



Universidade de Aveiro
Ano 2014/2015

Instituto Superior de Contabilidade
e Administração de Aveiro

Rita Andreia
Pinto Vieira

**Motivações na Escolha do Modelo de Governação:
evidência nas empresas cotadas Portuguesas**



Rita Andreia
Pinto Vieira

**Motivações na Escolha do Modelo de Governação:
evidência nas empresas cotadas Portuguesas**

Dissertação apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade Ramo Auditoria, realizada sob a orientação científica da Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo, Professora Coordenadora no Instituto Superior de Contabilidade e Administração da Universidade de Aveiro e do Doutor Jonas da Silva Oliveira, Professor no ISCTE – Instituto Universitário de Lisboa.

Este trabalho é dedicado à minha família pelo seu apoio incondicional. Ao meu marido, por ter estado presente em todos os momentos que mais necessitei. Às minhas filhas pelo tempo que as privei da minha companhia. E aos meus pais, pelo exemplo dado ao longo da minha vida ensinando-me a ser feliz e a nunca desistir perante as adversidades.

o júri

presidente

Prof. Doutor. João Francisco Carvalho Sousa

Professor Adjunto da Universidade de Aveiro

Vogal- Arguente-Principal

Professora Doutora Cristina Maria Gabriel Gonçalves Góis

Professora Coordenadora do Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra

Vogal-Orientador

Professora Doutora Graça Maria do Carmo Azevedo

Professora Coordenadora s/ Agregação da Universidade de Aveiro

agradecimentos

Queria agradecer aos meus orientadores, Professora Graça Azevedo e Professor Jonas Oliveira, pois nunca me facilitaram em nada o meu percurso, obrigando-me a ser sempre ambiciosa e a trabalhar para alcançar sempre melhores resultados. Agradeço a paciência, a dedicação e as horas que dedicaram na minha orientação, horas essas, que muitas vezes, terão também sido roubadas às suas famílias. O meu muito obrigada.

palavras-chave

Governo das Sociedades; Gestão, Modelos de Governança; Mecanismos Internos e Externos de Governo das Sociedades; Teoria da Agência e dos *Stakeholders*

resumo

O presente estudo pretende identificar as motivações / razões pelas quais as empresas portuguesas com valores cotados na *Euronext*, entre os anos de 2006-2013 decidiram por um Modelo de Governança em detrimento de outro(s).

Para o efeito, pretendeu-se, em primeiro lugar, compreender e descobrir quais são os fatores que explicam a escolha efetuada entre 2006 e 2007. Um considerável número de empresas, decidiu abandonar o Modelo Latino Simples e adotar o Modelo Latino Reforçado. Em segundo lugar, procurou-se encontrar evidências empíricas que explicassem, por parte das empresas, a escolha entre o Modelo Latino e o Modelo Anglo-Saxónico, entre os períodos de 2006-2013.

Com base na literatura existente definiu-se como variáveis independentes: concentração acionista, independência do Conselho de Administração, robustez do governo das sociedades, internacionalização, dimensão, endividamento, rendibilidade do capital próprio, estrutura acionista e tipo de auditor e perfil de cotação

Recorrendo ao modelo de regressão logística (*Logit*), verificou-se uma relação negativa entre a dimensão e o Modelo Latino Reforçado, concluindo que, entre os anos de 2006 e 2007 foram as empresas de menor dimensão que mudaram do Modelo Latino Simples para o Modelo Latino Reforçado.

Relativamente ao estudo mais alargado entre os anos 2006 a 2013 (Modelo Latino vs. Modelo Anglo-Saxónico) os resultados foram mais abrangentes e encontradas mais variáveis com capacidades explicativas, todas elas com uma associação positiva: a independência do Conselho de Administração, a robustez do governo das sociedades e a presença de capitais públicos na estrutura dos capitais.

keywords

Corporate Governance; Internal and External mechanics of Corporate Governance; Agency, Theory, Stakeholder Theory

abstract

This study aims to identify the motivations / reasons why the Portuguese companies with securities listed on the *Euronext*, between the years of 2006-2013 decided by a governance model over another(s).

For this purpose, it is intended primarily to understand and find out what are the factors that explain why, between 2006 and 2007, a considerable number of companies decided to abandon the Simple Latin Model and adopt the Reinforced Latin Model. Secondly, sought to find empirical evidence to explain, why organizations choose between the Model Latino and Anglo-Saxon model, between the periods 2006-2013.

Based on existing literature we defined as independent variables: Shareholder Concentration, Independence of the Board of Directors, Corporate Governance Robustness, Internationalization, Dimension, Debt, Profitability, Shareholder Structure, Type of Auditor and Listing Status.

Using the logistic regression model (logit), we found a negative relationship between the size and Reinforced Latin Model, concluding that, between the years 2006 and 2007 were the smaller companies that have moved from Simple Latin Model for Reinforced Latin Model.

Relative to the larger study between the years 2006-2013 (Latin Model vs. Model Anglo-Saxon) the results were more comprehensive and found more variables with explanatory capabilities, all with a positive association: the Independence of Board of Directors, the Corporate Governance Robustness and the presence of public funds in the Shareholder Structure.

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Caracterização da amostra.....	59
Tabela 2 - Modelos de governação adotados pelas empresas incluídas na amostra	62
Tabela 3 - Definição das variáveis independentes	63
Tabela 4 - Matriz de correlações entre as <i>proxies</i> de concentração acionista e dimensão.....	64
Tabela 5 - Análise de componentes principais para a variável concentração acionista	66
Tabela 6 - Análise de componentes principais para a variável dimensão	67
Tabela 7 - Estatísticas descritivas.....	72
Tabela 8 - Teste à normalidade das distribuições	76
Tabela 9 - Matriz de correlações para o ano de 2006-2007	77
Tabela 10 - Matriz de correlações para os anos 2006-2013	78
Tabela 11 - Resultados do modelo de regressão logística: anos 2006-2013	79
Tabela 12 – Resultados do modelo de regressão logística: anos 2006-2007	82

Lista de Abreviaturas

AEM – Associação das Empresas Portuguesas Emitentes de Valores Cotados em Mercados;

CEO – Chief Executive Officer;

CEO – Presidente da Comissão Executiva;

CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários;

CSC – Código das Sociedades Comerciais;

EUA – Estados Unidos da América;

IOSCO – International Organization of Securities Commissions;

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico;

OPA – Ofertas Públicas de Aquisição

ROC – Revisor Oficial de Contas

ROE – Rendibilidade do Capital Próprio

RU – Reino Unido;

UE – União Europeia;

VAL – Valor Atual Líquido;

VIF – Value Inflated Factors .

Índice Geral

Agradecimentos.....	v
Resumo	vi
Abstract	vii
Índice de Tabelas.....	viii
Índice de Abreviaturas	ix
1. INTRODUÇÃO	12
2. PERSPETIVA HISTÓRICA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES	5
2.1. Conceito, evolução e utilidade	5
2.2. Desenvolvimento em Portugal	10
3. ENQUADRAMENTO TEÓRICO.....	13
3.1. Teoria da Agência	13
3.2. Teoria dos Custos de Transação.....	15
3.3. Teoria dos Stakeholders	16
3.4. A teoria institucional.....	17
4. MODELOS DE GOVERNAÇÃO	19
4.1. Modelo Anglo-Saxónico	20
4.2. Modelo Continental.....	20
4.3. Modelos de Governação em Portugal	21
5. GOVERNO DAS SOCIEDADES	23
5.1. Conceito e diferentes perspetivas de Governo das Sociedades.....	23
5.2. Governo das sociedades no contexto dos problemas de agência.....	26
5.3. Mecanismos de Governo das Sociedades	28
5.3.1. Mecanismos Internos.....	29
5.3.1.1. Conselho de Administração.....	29
5.3.1.2. Estrutura de Propriedade	32
5.3.1.3. Sistema de Remuneração	34

5.3.2. Mecanismos Externos.....	37
5.3.2.1. Controlo do Mercado de Capitais.....	37
5.3.2.2. Ambiente Legal	39
6. ESTUDO EMPÍRICO.....	41
6.1. Questões de Investigação	41
6.2. Desenvolvimento de Hipóteses	42
6.3. Metodologia	58
6.3.1. Amostra	58
6.3.2. Variável dependente	60
6.3.3. Variáveis independentes	62
6.3.4. Modelo Econométrico	69
7. RESULTADOS.....	71
7.1. Análise descritiva	71
7.2. Análise bivariada.....	74
7.3. Análise multivariada	74
7.3.1. Modelo Anglo-Saxónico versus Modelo Latino	74
7.3.2. Modelo Latino Reforçado versus Modelo Latino Simples.....	81
8. CONCLUSÕES	86
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	88

1. INTRODUÇÃO

É característica da grande maioria das empresas de grande capital, que os detentores do capital e os que detêm a autorização para atuar em seu nome esteja separado, em especial, quando a maioria das ações estão dispersas em mercados de capital e mercados de valores mobiliários. Pelo que, questões relacionadas com os meios de monitorização efetiva da gestão são particularmente relevantes (Alchian & Demsetz, 1972; Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983a).

Não apenas o capital deveria ser utilizado de acordo com os interesses dos seus detentores como, também comportamentos oportunistas pela gestão deveriam ser controlados e dentro de limites. Ao delegar as responsabilidades de gestão a profissionais, os detentores de capitais estão a ceder aos gestores acesso a informação privilegiada podendo agir em proveito próprio, negligenciando as necessidades dos acionistas (Ang, Cole & Lin, 2000).

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE, 1999, 2004) definiu alguns princípios de Governo das Sociedades, de onde se destacam: (i) a promoção de mercados transparentes e eficazes: coerentes com o Estado de direito e capazes de articular claramente as responsabilidades entre as autoridades responsáveis pela regulamentação, execução e supervisão das mesmas; (ii) a estrutura do governo das sociedades deve proteger e facilitar o exercício dos direitos dos acionistas; (iii) a garantia da equidade no tratamento dos acionistas; (iv) o reconhecimento dos direitos de outras partes envolvidas (*stakeholders*); (v) a divulgação e Transparência; e (vi) a responsabilização do Conselho de Administração.

Esta temática embora não seja recente em Portugal, parece carecer ainda de alguns estudos empíricos que procurem evidenciar a forma como as empresas portuguesas reagiram às sucessivas alterações e obrigações legais impostas pelas entidades reguladoras relativamente ao Governo das Sociedades. Parece interessante averiguar o que já tinha sido feito até então e foi possível identificar um campo de investigação ainda passível de ser estudado e analisado, em particular ao nível da identificação dos fatores que motivam – ou justificam – a opção das nossas empresas por um Modelo de Governação em detrimento de outro(s).

