economics, 10, pp. 191-212.
- Denis, D. K. & McConnell, J. J. (2003), *International Corporate Governance*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38, pp. 1-36.
- Depoers, F. (2000), *A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies*, The European Accounting Review, 9, pp. 245–263.
- Dias, A. (2014), *Auditoria e Governo das Sociedades (II)*, Revista OTOC, n.º 168, ano XV, março, pp. 56-59.
- Esperança, J., Sousa, A., Soares, E. & Pereira, I. (2011), *Corporate Governance no Espaço Lusófono*, Lisboa, Texto Editores.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983), *Separation of Ownership and Control*, Journal of Law and Economics, 26 (2), pp. 301-325.
- Farinha, J. (2003), *Corporate Governance: A Survey of the Literature*, Universidade do Porto, Centro de Estudos de Economia Industrial, do Trabalho e da Empresa, JEL classification G300.
- Forker, J. J. (1992), *Corporate Governance and Disclosure Quality*, Accounting and Business Research, 22, pp. 111–124.
- Fukao, K. (1995), *Outward Direct Investment and Jobs in Japan*, Monthly Journal of the Japan Institute Labor, 37 (7), pp.2-12.
- García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). *The Explanatory Factors of Intellectual Capital Disclosure to Financial Analysts*. European Accounting Review, 14 (1), pp. 63-94.
- Gillan, S. (2006), *Recent Developments in Corporate Governance: An Overview*, Journal of Corporate Finance, 12, pp.381-402.

- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1982), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, In: McCall, J.J. (Ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*. Universidade de Chicago Press.
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1986), *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, *Journal of Political Economics*, 94 (4), pp. 691-719.
- Hakim, F. & Omri, M. A. (2010), *Quality of the external auditor, information asymmetry, and bid-ask spread: Case of the listed Tunisian firms*, *International Journal of Accounting and Information Management*, 18 (1), pp. 5-18.
- Haniffa, R. M. & Cooke, T. E. (2002), *Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations*, *Abacus*, 38, pp. 317–349.
- Haniffa, R. & Cooke, T. (2005), *The impact of culture and governance on Corporate Social Reporting*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 24 (5), pp. 391-430.
- Hansmann, H. & Kraakman, R. (2000), *The End Of History For Corporate Law*, Harvard Law School John M. Olin Center for Law, Economics and Business Discussion Paper Series. Paper n.º 280.
- Hart, O. (1995), *Corporate Governance: Some Theory and Implication*, *The Economic Journal*, 105(430), pp. 678-689.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2001), *Boards of Directors as an Endogenously determined Institution: A Survey of the Economic Literature*, *Economic Policy Review*, 9, pp. 7-26.
- Ho, S. M. S. & Wong, K. R. (2001), *A Study of the Relationship Between Corporate Governance Structures and the Extent of Voluntary Disclosure*, *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 10, pp. 139–156.
- Holmstrom, B. & Kaplan, S. N. (2001), *Corporate Governance and Merger Activity in the United States: Making Sense of the 1980s and 1990s*, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 121–144.
- Hossain, M., Tan, L. M. & Adams, M. (1994), *Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on Kuala Lumpur Stock Exchange*, *The International Journal of Accounting*, 29, pp. 334–351.
- Htay, S., Salman, S. & Meera, A. (2013), *Let's move to "Universal Corporate Governance Theory"*, *Journal of internet Banking and Commerce*, August 2013, 18 (2), pp. 1-11.
- Hu, H., Wei, T., On Kit, M. & Tan, M. (2009), *Internal Governance Mechanisms and Firm Performance in China*, *Asia Pacific Journal of Management*, Forthcoming, janeiro.
- Inchausti, B. G. (1997), *The Influence of Company Characteristics and Accounting Regulation on Information Disclosed by Spanish Firms*, *The European Accounting Review*, 6, pp. 45–68.

- Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG), Código de Governo das Sociedades - 2014.
- Jensen, M. C. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the failure of Internal Control Systems*, *Journal of Financial* 48, pp. 831-880.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1994), *The Nature of Man*, *Journal of Applied Corporate Finance*, 7 (2), pp. 4-19.
- Kohn, A. (1995), *Por que os planos de incentivos não funcionam*. *Revista de Administração de Empresas*, 6, pp.12-19.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1999), *Corporate Ownership around the World*, *Journal of Finance*, 54 (2), pp. 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000a), *Agency problems and Dividend Policies around the Word*, *The Journal of Finance*, 558 (1), pp.1-33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000b), *Investor Protection and Corporate Governance*, *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.
- Lang, M. & Lundholm, R. (1993), *Cross-Sectional Determinant of Analyst Ratings of Corporate Disclosures*, *Journal of Accounting Research*, 31, pp.246–271.
- Lin, C., Yue, M., Malatesta, P. & Xuan, Y. (2011), *Ownership Structure and the Cost of Corporate Borrowing*, *Journal of Financial Economics*, 100.
- Marlin, D. & Geiger, S. W. (2012), *The Composition Of Corporate Boards Of Directors: Does Industry Matter?*, *Journal of Business & Economics Research*, 10 (3), pp.157-161.
- McKinnon, J. L. & Dalimunthe, L. (1993), *Voluntary Disclosure of Segment Information by Australian Diversified Companies*, *Accounting and Finance*, 33, pp. 33–50.
- McMullen, D. A. (1996), *Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committee*, *Auditing*, 15, pp. 87–103.
- Mota, N. (2003), *Ownership structure and firm performance: The Portuguese evidence*, Master of Management dissertation, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.
- Murphy, K. (1999), *Executive Compensation*, In *Handbook of Labor Economics*, 3, O. Ashenfelter and D. Card, eds., Amsterdam: North Holland.
- Nagar V., Nanda D. & Wysocki P. (2003), *Discretionary Disclosure and stock-based incentives*, *Journal of Accounting and Economics*, 34, pp. 283-309.

- OCDE (1999), *OECD Principles of Corporate Governance*, Paris, OCDE publicações.
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2006), *Firm-specific Determinants of Intangibles Reporting: Evidence from Portuguese Stock Market*, *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10 (1), pp. 11-33. DOI: 10.1108/14013380610672657.
- Oliveira, J.S., Rodrigues, L.L., and Craig, R. (2011a), *Risk-related Disclosure Practices in the Annual Reports of Portuguese Credit Institutions: An Exploratory Study*. *Journal of Banking Regulation*, 12 (2), pp. 100-118.
- Oliveira, J.S., Rodrigues, L.L., and Craig, R. (2011b), *Voluntary Risk Reporting to Enhance Institutional and Organizational Legitimacy: Evidence from Portuguese Banks*. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, forthcoming.
- Oliveira, J.S., Rodrigues, L.L., and Craig, R. (2013), *Technical Note: Company Risk-related Disclosures in a Code Law Country: A Synopsis*, *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 7 (1), pp. 123-130.
- Ousama, A. A., Fatima, A. H. & Hafiz-Majdi, A. R. (2012), *Determinants of Intellectual Capital Reporting Evidence from Annual Reports of Malaysian listed companies*. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 2 (2), pp. 119-139.
- Powell, M. e Ansic, D. (1997), *Gender Differences in Risk Behaviour in Financial Decision-making: An Experimental Analysis*, *Journal of Economic Psychology*, 18 (6), pp.605–628.
- Prowse, S. (1994), *Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms Among Large Firms in the United States, the United Kingdom, Japan and Germany*, *BIS Economics Papers*, n.º 41, pp. 1-82.
- Raheja, C. G. (2005), *Determinants of Board Size and Composition: A theory of Corporate Governance*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2), pp. 283-306.
- Shleifer, A. & Vishny, R. (1997), *A Survey on Corporate Governance*, *Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737-783.
- SICAE (2014), *Presença feminina nas empresas em Portugal*, Sistema Informativo de Classificação Portuguesa de Atividades Económica, Análise Informa D&B, Dados: portal da justiça, I.E.S., 4ª Edição, Março.
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. & Monteiro, M. (2006), *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance (IPCG).
- Singhvi, S. S. & Desai, H. B. (1971), *An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure*, *The Accounting Review*, 46, pp. 129-138.

- Smith, A. (1776), *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Electronic Classics Series Publication.
- Tricker, B. (2000), *Corporate Governance – the Subject Whose Time has Come*. *Corporate Governance: An International Review*, 8 (4), pp. 289–296.
- Turley, S. & Zaman, M. (2004), *The Corporate Governance Effects of Audit Committees*, *Journal of Management and Governance* 8, pp. 305-332.
- Wallace, W. A. (1984), *Internal Auditors Can Cut Outside CPA Costs*, *Harvard Business Review*, 62 (2), pp. 16-20.
- Wallace, R. S. O., Naser, K. & Mora, A. (1994), *The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Specific Characteristics in Spain*, *Accounting and Business Research*, 25, pp. 41–53.
- Watts, R. & Zimmerman, J. (1979), *The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses*, *The Accounting Review*, 54 (29), pp. 273-305.
- Watson, J. & Robinson, S. (2003). *Adjusting for Risk in Comparing the Performance of Male- and Female- Controlled SMEs*, *Journal of Business Venturing*, 18, pp. 773-788.
- Weimer, J. & Pape, J. C. (1999), *A Taxonomy of Systems of Corporate Governance*, *Corporate Governance: An International Review*, 7 (2), pp. 152-166.
- Raffounier, B. (1995), *The Determinants of Voluntary Financial Disclosure by Swiss Listed Companies*, *The European Accounting Review*, 4 (2), pp.261-280.
- Zingales, L. (1998), *Corporate Governance*, *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.