Assim sendo, e por parecer relevante, quer em termos académicos, quer em termos práticos, compreender as motivações das empresas na escolha dos seus modelos de governação e

consequentemente, os mecanismos de controlo do seu Governo das Sociedades, propôs-se, para período alargado de 8 anos (2006 a 2013) e para todas as empresas nacionais com valores cotados na *Euronext Lisbon*, determinar quais os fatores que justificaram as escolhas destas empresas relativamente aos seus mecanismos de controlo de Governo das Sociedades.

O presente estudo foi estruturado por forma a podermos ter em primeiro lugar, uma noção geral da evolução do conceito de Governo das Sociedades e a sua importância e utilidade, incluindo um pequeno enquadramento deste mesmo conceito na sociedade portuguesa, sem esquecer as teorias que enquadram esta temática – sendo a Teoria da Agência aquela que, segundo a grande maioria da literatura, tem assumido um maior relevo e preponderância.

Serão apresentados os diferentes modelos de governação: o Modelo Anglo-Saxónico, o Modelo Continental e ainda, o Modelo Latino previsto no Código das Sociedades Comerciais portuguesas desde a sua última revisão com o Decreto-Lei nº. 76-A/2006 de 29 de março.

Falar em Governo das Sociedades remete obrigatoriamente para o contexto do Governo das Sociedades com problemas de agência que, por existirem, levam a que as organizações criem as condições e os mecanismos necessários para que exista o maior alinhamento possível entre os interesses dos gestores e, os interesses dos acionistas. Serão apresentados no capítulo seguinte os principais mecanismos (internos e externos) usados pelas organizações para que esse alinhamento de interesses seja realizado e para evitar assim, comportamentos oportunistas que coloquem em causa o efetivo desempenho das organizações e, consequentemente, o seu valor e desempenho.

O capítulo seguinte é dedicado ao nosso estudo empírico, estudo este que tem como principais objetivos responder às duas grandes questões levantadas: dada a concentração de capital que caracteriza Portugal (La Porta, Lopes-de-Silanes & Schleifer, 1999a), será de esperar, tal como referido pela grande maioria da literatura, a adoção de um Modelo de Governação Dualista; sabendo de antemão que tal não sucede, a questão que fica por compreender é perceber quais os fatores que explicam a preferência dada pelas empresas cotadas na adoção de um dos Modelos Monistas: Latino *versus* Anglo-Saxónico.

O estudo empírico teve como amostra, as empresas nacionais (incluindo a EDP Renováveis, que muito embora de Direito espanhol, está cotada no mercado regulamentado português) entre os períodos de 2006 a 2013. Com base numa primeira análise dos dados recolhidos,

efetuou-se um estudo que identificasse os fatores que explicam o motivo das empresas terem, entre 2006 e 2007, abandonado o Modelo Latino Simples e adotado o Modelo Latino Reforçado. Numa segunda fase, procurou-se estudar os fatores que explicam a razão, para que entre 2006 e 2007, algumas empresas, tenham optado pelo Modelo Anglo-Saxónico em detrimento do Modelo Latino. Os resultados são apresentados e analisados neste mesmo capítulo. Terminamos o nosso estudo com umas breves conclusões e sugestões de futuros estudos empíricos que possam vir a ser prosseguidos.

2. PERSPETIVA HISTÓRICA DO GOVERNO DAS SOCIEDADES

Para melhor perceção e enquadramento do tema de estudo, o presente capítulo começa por abordar o conceito de Governo das Sociedades, sua evolução e utilidade. Na sequência de um conjunto de esforços levados a cabo pelos principais organismos ligados ao funcionamento dos mercados financeiros, o despertar para a questão do Governo das Sociedades ocorreu em Portugal na década dos anos 90. Devido à sua importância para o presente estudo, a evolução dos desenvolvimentos em Portugal serão também tratados neste capítulo.

2.1. Conceito, evolução e utilidade

O conceito de Governo das Sociedade é um conceito muito recente, tendo surgido não há mais do que 30-35 anos. O escândalo do *Watergate* nos EUA é usualmente considerado a origem do aparecimento e conseqüente desenvolvimento do Governo das Sociedades das últimas 4 décadas. Os estudos que daí advieram realçam o envolvimento das empresas na política americana, determinando a revisão dos sistemas de controlo interno (Petrica, 2012). A pedido da OCDE, em 1961, foi levada a cabo uma investigação sobre a literatura emergente nos EUA sobre a temática do Governo das Sociedades, tendo-se chegado à conclusão, de que, os estudos assentavam em quatro teorias: teoria da ação; teoria da administração; teoria dos parceiros sociais e a teoria política da empresa.

O debate sobre o governo das sociedades foi ganhando crescente relevo nos meios académicos e empresariais nos finais dos anos 80.

Os sucessivos escândalos financeiros, em que o mais conhecido é a falência, em dezembro de 2001, de uma das maiores empresas norte-americanas na área da energia, a Enron, seguidas de casos semelhantes como a WorldCom, a Nortel e eToys nos EUA e na Europa, a Ahold, a Parmalat e a Vivendi, fez com que, tanto na opinião pública, como nos meios académicos e nos órgãos de regulação e supervisão financeira, este assunto passasse a fazer parte da ordem do dia. Deu-se conta da falta da eficácia dos mecanismos de Governo das Sociedades então em vigor.

Para além dos escândalos financeiros que assolaram grandes empresas cotadas norte-americanas e algumas empresas de auditoria, este maior destaque foi originado também por

outros fatores, como a crise na Ásia e, mais recentemente, a recente crise financeira mundial iniciada com a queda em 2009 do Lehman Brothers nos EUA. Embora esta temática não seja recente, a verdade é que embora seja há muito defendida a necessidade de aperfeiçoar os instrumentos e de descobrir novos mecanismos, por forma a encontrar um sistema de Governo das Sociedades que minimize os custos de agência, a recente crise financeira mundial, com origem nos EUA, veio dar-lhe novo “fôlego” (Fernandes, 2014).

A OCDE (2004) define o conceito de Governo das Sociedades como o conjunto das relações entre a gestão da empresa, o seu Conselho de Administração e os seus acionistas e ainda outros *stakeholders*; fornecendo em simultâneo, a estrutura através do qual os recursos são estabelecidos, por forma a alcançar os objetivos e a monitorizar um conjunto de *performances*¹.

Analisada esta definição numa perspetiva mais restrita, o Governo das Sociedade diz respeito às relações que se estabelecem entre os administradores, os gestores e os seus acionistas, enquanto numa perspetiva mais ampla inclui a combinação de leis, regulamentações, regras e práticas usadas no setor privado, para gerar lucro na realização do capital, bem como o cumprimento das obrigações e expectativas legais e gerais da empresa (Grigorie & Simms, 1999).

As definições apresentadas, refletem objetivos gerais relacionados com o Governo das Sociedades, tais como: a atração de capital, o alcance de eficiência nas atividades, a obtenção de lucro, o cumprimento de obrigações legais e o alcance de expectativas sociais (Hopt *et al.*, 2004 *in* European Corporate Governance Conference Report, 2004, p.66).

Com a chegada do século XX, assistiu-se ao crescimento das empresas, à concentração do poder económico e, simultaneamente, à dispersão do capital. As empresas para fazerem face à globalização da economia e ao crescente aumento da procura externa (internacional),

¹ “Corporate governance 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. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate effective monitoring” (OCDE, 2004, p.11).

sentiram a necessidade de recorrer a capitais alheios e para isso, muitas empresas recorreram ao mercado de capitais e de valores mobiliários.

A expansão e deslocalização das empresas exigiram a reunião de elevados volumes de capital, conduzindo necessariamente, a uma cada vez maior separação de poderes entre a gestão e os acionistas. O crescente acréscimo da dimensão, passando a envolver cada vez maior delegação de autoridade com fluxos de informação mais complexos e dispendiosos e exigindo volumes de capitais elevadíssimos, tornou-se incompatível com o tradicional investidor único (Silva *et al.*, 2006). A possibilidade de os gestores das empresas com capital disperso decidirem de acordo com os seus próprios interesses, em detrimento dos interesses dos acionistas - de que se tem conhecimento pelo menos desde o estudo de Berle e Means (1932) - obriga à existência de mecanismos que induzam à prossecução dos fins para os quais a empresa foi criada (Fernandes, 2014).

O Governo das Sociedades lida exatamente com a forma como os financiadores e investidores dessas empresas procuram garantir o retorno dos seus financiamentos e investimentos (Schleifer & Vishny, 1997).

Desta forma, a dada altura e depois de sucessivos escândalos financeiros a nível internacional, tornou-se evidente a necessidade de criar os mecanismos necessários que procurassem evitar a expropriação das empresas e dos seus acionistas por parte dos gestores. Mas, por outro lado, autores como Grossman e Hart (1986), Hart e Moore (1990) e Hart (1995), também reconhecem que, apesar de existir consenso relativamente ao reconhecimento de que há um problema associado aos custos de agência, defendem que estes não podem de todo ser eliminados através dos modelos de governação na medida em que, há todo um conjunto de incertezas constantes associadas às assimetrias de informação e aos custos de contratação entre os financiadores/investidores de capital (*outsiders*) e os gestores (*insiders*).

A existência de um código de bom governo tem como principal objetivo fortalecer a proteção dos acionistas/investidores/*outsiders*, em especial os investidores, que pela sua posição minoritária, se encontram habitualmente mais vulneráveis aos poderes da gestão e dos acionistas maioritários, podendo neste caso, a lei ser um importante complemento a este respeito (Alves & Mendes, 2004; Alves, 2005).

Por estes motivos, é indiscutível a importância da existência de um código de boas práticas de Governo das Sociedades. Para além das vantagens óbvias apontadas, como a diminuição

dos conflitos entre acionistas, contribuindo para a agilização das relações entre acionistas e gestores obrigando a potencializar o desempenho da gestão, também há todo um conjunto de vantagens intrínsecas como a criação de valor para o acionista, a valorização da empresa (Del Brio & Maia-Ramires, 2005; Henriques, 2007) e a melhoria da sua eficiência enquanto organização (Jensen & Meckling, 1976). Consequentemente, a reputação da empresa melhora e torna-se mais atrativa para os investidores e o nível de confiança dos *stakeholders* aumenta, a prestação de contas e a difusão da informação financeira torna o negócio mais transparente, ajudando a melhorar a confiança dos mercados, reduzindo o risco do negócio e facilitando a captação de novos investimentos.

Desta forma, as empresas nacionais têm todo o interesse em cumprir, cada vez mais, as Recomendações definidas pela CMVM no Código do Governo das Sociedades. Os estudos da CMVM têm demonstrado isso mesmo, isto é, que o grau de cumprimento das Recomendações tem vindo a aumentar ao longo do tempo, ano após ano, tanto individualmente, como na globalidade das empresas. Veja-se, a este respeito, os Relatórios Anuais de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM (CMVM, 2004, 2005, 2006, 2008, 2009, 2011), para os anos, respetivamente, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008 e 2009.

Mas, também surge literatura que sugere que o Governo das Sociedades não apresenta soluções absolutas para os problemas que visa tratar. Silva *et al.* (2006) resume as limitações do Governo das Sociedades: (i) o mercado de controlo das empresas: há vários estudos (Franks & Mayer, 1996; Agrawal & Jaffe, 2003b) que demonstram que os *takeovers* (OPA's) têm uma relação fraca com o desempenho da empresa, sendo este mais impulsionado pelo fator dimensão do que pelo governo das sociedades objeto das OPA's; (ii) a independência dos administradores externos: este é um outro aspeto também sujeito a críticas, pois há algum ceticismo quanto à verdadeira independência dos administradores e consequentemente à sua capacidade fiscalizadora e de avaliação de desempenho². É colocada em causa, em especial

² Vejamos as conclusões de Góis (2007, p.322), que no seu estudo para Portugal, encontrou evidências empíricas sobre a irrelevância do nível de independência do Conselho de Administração sobre a qualidade da informação financeira. Uma das explicações apresentadas por este autor, é o facto de em Portugal ser prática generalizada nas grandes empresas cotadas, estas integrarem no seu Conselho de Administração ex-políticos que lhes asseguram uma relação com poder instituído pelas suas ligações partidária: no fundo, o que acaba por acontecer é que estes independentes não são, nem independentes, nem administradores, pelo que acabam por

quando o CEO está envolvido no processo da seleção dos administradores do conselho de administração - vejamos por exemplo o trabalho de Shivdasani e Yermack (1999); (iii) a auditoria, divulgação de informação e controlo externo pelo mercado de capitais: os mecanismos de incentivo, baseados nos resultados ou nas cotações terão falhado, não só no alinhamento dos interesses entre os gestores e os acionistas (Healy, 1985; Holthause, Larker & Sloan, 1995³; Yermack, 1997; Abody & Kasznik, 2000), como terão contribuído para a falência de outros mecanismos como a qualidade de informação divulgada (Healy & Wahlen, 1999⁴) e o respetivo controlo passivo exercido pelos analistas financeiros; (iv) a regulação e supervisão: os sucessivos escândalos financeiros que caracterizaram o final dos anos 90 são o exemplo de que, mesmo com mecanismos, ditos como reconhecidos e com supervisão de elevada exigência, estes falham. Estudos como de Vicknair, Hickman e Carnes (1993) mostram que muitas empresas com valores cotados na bolsa de Nova Iorque tinham nos seus conselhos de auditoria os chamados “administradores cinzentos” ou afiliados; (v) a influência dos acionistas com rosto: se por um lado estes acionistas acarretam a vantagem de exigir da gestão um alinhamento da estratégia da gestão com elevados níveis de desempenho, por outro lado, a concentração de capital coloca o problema da eventual exploração dos pequenos acionistas (Schleifer & Vishny, 1997); e por fim, mas não menos importante (vi) o sistema remuneratório: estes sistemas foram usados nos anos 90 como importantes mecanismos internos de alinhamento de interesses entre a gestão e os acionistas, mas falharam nos seus objetivos em prejuízo das empresas (Buck, Bruce, Main & Udueni, 2003; Cheng & Warfield, 2005; Bergstresser & Philippon, 2006; Burns & Kedia, 2006; Choe & Yin, 2006).

não exercer verdadeiras funções de supervisão e de avaliação sobre o trabalho que a equipa executiva desenvolve.

³ Estes autores, para além das suas conclusões, referenciam os resultados apresentados por Healy (1985) como a primeira evidência empírica, de que os executivos, levam a cabo um conjunto de decisões no sentido de manipular os resultados por forma a tentarem condicionar os seus contratos de compensação.

⁴ Healy e Wahlen (1999), definiram gestão de resultados, como a alteração dos relatórios de desempenho económico das empresas por parte dos gestores/*insiders*, quer para enganar algumas partes interessadas quer para influenciar os resultados contratuais.

2.2.Desenvolvimento em Portugal

Como já referimos, as preocupações para as questões relacionadas com o Governo das Sociedades surgiu em Portugal na década de 90. A liderança deste processo foi levada a cabo pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) Portuguesa, estando este organismo representado nas mais importantes instâncias financeiras e contabilísticas internacionais, como o *Internacional Organization of Securities Commissions* (IOSCO), a OCDE ou a União Europeia.

Junto com outras entidades responsáveis dos diferentes países membros da OCDE, a CMVM participou na elaboração do conjunto de princípios, que em maio de 1999 foram aprovados pela OCDE e que deram origem ao documento “*OCDE – Principles of Corporate Governance*”. Neste documento ficaram definidos: os princípios orientadores das autoridades nacionais dos diferentes países membros, a avaliação dos mecanismos legais, regulamentares e institucionais existentes a nível interno, bem como a promoção das medidas mais adequadas ao aperfeiçoamento do governo das sociedades.

No seguimento do lançamento deste documento, em outubro do mesmo ano, a CMVM aprova um conjunto de “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas”, definindo Governo das Sociedades como “*o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e do controlo das sociedades*” (CMVM, 1999, p.3). Este documento definiu 17 recomendações (de carácter facultativo) a serem seguidas pelas sociedades com valores cotados e pelos investidores institucionais, passando a ser obrigatório a inclusão no seu Relatório Anual de Gestão, a respetiva adoção ou grau de adoção das respetivas recomendações.

Contudo, o grau de cumprimento desta recomendação ficou muito abaixo do esperado, tendo a CMVM procedido em 2001, com o “Regulamento nº. 07/2001 – Governo das Sociedades Cotadas” à alteração de algumas características do documento original, sobretudo, no que se refere ao seu grau de obrigatoriedade.

No artigo 1º deste Regulamento pode ler-se:

“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”.

No fundo, as sociedades com valores cotados na Bolsa de Valores Portuguesa passam a estar obrigadas a publicar, em capítulo específico no Relatório de Gestão, ou em anexo a este, um relatório sobre as suas práticas de governo societário, informando sobre o modo e o grau de adesão às recomendações constantes dos Capítulos I a IV das “Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas”.

O Regulamento n.º 07/2001 também teve o intuito de promover a aplicabilidade das regras de bom governo mas, acima de tudo, “impor aos administradores das sociedades, abrangidas pelo diploma, determinados deveres de informação fundados, sobretudo, em preocupações da utilização de informação privilegiada (Góis, 2007, p. 287).

Já referimos que na versão original de 1999, eram apenas 17 as Recomendações da CMCM. Acontece que, desde 1999 até à presente data, têm surgido sucessivas alterações legislativas com impacto direto no governo das sociedades em geral e no governo das sociedades com valores cotados em particular:

- Decreto-Lei 76-A/2006 de 29 de março – promove profundas alterações ao Código das Sociedades Comerciais (CSC), com implicações, nomeadamente, ao nível dos deveres fiduciários dos titulares dos órgãos e dos modelos societários;
- Lei n.º 28/2009 de 19 de junho, sobre a apreciação, pela Assembleia Geral relativamente à política de Remunerações;
- Decreto-Lei n.º. 49/2010 de 19 de maio – que promove a transposição da Diretivas n.º. 2007/36/CE do Parlamento Europeu e do Conselho de 11 de julho (sobre o exercício de certos direitos dos acionistas das sociedades com valores cotados);
- Decreto-Lei n.º. 88/2011 de 20 de julho, sobre a política de remunerações nas instituições de crédito.

Na verdade, estes diplomas (entre outros), demonstram o acréscimo bem significativo do conjunto de obrigações relacionadas com a governação societária em geral das empresas portuguesas e, muito em particular, com as sociedades com valores cotados.

Seria de esperar que, face a este acréscimo de reformas legislativas relativamente recentes, se tivesse assistido a alguma estabilização (ou até mesmo redução) das Recomendações definidas pela CMVM. No entanto, sucedeu exatamente o oposto (Católica-Lisbon Business Scholl, 2013). Se, em 1999 tínhamos 17 Recomendações, atualmente o Código do Governo das Sociedades inclui 54 Recomendações.

3. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

O paradigma da abordagem dos custos de agência, descrito por Jensen (1986) aplica-se a esta temática. Jensen e Meckling (1976, p.308) definem um relacionamento de agência como “*um contrato onde uma ou mais pessoas – o principal – contrata outra pessoa – o agente – para desempenhar alguma tarefa em seu favor, envolvendo a delegação de autoridade para tomada de decisão pelo agente*”. Segundo os autores, se ambas as partes agem tendo em vista a maximização das suas utilidades pessoais, existe uma boa razão para acreditar que o agente não agirá sempre no melhor interesse do principal. Sob esta ótica considera-se que o fluxo de caixa livre é prejudicial à empresa, devido ao conflito entre gestores e acionistas, denominando-se este como o problema de agência dos gestores. Os gestores desejam reter o fluxo de caixa livre para investir em projetos que aumentam o seu bem-estar pessoal, sob a forma de maior compensação, poder ou reputação. Já os acionistas desejam que o fluxo de caixa livre seja distribuído, uma vez que a maioria dos projetos, que aumentam o seu bem-estar, seriam compostos por projetos com Valor Atual Líquido (VAL) negativo.

Em resumo, Jensen (1986) argumenta que um maior endividamento da empresa e o conseqüente comprometimento dos gestores com a distribuição regular de fluxos de caixa diminuiriam o problema do fluxo de caixa livre e, dessa forma, mitigariam os danos causados pelo conflito de interesses entre acionistas e gestores, aumentando o valor para os acionistas.

3.1. Teoria da Agência

É do conhecimento geral que quem detém a empresa, não é necessariamente a mesma entidade que a controla e gere. Segundo Jensen e Meckling (1976), nenhum indivíduo pode desejar maximizar uma função que não seja a sua, pois o seu comportamento está fundamentado no conjunto das suas preferências e objetivos pessoais. O problema da agência foi primeiramente analisado por estes autores, tendo recebido contribuições importantes com os trabalhos desenvolvidos por Fama e Jensen (1983a, 1983b).

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato onde, uma ou mais pessoas (principal) emprega outra pessoa (agente) para realizar algum serviço ou trabalho em seu favor, envolvendo a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. Dizem ainda, que se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, então existe

uma boa razão para acreditar que o agente não irá atuar sempre em conformidade com os interesses do principal.

O que Teoria da Agência preconiza, é que os custos advêm do problema que ocorre quando os gestores e os acionistas não possuem os mesmos interesses. Os gestores, estando à frente da empresa, tomam decisões que têm por base não a maximização do valor da empresa, mas sim da sua utilidade pessoal.

Mas, mesmo sendo estas relações, geralmente definidas através de um contrato entre as partes (Jensen & Meckling, 1976), o principal (acionista) não possui informação suficiente e completa sobre os mais variados aspectos que afetam o negócio e nem tem forma de saber se o agente (gestor) atua em sua representação. Além disso, nenhum contrato é completo o suficiente para poder prever todo o conjunto de situações e cenários futuros. Por fim, os acionistas não são qualificados ou, não detêm a informação necessária, para decidir em determinadas situações, pelo que, contratam os gestores/administradores (Schleifer & Vishny, 1997).

Outros autores também contribuíram para o enriquecimento da teoria da agência (Fama, 1980; Lambert, 1986; Schleifer & Vishny, 1997; Villalonga & Amit, 2004). De acordo com Fama (1980), a presença de um gestor, ele próprio acionista majoritário, pode ser fonte de um custo de agência pelo que, os investidores externos - tendo noção de que um gestor acionista poderá tomar decisões em seu benefício pessoal - estarão dispostos a pagar pelas ações um preço que reflita, os custos de monitorização e o efeito das divergências entre os seus interesses e os interesses do gestor/proprietário. Este autor refere ainda, que a concorrência entre os diferentes gestores também condiciona os custos de agência, já que os custos de agência estão diretamente relacionados com o custo de substituir o gestor.

Lambert (1986) estuda a problemática dos custos de agência associados à rejeição por parte da gestão de projetos mais arriscados - embora estes pudessem até ser, numa perspetiva de médio e longo prazo, mais interessantes para os acionistas. Uma das grandes questões associadas aos problemas de agência é exatamente o risco que os investidores têm em não terem forma de garantir que os recursos financeiros não são expropriados ou canalizados para projetos pouco atrativos (Schleifer & Vishny, 1997).

Villalonga e Amit (2004) enriqueceram a literatura sobre o Governo das Sociedades ao evidenciarem que os conflitos de interesses, em empresas familiares, são bem mais complexos dada a presença de acionistas familiares e não familiares. Se o acionista familiar

detiver o controle da empresa e for o responsável pela sua gestão, então os custos de agência serão mais complexos devido ao resultado das suas decisões, pois tenderão a beneficiá-lo em detrimento de outros sócios minoritários (Fama & Jensen, 1983).

Neste contexto, a teoria da agência visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, separação essa que origina assimetria de informação, riscos e outros problemas pertinentes relativamente à relação principal-agente. Assim sendo, a ideia base do Governo das Sociedades reside na procura - por parte dos acionistas, *stakeholders* e respetivos gestores – da melhor forma de minimização da perda do valor da empresa, fruto da separação da propriedade do controle da empresa, procurando estabelecer limites de controlo dos acionistas sobre os administradores.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer e Vishny (2000) foram mais longe ao argumentarem que Governo das Sociedades, é em larga medida, um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem das expropriações dos gestores e dos acionistas maioritários e internos. E a questão levantada por estes autores, volta a remeter-nos novamente para os problemas e custos de agência tão bem descritos por Jensen e Meckling (1976).

A pesquisa efetuada em torno da relação entre controlo e propriedade no âmbito do Governo das Sociedades, cresceu imenso nos últimos anos (Spira, 2002). Este crescente interesse pela investigação desta temática não se fez sentir apenas nos EUA, onde esta questão está já bem enraizada nas temáticas de investigação na área da administração mas, também, na própria Europa (Grtraunthaler, Lukács & Steller, 2008).

Mas, dada a visão limitada que a teoria da agência oferece de uma organização e dadas as implicações assumidas relativamente aos comportamentos oportunistas que podem ser controlados através de incentivos e mecanismos de controlo, tanto os pressupostos subjacentes, como a abordagem teórica desta teoria também foram alvo de críticas por autores com Donaldson (1990), Muth e Donaldson (1998) e O`Sullivan (2000).

3.2. Teoria dos Custos de Transação

A teoria da agência de Jensen e Merkeling (1976) enquadra a empresa como um *nexus* de contratos. Contudo, também será relevante referir que a teoria dos custos de transação assume que os contratos, dada a racionalidade limitada dos contraentes, são necessariamente

incompletos (Williamson, 1988). Desta forma, Cunha (2005) considera que esta racionalidade limitada pode e deve ser entendida como a limitação associada à incapacidade de qualquer agente económico prever e descrever todas as contingências que possam vir a ocorrer no futuro, pelo que, os contratos serão sempre incompletos e inviáveis, permitindo a existência de atitudes oportunistas de ambas as partes.

3.3. Teoria dos Stakeholders

A teoria do *Stakeholders* baseia-se no princípio de que a responsabilidade ou objetivo da gestão não é maximizar o sucesso financeiro da empresa, mas assegurar a sua sobrevivência ao balancear e gerir os diferentes conflitos de interesse dos vários *stakeholders*⁵ (Anggusti *et al.*, 2015). A empresa deve ser gerida a pensar nos benefícios dos *stakeholders*: clientes, fornecedores, acionistas, trabalhadores e comunidade local. Os direitos deste grupo devem ser assegurados e o grupo deve participar, de alguma forma, nas decisões substanciais que afetam o seu benefício e bem-estar.

Alguns autores defendem que a empresa tem que, acima de tudo, defender os interesses dos acionistas. Vejamos. Alchian e Demsetz (1972) argumentam que a supervisão quando realizada por um proprietário-gestor, reduz os problemas associados a comportamentos oportunistas. Sundaram e Inkpen (2004) afirmam que os *stakeholders* não sendo acionistas, já estão protegidos legalmente e usufruem de benefícios contratuais, o que não sucede com os acionistas. Jensen (2001) e Sundaram e Inkpen (2004) defendem que a maximização do valor da empresa é um objetivo claro e sucinto, não sujeito a problemas de dúvidas na administração.

Mas, estes mesmos autores, defensores da maximização do lucro da riqueza dos acionistas, também conseguem apontar fraquezas nesta mesma abordagem. Sundaram e Inkpen (2004) salientam a possibilidade dos gestores transferirem riqueza para os acionistas, ignorando a importância da maximização do valor da empresa. Jensen (2001) refere que se a empresa,

⁵ A definição mais comumente usada na literatura para o termo *stakeholder* é o apresentado por Freeman (1984), segundo o qual *stakeholder*, é qualquer indivíduo ou grupo que possa afetar a obtenção dos objetivos organizacionais ou que é afetado pelo processo de buscas destes mesmos objetivos.

seguindo esta linha de pensamento prejudicar um *stakeholder* importante, corre o risco de prejudicar a maximização do valor da empresa. E nesta mesma linha de pensamento, Breasley, Myers e Allen (2008, p.23) referem: “*as empresas com clientes insatisfeitos e uma força de trabalho descontente acabam, provavelmente diminuindo os seus lucros e o preço das suas ações.*”

Os defensores da teoria dos *stakeholders* apresentam diversos argumentos favoráveis, tais como, a necessidade dos administradores reconhecerem a influência dos diferentes grupos envolvidos com a organização (Donaldson & Preston, 1995) e, de que, não é possível que as empresas sobrevivam, se não distribuírem aos diferentes grupos de interesses que dela fizeram parte, uma parte do valor criado (Camphell, 1997).

3.4. A Teoria Institucional

A teoria institucional tem sido usada na explicação das práticas contabilísticas e divulgações voluntárias. Guerreiro *et al.* (2012), por exemplo, usaram um quadro teórico baseado na teoria institucional para analisar os fatores organizacionais e ambientais que condicionam a adoção voluntária das IFRS pelas maiores empresas Portuguesas. De forma similar, Rodrigues e Craig (2007) verificaram que a convergência (isomorfismo) com as IFRS ocorre se as instituições acreditam que tal convergência (homogeneização) é o melhor caminho para elas.

DiMaggio e Powell (1983) afirmam que há dois tipos de isomorfismo: a) isomorfismo competitivo; b) isomorfismo institucional. Isomorfismo competitivo enfatiza a influência da concorrência de mercado nas práticas, políticas e decisões das empresas. É relevante na presença de livre concorrência. Se os *stakeholders* relevantes (por exemplo, no mercado de capitais) exigem modelos de governação que estejam alinhados com as práticas de alguns países, tal fornece um incentivo à adoção de modelos de governação e estruturas organizacionais específicas. Contudo, este conceito necessita de ser complementado com uma visão institucional do isomorfismo.

Para DiMaggio e Powell (1983), o conceito de isomorfismo institucional é útil na compreensão da moderna dinâmica organizacional. As mudanças isomórficas ocorrem através de mecanismos de isomorfismo coercivo, normativo e/ou mimético.

O isomorfismo coercivo está relacionado com as relações de poder e política. Tem a ver com a forma como os *stakeholders* relevantes exercem pressão nas organizações para a proteção

de determinadas práticas. O isomorfismo normativo deriva de requisitos educacionais e profissionais relacionados com determinadas profissões que promovem a prática de valores e atitudes comuns. O isomorfismo mimético ocorre quando as empresas lidam com a incerteza e adaptam estruturas internas, processos e procedimentos semelhantes a outras organizações consideradas seguras, de confiança, sólidas e, portanto, legitimadas.

Estas três formas de isomorfismo institucional podem operar de forma simultânea, sendo difícil identificar qual das três é a mais importante. Contudo, quando consideradas em conjunto, o isomorfismo coercivo, normativo e mimético parece igualmente fornecer incentivos para que uma organização adote um modelo de governação específico.

4. MODELOS DE GOVERNAÇÃO

A literatura económica (Roe, 1993; Pistor, 2004) identifica dois principais tipos de mercados que fazem distinguir os principais modelos de governo das sociedades: financiamento com controle acionista por parte dos mercados de capitais (centrado no mercado) e financiamento da dívida com controle por parte dos bancos (centrado no investidor relacional).

Os sistemas centrados no mercado são encontrados principalmente em países de direito comum, como os EUA e o Reino Unido. Eles dependem fortemente de mecanismos de acompanhamento relacionados com o mercado e têm incentivos subjacentes e técnicas disciplinares destinadas a alcançar elevados níveis de desempenho da gestão. Além disso, os sistemas centrados no mercado são caracterizados pela dispersão de capital, têm participação amplamente espalhada e os mercados financeiros são consistentes.

Em contraste com os sistemas centrados no mercado, os sistemas de investidores relacionais, caracterizam-se pelo controlo de alianças internas e por negociações ténues e fracas entre participações não controladoras, estando mais presentes na Alemanha e no Japão.

Uma característica importante dos sistemas de investidores relacionais é a presença de importantes bancos, de famílias, de instituições e participações interempresariais (Faccio & Lang, 2002). Caracterizam-se pela presença de empresas com rácios da dívida de capital elevados, com relações estreitas com os bancos e, em algumas situações, por empresas detidas pelo Estado ou entidades estatais. Acredita-se que o acionista controlador ou o proprietário dominante pode ajudar a atenuar os problemas de agência e ser um substituto ou complemento do mercado no controle corporativo (Jensen, 1986; Schleifer & Vishny, 1986 e Mikkelson & Partch, 1997).

Associados a estes dois principais tipos de mercados estão dois grandes modelos a nível internacional: O Modelo Anglo-Saxónico e o Modelo Continental. Monteiro (2004) afirma que os modelos de governação podem ser classificados em dois sistemas de governo das sociedades: o Sistema Anglo-Saxónico, ou de controlo externo/de mercado, presente nos EUA e no Reino Unido e o Sistema Continental, também designado por sistema de controlo interno, predominantemente utilizado na Alemanha e no Japão e em muitos países da Europa Central.

Segundo Abreu (2010), o que distingue estas duas estruturas orgânicas é a capacidade de determinar se existe ou não separação das funções de administração das funções de

supervisão. Aos sistemas de governação, em que num mesmo órgão estão presentes as funções de administração e funções de supervisão, designa-se por Sistema Monista ou Modelo Anglo-Saxónico e aos sistemas de governo das sociedades, em que ambas as funções estão entregues a órgãos distintos, designa-se por Sistema Dualista ou Modelo Continental.

4.1. Modelo Anglo-Saxónico

Tradicionalmente, no Modelo Anglo-Saxónico, o conceito corporativo está baseado numa relação fiduciária entre o acionista e o gestor e assente em princípios de capitalismo fundado na crença, de que o interesse próprio e a descentralização do mercado podem funcionar numa autorregulação equilibrada do próprio mercado (Cernat, 2010).

Os sistemas de governo das sociedades Anglo-Saxónicas são caracterizados por dispersão de capital e ampla delegação na gestão de responsabilidades corporativas. No Reino Unido e nos Estados Unidos - países onde este modelo predomina - não só existem poucos grandes acionistas, como também a diferença de participação entre eles não é significativamente diferente, dando origem à possibilidade de um controlo efetivo através de coligações, mas não por acionistas individualmente (Becht & Mayer, 2001; Blair, 1995). Apesar da propriedade e de controlo estarem separados, os acionistas minoritários gozam de proteção devido às infraestruturas, não apenas legais, como aos mercados de capitais altamente desenvolvidos em sistemas orientados para o mercado.

4.2. Modelo Continental

A situação na Europa Continental é um pouco diferente. O princípio subjacente do sistema de governo das sociedades Continental assenta na teoria dos *stakeholders* - o modelo capitalista Continental considera, não só os interesses dos acionistas, mas também o contributo das partes interessadas relevantes (Cernat, 2010).

Ao contrário do Modelo Anglo-Saxónico, o Modelo Continental assenta o seu modelo de governo de sociedades em dois órgãos essenciais: o conselho executivo de administração e o conselho geral de supervisão. Como neste modelo há uma clara separação entre a função gestão, entregue ao conselho executivo de administração e a função supervisora, entregue ao conselho geral de supervisão, o Modelo Continental é também conhecido e designando por Modelo Dualista.

Ao contrário do sistema anglo-saxónico, no Modelo Continental os bancos assumem um papel proeminente na própria estrutura da propriedade e respetivo controlo corporativo. É comum no Modelo Continental os bancos possuírem proporções significativas de ações nas suas carteiras e que lhes permitem controlar parte da atividade económica dos seus principais clientes, sendo usual, vermos representantes seus nos Conselhos de Administração das empresas onde são importantes credores. Através desta forma organizacional e pela interação bancária, a empresa cria um ambiente económico mais seguro e de maior transparência que lhe permite alcançar maiores lucros no longo prazo - em oposição à visão de curto prazo imposto por mercados de ações em empresas anglo-saxónicas (Smyser, 1992; Albert, 1993 citados por Cernet, 2004). Além disso, os bancos estão autorizados a conduzir os negócios de todos os ramos da banca (banca universal), ao contrário dos países anglo-saxónicos em que determinadas atividades bancárias estão estritamente separadas (Albert, 1993).

Cernet (2004) vê em ambas as características, as razões pelas quais as instituições de crédito – enquanto fonte de financiamento para futuros investimentos - são mais atrativas do que os próprios mercados de valores mobiliários e por este mesmo motivo, é que no Modelo Continental, as *takeovers* hostis são mais difíceis de acontecer. Mas, ainda segundo o mesmo autor (Cernat, 2004), no que diz respeito às características de governo das sociedades em matéria de capital, os países Anglo-saxónicos são conhecidos por oferecer mecanismos bem desenvolvidos.

4.3. Modelos de Governação em Portugal

O atual quadro legislativo português, permite a adoção de três estruturas de Administração e Fiscalização (Art. 278º do CSC):

- a) Conselho de Administração e Conselho Fiscal (em casos previstos na lei prevê um Conselho de Administração com um só administrador e um Fiscal Único); ou Conselho de Administração e um Revisor Oficial de Contas que obrigatoriamente, não pertencerá ao Conselho Fiscal;
- b) Conselho de Administração, que inclui uma Comissão de Auditoria e ROC;
- c) Conselho de Administração Executivo, Conselho Geral de Supervisão e ROC.

Alves e Vicente (2013) concluem que Portugal, Itália, Brasil e, outros países da América Latina, têm usado modelos que diferem do Modelo Continental e do Modelo Anglo-Saxónico – o designado e referido por vários autores como o Modelo Latino. Segundo estes autores, nos países referidos, o designado Modelo Latino tem prevalecido ao longo dos últimos anos.

O Modelo Latino está presente na forma de organização apresentada na alínea a): quando estamos perante um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal ou Fiscal Único falamos em Modelo Latino Simples, mas quando as empresas optam por um ROC externo à empresa, estamos perante o Modelo Latino Reforçado (Alves & Vicente, 2013).

O Modelo Anglo-Saxónico (monista) e o Modelo Dualista estão previstos na forma de organização das alíneas b) e c), respetivamente.

5. GOVERNO DAS SOCIEDADES

5.1. Conceito e diferentes perspectivas de Governo das Sociedades

Friedman (1962) defende claramente um contexto de capitalismo e de mercado livre em que uma organização empresarial tem como principal meta, gerar objetivos económicos para os acionistas, significando isto, que a única responsabilidade social do negócio - que utiliza os recursos da empresa nas suas atividades – é a maximização do lucro.

Contudo, esta visão teve opositores. Freeman (1984) ofereceu uma alternativa à teoria de Friedman. Segundo a sua perspectiva, Friedman errou ao assumir que a responsabilidade social da empresa pressupunha garantir que a gestão agiria fiduciariamente em função dos interesses dos acionistas. Este autor defende que a sustentabilidade do negócio pode acontecer a longo prazo se a organização for capaz de providenciar uma resposta às necessidades dos *stakeholders*⁶ - fornecendo-lhes o que eles pretendem. Esta perspectiva olha para a empresa, não como um mecanismo de aumentar apenas os retornos financeiros dos acionistas, mas também, como um veículo de coordenação dos interesses dos *stakeholders* e veem a gestão, como tendo uma responsabilidade fiduciária, não apenas para com os acionistas, mas também para com os *stakeholders* (Anggusti *et al.*, 2015).

O conceito de Governo das Sociedades pode e é usado frequentemente em diversas áreas científicas - todas elas relacionadas com o estudo das organizações. Mas, a verdade, é que a sua definição não é consensual e parece estar longe disso.

Governo das Sociedades é em larga medida, um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem das expropriações dos gestores e dos acionistas maioritários e internos (*insiders*) (La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer & Vishny, 1997; La Porta *et al.*, 2000). Este conceito de expropriação pode ser interpretado em dois sentidos: num primeiro, quando os acionistas maioritários se apoderam dos lucros e, num segundo sentido, quando através de outras empresas ou através dos sócios maioritários controlam a

⁶ Freeman (1984, p.5) define stakeholder “any group or individual who is affected by or can affect the achievement of an organization’s objectives”.

gestão, fazendo transferências de bens e serviços a preços abaixo do mercado. Na mesma linha de pensamento Denis e McConnell (2003, p.2) definem como,

“[...] corporate governance as the mechanisms-both institutional and market-based-that induce the self-interested controllers of company (those that make decisions regarding how the company will be operated) to make decision to maximize the value of the company to its owners (the suppliers of capital).”

John e Senbet (1998, p.372) propõem uma definição mais abrangente: *“Corporate Governance deals with mechanism by which stakeholders of a corporate exercise control over corporate insiders and managers such that their interests are protected”*. Na mesma linha de pensamento, temos Monks e Minow (2001, p. XVIII): *“Corporate Governance is the relationship among participants (chief executive officers (CEO), managers, shareholders, employers) in determining the direction and performance of corporation”*. Também Caramanolis-Cötelli (1995), interpreta Governo das Sociedades como a distribuição equitativa entre os *insiders* e *outsiders*. Outro conceito muito próximo deste último está o de Blair (1995, p. 3), que apresenta Governo das Sociedades como : *“[...] the whole set of legal, cultural and institutional arrangements that determinate what public can do, who control them, how that control is exercised and how the risk and return from the activities they undertake are allocated”*.

Conforme Tirole (2001, p. 3) *“the traditional shareholder approach is too narrow a view of an economic analysis of corporate governance [...] as the design of institutional that induce or force management do internalize the welfare of the stakeholders”*.

Todas estas definições têm algo em comum, quer de forma implícita, quer de forma explícita. Todas referem a existência de conflito de interesses entre *insiders* e *outsiders* com ênfase nos conflitos provocados pela separação de propriedade e do controle aquando da repartição da riqueza e do valor criado pela empresa (Farinha, 2003). No entanto, têm em comum a ideia de que existe uma questão de partilha de poder e de resultados na empresa. Considera que o objetivo do Governo das Sociedades é garantir e assegurar que estas são constantemente geridas, para que os objetivos para o qual as empresas foram criadas são alcançados (Fernandes, 2014).

A grande divergência destas definições coloca-se na determinação de quais os objetivos que os gestores devem contemplar: apenas os interesses dos acionistas ou também os interesses

dos demais *stakeholders* (Fernandes, 2014). E aqui há diferentes perspectivas e autores com opiniões diferentes.

Schleifer e Vishny (1997) defendem que os acionistas estão sujeitos a elevados custos de agência, uma vez que, são estes que realizam os chamados *sunk costs*⁷. Argumentam que são os acionistas que mais proteção necessitam face à gestão pois, os seus benefícios são residuais e as empresas após estes investimentos iniciais de que tanto necessitam, geralmente tendem a esquecer-se dos interesses dos acionistas, ao contrário dos *stakeholders* que acabam por estar protegidos por contratos específicos. Em situações de rutura, em que a empresa entra em processo de insolvência ou de dissolução, primeiro são remunerados e recompensados os credores e todos os que detiverem direitos sobre a empresa, sendo os acionistas, os últimos a serem remunerados (Silva *et al.*, 2006). Há o reconhecimento de que não existem contratos completos e perfeitos, que eliminem por completo a possibilidade de expropriação dos *stakeholders* (Nassreddine & Anis, 2012).

Tirole (2001) considera que a análise tradicional, que defende que a criação de valor se deve focar apenas nos interesses dos acionistas, é uma visão demasiado limitada para a análise do Governo das Sociedades. Schmidt (1997) designa esta perspectiva restritiva por “*shareholders orientations*”, considerando que é importante conceber-se uma análise mais abrangente. Designa esta análise mais abrangente por “*stakeholder orientation*”, *i.e.*, que inclua mecanismos que prevejam e obriguem os gestores a ter em consideração os interesses, não só dos acionistas, mas também dos *stakeholders*.

Segundo estas diferentes perspectivas, Lane (2003) distingue duas abordagens de Governo das Sociedades:

- uma primeira abordagem, que analisa a relação entre os financiadores das empresas e a sua gestão, ou seja, entre as relações dos acionistas principais e os gestores, sendo que o objetivo do Governo das Sociedades está em assegurar o máximo de retorno aos investidores/acionistas majoritários;

⁷ São custos afundados que correspondem aos custos iniciais, considerados irrecuperáveis, e por isso, também chamados de custos afundados ou incorridos (*sunk costs*, em inglês), são recursos empregues na construção de ativos que, uma vez realizados, não podem ser recuperados em qualquer grau significante. Ou seja, o custo de oportunidade desses recursos, uma vez empregues é próximo de zero.

- e uma segunda abordagem, que diz respeito à defesa dos interesses dos *stakeholders*, focando-se assim no conjunto de relações formais e informais que determinam a forma como o controlo da empresa é exercido dentro das organizações, por forma a garantir a maximização do valor da mesma e determinar, a forma como os riscos e os benefícios são distribuídos pelos diferentes *stakeholders*.

A ideia subjacente é procurar, não apenas garantir a defesa dos direitos dos acionistas, mas também os direitos de todo um conjunto de entidades com quem a empresa estabelece relações.

5.2. Governo das sociedades no contexto dos problemas de agência

O crescimento da dimensão das empresas num contexto de globalização, que originou a deslocalização física de unidades fabris e exigiu elevados volumes de capital, conduziu à obrigatória separação de propriedade (*acionista/outsider*) da gestão (*controlo/insider*).

Mas mesmo num contexto de custos de agência, a verdade é que também existem ao nível do desenvolvimento da atividade empresarial vantagens nesta separação, como por exemplo: a diversificação do risco nos investidores; a participação dos acionistas nos resultados da atividade empresarial, (mesmo sem possuírem conhecimentos técnicos e competências empresariais) e ainda a possibilidade de gestores altamente competentes, perante a ausência de capitais próprios, poderem recorrer a capitais alheios para levarem a cabo projetos rentáveis (Silva *et al.*, 2006).

Claro que esta separação de propriedade e de controlo, associada aos conflitos de interesses provenientes de agentes diferentes, *gestores/insiders* e *acionistas/outsider*, acarreta consequências ao nível do funcionamento das empresas (Jensen & Meckling, 1976). Um dos principais problemas associados à dispersão de capital é a arbitrariedade na tomada de decisão por parte da gestão, que resulta da dificuldade de controlo da equipa de gestão por parte dos acionistas e da respetiva assimetria de informação subjacente a esta situação (Silva *et al.*, 2006). Gillan e Stark (2003) argumentam que os custos de agência existem acima de tudo por dois grandes motivos: os objetivos e interesses dos diferentes agentes e intervenientes são diferentes e, além disso, a informação é imperfeita, o que significa, que existe assimetria de informação sobre as ações, conhecimentos e preferências dos demais participantes. A assimetria de informação resulta da delegação dos poderes de gestão a

profissionais de administração, que atuando estes últimos como líderes operacionais da empresa, acabam por possuir informações bem mais relevantes do que as detidas pelos acionistas.

Os *insiders* possuem os incentivos para esconder o poder que têm em obter benefícios próprios através da sua gestão em detrimento dos interesses dos *outsiders*, porque se os mesmos forem detetados, os *outsiders* muito provavelmente assumirão medidas disciplinadoras contra a gestão (Zingales, 1994; Schliefer & Vishny, 1997). Por exemplo, os gestores e os acionistas majoritários mais presentes na gestão da empresa, têm todos os incentivos para contornar a informação e o reporte financeiro, para mascarar o verdadeiro nível de performance da empresa e esconder a capacidade que possuem para gerir em seu próprio benefício (Luez, Nanda & Wysocki, 2003).

De acordo com os modelos de administração, os gestores têm incentivos para assumirem comportamentos oportunistas (Oliveira, Rodrigues & Craig, 2013), pelo que é muito provável que estes venham a reter informação relevante e manipulem os relatórios em seu proveito, reportando informação deturpada por forma a maximizar, a curto prazo, a performance financeira da empresa, *i.e.*, lucros, ganhos por ação, preço atual da ação (Latham & Jacob, 2000; Jensen, 2002).

Agindo desta forma, os gestores conseguirão aumentar a sua riqueza, em detrimento da riqueza dos acionistas e dos *stakeholders*. E, se estes se destacarem das estratégias focadas na maximização do valor da empresa, os gestores irão acabar por destruir, a longo-prazo, a capacidade de criação de valor (Jensen, 2002; Danielson, Heck & Shaffer, 2008). Desta forma, os contratos serão idealizados (embora dada a complexidade de se prever todo um conjunto de situações se venham a revelar incompletos (Nassreddine & Anis, 2012), os sistemas de monitorização serão promovidos e serão criados incentivos, por forma a garantir o fluxo de informação sobre os riscos de exposição e os riscos das atividades da gestão. O objetivo será a redução das incertezas, o alinhamento dos interesses e a monitorização dos comportamentos oportunistas da gestão via maximização, a curto prazo, dos lucros (Linsmeier, Thornton, Venkatachalam & Welker, 2002; Benson & Davidson, 2010).

Poderá ser relevante questionar, qual - segundo a literatura existente - dos sistemas de governo das sociedades aquele que melhor soluciona ou lida com os problemas de agência. Segundo Schleifer e Vishny (1997), o melhor sistema de Governo das Sociedades é aquele que combinar alguns investidores de maior escala, com investidores de menor dimensão

mas, cujos direitos de ambos, estejam legalmente protegidos. Na verdade, segundo estes autores, as organizações com sucesso em economias de mercado, tais com as dos EUA, a Alemanha e o Japão, são governadas por diferentes combinações de proteções legais com características muito diferentes ao nível da concentração de capital. Encontramos explicação para este fenómeno no facto destas economias possuírem elementos essenciais de bons sistemas de governo das sociedades, assentes em mecanismos legais de forte proteção, embora, as evidências disponíveis não permitam determinar qual dos dois é melhor.

5.3.Mecanismos de Governo das Sociedades

Já vimos anteriormente - e com base na definição apresentada pela OCDE (2004) e autores como Grigorie e Simms (1999) - que Governo das Sociedade diz respeito, não só às relações que se estabelecem entre os diretores executivos das empresas, os gestores e os seus acionistas dentro das organizações, como também, às relações de interesse com os parceiros da organização e ainda, ao cumprimento de um quadro legal existente.

Sendo assim, é possível distinguir mecanismos internos de controlo, de mecanismo externos de controlo (Denis & McConnell, 2003; Farinha, 2003). Petrica (2013), de forma mais abrangente, faz a mesma distinção ao identificar, dentro do conceito de Governo das Sociedades, duas componentes:

- a comportamental, associada e relacionada com as relações que se estabelecem entre os gestores das empresas, acionistas, trabalhadores, credores, clientes, fornecedores, Estado e os demais variados grupos de interesse;
- a normativa, que envolve a estrutura regulamentar baseada nas diferentes relações e comportamentos que são levadas a cabo (regras empresariais, leis dos mercados de capitais e dos valores mobiliários, leis e regras de falências, etc.).

A gestão do risco, ao criar um sistema eficiente de controlo baseado na observação de políticas e códigos de Governo das Sociedades, é usada para garantir a integridade, honestidade e transparência em termos de performance, assumindo aqui a auditoria interna, um elemento essencial nesta monitorização (Institute of Internal Auditors, 2009).

A existência de dois modelos de governação conduziu a dois mecanismos de governo das sociedades - mecanismos criados para controlar e monitorizar todos os problemas já referidos e associados aos custos de agência: o modelo de mercado (*the outsider control*) -

associado ao Modelo Anglo-Saxónico, mais presente nos EUA e no Reino Unido - e o modelo de controlo interno (*the inside control*) - associado ao Modelo Continental usado na Europa (Gstraunthaler, *et al.*, 2008).

Enquanto no Modelo Anglo-Saxónico, por exemplo, através de Ofertas Públicas de Aquisição o mercado avalia a atuação dos gestores, no Modelo Continental o mecanismo de controlo existente é interno, já que o Conselho de Administração assume, em nome dos acionistas, as funções de supervisão da atuação dos gestores.

5.3.1. Mecanismos Internos

Alguns autores mais especializados no campo do controlo ou mecanismos internos do Governo das Sociedades, dão mais ênfase a alguns mecanismo do que a outros: Horngen e Foster (1991) destacam o sistema de controlo de gestão, como o meio pelo qual é reunida a informação que permitirá assistir e coordenar o processo de tomada de monitorização e de decisão dentro da organização; Florin e Carmen (2013) destacam o contributo dado por Vancil (1978), sobre a temática do sistema de controlo interno, pois este autor abordou alguns do problemas chave na questão do controlo, tais como a necessidade de criar as melhores estruturas organizacionais que permitam a gestão de dois “elementos de conflitos”, *i.e.* a necessidade de eficiência, promovida pela centralização e a necessidade de ajustamento, promovida pela descentralização.

Dentro dos mecanismos internos destacam-se o Conselho de Administração, a estrutura do capital/propriedade e por último, o sistema de remuneração dos gestores.

5.3.1.1. Conselho de Administração

O Conselho de Administração, enquanto mecanismo de governo de primeira ordem, está situado no vértice dos sistemas internos de controlo (Jensen, 1993). O Conselho de Administração está basicamente centrado na supervisão de todos os aspetos relacionados com as questões financeiras e de gestão. O que permite ao Conselho de Administração cumprir estas funções, são os seus conhecimentos de gestão e de negócio e a sua capacidade de acesso à informação – garantida por lei.

A estrutura e funcionamento do Conselho de Administração é um elemento essencial em qualquer sistema de governo das sociedades. Fama (1980) e Fama e Jensen (1983b)

consideram-no um importantíssimo mecanismo interno de Governo das Sociedades. Mas, na ausência de um mercado financeiro forte, será este sistema de controlo assente num Conselho de Administração, (junto com um Auditor ou uma Comissão de Auditoria), um meio eficaz de monitorização da gestão?

O Conselho de Administração é um mecanismo institucionalizado e desenhado para supervisionar a gestão como um agente do acionista, sendo um mecanismo de controlo bastante visível e com várias responsabilidades, não só de supervisão, mas também de controlo de várias atividades. Mas a forma como o Conselho de Administração exerce essa função fiscalizadora, é diferente em função do Modelo de Governo das Sociedades.

Assim, no Sistema Anglo-Saxónico (Modelo Monista) a função fiscalizadora acontece dentro do próprio Conselho de Administração, por algum dos seus membros que, por não exercerem funções executivas e por possuírem conhecimentos técnicos e as devidas qualificações que são exigidas para as funções em causa, fazem parte da Comissão de Auditoria.

Desta forma, o Conselho de Administração é tipicamente composto por dois tipos de administradores: os administradores internos (*insiders*) – que são na grande maioria das vezes administradores com funções executivas; e os administradores externos (*outsiders*) – os administradores não executivos e sem ligação à estrutura interna da empresa, pelo que são, ou deveriam ser, supostamente independentes.

Estes administradores independentes são geralmente os que assumem as funções de fiscalização e de avaliação do desempenho dos administradores executivos. Importa compreender o conceito de administrador independente e, relativamente a quem deve ele ser considerado independente. Segundo Silva *et al.* (2006), o administrador independente é aquele que é independente de todos os restantes administradores, gestores, acionistas e de quaisquer outros interesses relacionados com a empresa, sejam eles fornecedores, clientes, credores, trabalhadores, ou seja, qualquer *stakeholder*. Na maioria dos países, o conceito de independência está clarificado em códigos de boas práticas de governo das sociedades (Tricker, 2012), e em alguns casos, como o português, está definido na própria

lei⁸. Para Firstenberg e Malkiel (1980), um administrador é independente se não tiver negócios materiais ou relações económicas com a empresa, e/ou ligações familiares com a gestão.

A independência dos órgãos de fiscalização foi alvo de vários estudos que procuraram evidência empírica sobre os efeitos da mesma no desempenho da sociedade. Os estudos de Bhagat e Black (1999, 2002) não demonstraram essa relação. No entanto, outros autores identificaram relações positivas entre a independência dos administradores e decisões mais assertivas ligadas à sociedade: como a mudança de CEO (Weisbach, 1998) e em assuntos ligados à remuneração (Core, Holthausen & Larcker, 1999).

É aconselhável a exigência de tempo dedicado à empresa e de conhecimentos profundos sobre o funcionamento da mesma. Para garantir a execução destas tarefas, o Conselho de Administração terá de investir tempo e recursos. Não necessita conduzir auditorias, mas necessita de analisar os relatórios que as comissões de auditoria (quer internas, quer externas) lhe fazem chegar.

No Modelo Continental (Modelo Dualista), como o próprio nome indica, há a separação clara entre o poder executivo e o poder de supervisão. Tem-se dois órgãos distintos:

- o Conselho de Administração Executivo (*Executive Board*);
- o Conselho Geral e de Supervisão (*Supervisory Board*).

O primeiro órgão é responsável pela gestão da empresa, enquanto o segundo é responsável pela fiscalização, controlo, nomeação e destituição dos administradores executivos (sendo os seus membros eleitos em Assembleia Geral de Acionistas).

No Modelo Monista existe usualmente o Presidente do Conselho de Administração (*chairmain*) e o Presidente da Comissão Executiva (*CEO*), cujas funções, em algumas organizações, podem mesmo ser desempenhadas pela mesma pessoa. Contudo, e apesar da relevância do Conselho de Administração como mecanismo interno do Governo das Sociedades, também há críticas relativamente à sua eficácia.

“Algumas vozes afirmam a convicção de que os gestores executivos desempenham um papel importante na escolha de gestores não executivos, o que limita o poder e a capacidade de

⁸ Ver Nr. 5 do Artigo 414º do CSC.

fiscalização destes” (Silva *et al.*, 2006, p.29). Ainda segundo estes autores, há estudos que demonstram que a probabilidade de os administradores externos perderem os seus lugares com a queda dos CEO’s, é elevada. Existe ainda a questão associada com o processo de seleção e a informação que lhes é disponibilizada para análise. Mace (1986) e Lodever e Peyer (2002), levantaram a questão do conflito de interesses, associado ao facto, de existirem administradores não executivos (externos) que o são em mais do que uma organização, tornando-se num fator limitativo das suas ações. Associado a isto, acresce a falta de tempo que lhes permita a realização uma efetiva monitorização (Fich & Shivdasani, 2006). Há ainda autores que salientam, que tal como a gestão, também o Conselho de Administração pode assumir comportamentos oportunistas ou, criar coligações com a própria equipa de gestão (Gstraunthalet *et al.*, 2008).

5.3.1.2. Estrutura de Propriedade

A estrutura de capital é um tema rico em estudos académicos. Iniciou-se com Jensen e Meckling (1976) com a Teoria da Agência. Fama e Jensen (1983b) contribuem ao afirmar que na separação da propriedade e do controlo, os custos de agência estão controlados pelas estruturas da decisão que separam a gestão e o controlo das decisões importantes. Demsetz e Villalonga (2001) constataam que a estrutura de capital é endógena, mas não afeta o desempenho da firma. La Porta, Lopes-de Silanes e Schleifer (1999b) referem que a proteção legal dos investidores é um dos caminhos a percorrer quando se fala em Governo das Sociedades.

Quem tem poder de controlo, tem frequentemente algum poder de participação no capital das empresas que controla, enquanto outros proprietários, pela sua reduzida participação no capital, não possuem nenhuma capacidade de influenciar ou determinar o rumo da empresa (Dennis & McConnell, 2003). Assim, a estrutura de capital – na dupla vertente de identificação dos detentores do capital e identificação das suas posições – é um importante mecanismo de controlo do Governo das Sociedades (La Porta *et al.*, 1999a).

Em teoria, a concentração de capital permite alavancar a proteção concedida aos acionistas, pois cria possibilidades de negociar, de forma privada e direta com a gestão (Schleifer & Vishny, 1997). Quando a maioria dos votos está concentrada num acionista, ou num pequeno grupo de acionistas o acesso à informação torna-se muito mais facilitado. Logo, é mais fácil controlar e influenciar a gestão da empresa. Daí que a intervenção dos grandes acionistas

possa ser considerada como um importante mecanismo de governo das sociedades (Schleifer & Vishny, 1997; Bhagat & Black, 2002; Bebchuk & Weisbach, 2009).

Enquanto no Modelo Anglo-Saxónico se assiste a uma dispersão da propriedade, no Modelo Continental, pelo contrário, a propriedade é muito concentrada, sendo usual a existência de acionistas (maioritariamente famílias) com posições significativas.

Mas, dependendo das características da estrutura de propriedade, diferentes problemas de agência lhe estão associados. Quando perante uma estrutura de propriedade que se caracteriza por uma dispersão de propriedade, fala-se em problemas de agência entre os acionista minoritários e os gestores, enquanto, em estruturas de propriedade concentrada, os problemas de agências são entre os acionistas majoritários e acionistas minoritários.

Vários autores (Grossman & Hart, 1980; Schleifer & Vishny, 1986; John & Senbet, 1998; Vives, 2000; Denis & McConnell, 2003; Gillan & Starks, 2003) defendem que quando existe dispersão de propriedade, os pequenos acionistas têm poucos incentivos para dispensarem tempo e recursos na monitorização e supervisão dos gestores e de alguma forma, tentarem influenciar a tomada de decisão no seio da empresa.

Nas atuais sociedades com valores cotados, muitos investidores minoritários tendem a adquirir ações para obter retorno a curto prazo desse mesmo investimento. A decisão de investir deriva particularmente dos conselhos de terceiros, sendo que na verdade, não existe grande manifestação de interesse da sua parte no desenvolvimento futuro da empresa. Estes investidores não participam na assembleia geral anual (Schilling, 2001) e acabam por renunciar aos seus direitos. E é esta falta de interesse que impede a gestão dos direitos destes acionistas minoritários. Como a gestão não tem forma de saber o que estes acionistas pretendem, acabam por compensar esta falta de informação, optando pela maximização dos ganhos.

Se o acionista majoritário for um investidor estratégico, ele encorajará a maximização dos ganhos da empresa na qual beneficiará enquanto acionista majoritário, enquanto os acionistas minoritários votarão nos lucros a curto prazo em vez dos lucros a longo-prazo. E é neste caso, que os interesses dos acionistas têm, de facto, maior peso quanto maior for a sua participação.

Mas, a concentração de propriedade também tem os seus próprios problemas de agência. Se na dispersão de propriedade, a questão coloca-se na relação entre os acionistas minoritários

e os gestores, na concentração de propriedade, a questão coloca-se na relação entre os acionistas majoritários e os minoritários, já que os primeiros - dispendo de uma posição significativa na posição da empresa - acabam por ter um elevado grau de arbitrariedade na tomada de decisão, pois por vezes fazem parte da gestão e têm acesso a informação privilegiada (Fernandes, 2014). Consequentemente, acaba-se por assistir aos já referidos problema de expropriação dos acionistas minoritários.

O acionista majoritário pode usar a assimetria de informação em proveito próprio em detrimento da empresa como um todo e em particular, em detrimento dos acionistas minoritários (Schleifer & Vishny, 1997; Silva *et al.*, 2006). Em empresas com valores cotados, qualquer investidor majoritário acaba por estar envolvido no Governo da Sociedade da empresa (Gstraunthales *et al.*, 2008). Esta maioria permite que, em vez do gestor, seja o investidor a apontar a direção a seguir pela empresa.

5.3.1.3. Sistema de Remuneração

Um outro mecanismo interno usado como forma de reduzir os custos de agência, com o intuito de alinhar a atuação dos gestores com os objetivos dos acionistas, é o sistema remuneratório devidamente estruturado. Contudo, segundo autores como Holmstrom (1979), Hall e Liebman (1998), Jensen e Murphy (1990) e Bebchuck e Fried (2003) não existe evidência empírica inequívoca de que existe uma relação positiva, quer entre o nível de remuneração, quer entre determinada configuração desses incentivos associados ao desempenho da sociedade. Alguns autores consideram a remuneração executiva uma forma eficiente para reduzir os custos de agência, mas outros, consideram-na como parte do próprio problema dos custos de agência.

Em teoria, se existisse uma forte relação entre a compensação do gestor e o nível da performance da empresa, então este alinhamento e convergência seria facilitado (Lewellen, Loderer & Martin, 1987; Jensen & Murphy, 1990), pelo que, o pacote salarial deveria incluir, entre outras opções, *stock options*⁹.

⁹ Esta expressão anglo-saxónica pode ser traduzida por “plano de ações” todavia como se trará de uma expressão em que é usual a expressão anglo-saxónica *optámos* por manter a designação original. As *stock options* consistem num mecanismo de remuneração dos executivos que consistem em

Os incentivos são definidos como a variação na riqueza dos executivos relativamente ao preço da ação da empresa (Core, Guay & Larcker, 2003). Os incentivos de capital consistem no aumento do preço das ações, permitindo que os detentores de capital, quer por via das ações, quer por via das *stock options*, aumentem a sua riqueza. Estes incentivos são denominados por incentivos de capital, na medida em que recorrem aos valores cotados na bolsa de valores, para que o gestor desenvolva os esforços necessários para conseguir obter o aumento do preço das ações.

Nas últimas duas décadas foram várias as empresas internacionais que passaram a optar de uma estrutura de pagamento fixo, para uma estrutura de pagamento que incluía uma componente variável em função da performance da empresa e uma componente substancial baseado em incentivos (Filatotchev & Allock, 2010). Estes mesmos autores argumentam que as bases teóricas das crescentes pesquisas que caracterizaram estes anos tentaram compreender a remuneração dos executivos em termos da teoria da agência, bem como as ligações exploradas entre as diferentes formas de incentivos para os executivos e o desempenho da empresa.

Mas, uma vez que esta temática não tem sido consistente, surge uma característica marcante da literatura, demarcando a falta de consenso sobre a relação entre o desempenho das empresas e os salários dos executivos (Bruce, Bruck & Main, 2005). Estes autores citam Barkema e Gomez-Mejia (1998, p.135): “[. . .] *the failure to identify a robust relationship between top management compensation and firm performance has led scholars into a blind alley.*”

O sistema de remuneração dos executivos é visto como um meio de influenciar ou motivar o comportamento dos gestores de forma desejável, aumentando a probabilidade dos objetivos organizacionais serem atingidos (Merchant & Van Der Stede, 2003; Berry *et al.*, 2005). Segundo Merchant e Van Der Stede (2003) o controlo de resultados, que remunera resultados positivos e pune os negativos, é um dos controlos de gestão que faz parte do

atribuir aos membros da gestão um direito de adquirir um determinado número de ações, que poderão ser compradas numa determinada data e a um determinado preço previamente estabelecido. Assim quanto maior o preço das ações da empresa no mercado face ao preço da opção sobre ações que o gestor detém maior o seu lucro se decidir exercer esse direito de opção de aquisição de ações.

sistema mais amplo do sistema de controlo das organizações, sendo que, o controlo dos resultados está relacionado com a avaliação de desempenho dos gestores num determinado período de tempo e, com um determinado incentivo usado para remunerar os mesmos por atingirem as metas de desempenho definidas (Aguiar & Frezatti, 2009).

Aguiar e Frezatti (2009) referenciam Lawler (1994) para demonstrar que o efeito do controlo de resultados - em especial dos sistemas de remuneração sobre a motivação dos gestores - está bem documentado na literatura da motivação no trabalho: Lawler (1994) prediz que os indivíduos exercem mais esforço quando percebem os resultados, sendo este facto atrativo e bem remunerado.

Contudo, a literatura nesta área é muito vasta e diversificada, pelo que também há quem aponte problemáticas a este tipo de mecanismo interno como forma de gestão dos conflitos de agência. Veja-se, por exemplo, Bonner e Sprinkle (2002) que mostram que esquemas de incentivos acabam por afetar a preferência temporal dos gestores através das atividades que eles acabam por optar, levando-os a aumentos imediatos ou mesmo, adiando desempenhos. Mas, estas questões não são recentes. Já Kerr (1975), bem como Holmstrom e Milgrom (1991) argumentam que os gestores direcionam os seus esforços para as tarefas que estão a ser remuneradas, afetando assim a qualidade da tomada de decisão (Kelly, 2007). Scheilfer e Vishny (1997, p.747) defendem que [...] *“is problematic to argue that incentive contract completely solve the agency problems”*. O que na verdade sucede é que perante contratos de incentivos mal negociados pelo Conselho de Administração, os gestores são conduzidos a *“negociate for themselves such contracts when they know that earnings or stock price are likely to increase their pay”* (Scheilfer & Vishny, 1997, p.745).

Scheilfer e Vishny (1997, p.745), salientam que *“managers receive stock options grants shortly before good news and delay such grants until after bad news announcements,* evidenciando assim, as principais conclusões de Yarmack (1997). Estes resultados demonstram que as *stock options* não são assim um tão bom mecanismo de incentivo de alinhamento das ações do gestores com os interesses dos acionistas e, como tal, não previnem comportamentos de *self-dealing*.

Mas há semelhança dos anteriores mecanismos internos de Governo das Sociedades, também nesta, a forma como atua este mecanismo difere de acordo com o modelo de governação. No Modelo Anglo-Saxónico as remunerações variáveis são a principal componente da remuneração dos gestores, sendo a sua magnitude em regra relacionada com

os resultados ou com a cotação da empresa. Pelo contrário, no Modelo Dualista/Continental, a componente variável tem um peso muito menor no total da remuneração.

5.3.2. Mecanismos Externos

Dick e Zingales (2001) mostram que um elevado grau de proteção dos acionistas minoritários e um elevado grau de cumprimento da lei estão associados a baixos níveis de benefícios privados do controlo, logo, menores custos de agências. Concluíram que estes benefícios privados de controlo são mais significativos quando a propriedade está mais concentrada, quando as privatizações são menos prováveis de acontecer via Ofertas Públicas de Aquisição (OPA) e quando os mercados de capitais são menos desenvolvidos.

De seguida serão abordados os mecanismos externos de controlo de Governo das Sociedades. Estamos a abordar os mecanismos que o próprio mercado de capitais cria e que estão mais associados, ao Modelo Anglo-Saxónico já que tem por pressuposto a eficiência do mercado. E, por fim, analisaremos o ambiente legal enquanto mecanismo de controlo.

5.3.2.1. Controlo do Mercado de Capitais

O princípio subjacente à ideia do mercado, enquanto mecanismo de controlo de governo das sociedades, prende-se com o facto de que se uma empresa não for bem gerida, não maximizará o seu valor e num mercado eficiente, o que sucederá é que será alvo de uma OPA e consequentemente, as equipas de gestão substituídas por outras mais eficientes e empenhadas na criação de riqueza para os acionistas. Scharfstein (1988) modelizou os *takeovers* (OPA) como instrumentos disciplinadores num contexto de assimetria de informação entre os gestores e os acionistas, chegando à conclusão, de que estes servem de instrumento de redistribuição de recursos das equipas de gestão menos eficazes, para as mais eficientes e competentes.

Como o preço das ações, teoricamente, reflete o desempenho esperado pela empresa, esta pode ser adquirida por outra, que se considere capaz de a melhorar. O gestor, ao ter esta perceção e tendo noção de que a sua reputação sofrerá caso a empresa por si gerida seja alvo de uma OPA, alinhará a sua gestão com os interesses dos acionistas, reduzindo assim os custos de agência (Grossman & Hart, 1986; Scharfstein, 1988).

Martin e McConnell (1991) encontram evidência de maior rotatividade dos gestores após uma OPA bem-sucedida e uma rotatividade ainda mais frequente, quando essas mesmas empresas adquiridas tinham revelado antes da OPA, níveis de desempenho pouco satisfatórios (comparativamente às empresas do mesmo ramo de atividade ou indústria).

Mas, também aqui a força ou o desempenho com que atua o mecanismo é diferente entre os modelos de governação. Este mecanismo externo é mais usual no Modelo Anglo-Saxónico que assenta no livre mercado e no princípio, de que o mercado, tem um papel regulador relevante.

Estudos teóricos e empíricos têm procurado evidências sobre se o mercado tem ou não um efeito disciplinador e punitivo sobre a gestão. Franks e Mayer (2001) concluem que no Modelo Continental/Dualista, o controlo exercido pelo mercado não é tido como relevante, sendo as OPA/*takeovers* raras e em muitos casos, este mecanismo acaba mesmo por ser combatido com medidas anti-*takeover*. Estes mesmos autores, bem como Martin e McConnell (1991) não encontram também diferenças significativas entre o desempenho das empresas alvo e não alvo antes da realização de *takeovers* ou, entre alvos de OPA's hostis ou mesmo amigáveis. Já Frank e Mayer (1996) apontam para a falta de relação entre *takeovers* e performance, rejeitando a hipótese de que as aquisições hostis tenham um efeito disciplinador em empresas com fraco nível de desempenho.

Adicionalmente, outros estudos como o de Denis e McConnell (2003) salientam que este mecanismo pode mesmo agravar os conflitos de agência, na medida em que, se o foco se colocar no nível de desempenho da empresa, podem ser tomadas decisões menos corretas ao nível da melhor utilização dos recursos da empresa que administram.

Jensen (2004) aponta para outra limitação relevante deste mecanismo e que se prende com o facto de não se conseguir corrigir a sobrevalorização das ações associado a uma empresa: *“It is difficult to say at least, to buy up an overvalued company, eliminate its overevaluation and make profit”* (Jensen, 2004, p.7).

Mas, este mecanismo do mercado de capitais exerce ainda outra forma de controlo à posteriori, denominado de monitorização passiva, designado por Tirole (2001, p. 9) como:

“(...) passive monitoring refers to investor behaviour that aim at measuring rather than affecting the value of assets in place. It does not raise NPV directly, but rather takes

a picture of the health of the firm of various point of time. Passive monitoring is retrospective whereas active monitoring is prospective”

Estamos a falar de uma monitorização de agentes económicos que não interagem diretamente com as empresas, como as agências de *rating*, os analistas financeiros que analisam as divulgações financeiras disponibilizadas e que, de acordo com as mesmas, procedem à sua análise e emitem os juízos de valor.

5.3.2.2. Ambiente Legal

Um outro mecanismo importante de governo das sociedades é o ambiente legal (La Porta *et al.*, 1997, 2000; Denis & McConnell, 2003). Este mecanismo pode manifestar-se de diferentes formas: na forma de legislação que afeta diretamente a eficiência ou os custos de um ou mais mecanismos de monitorização, como nos EUA onde há legislação específica que regula *takeovers* hostis ou, pode tomar a forma de Recomendações, como no Relatório de Cadbury (1992) no Reino Unido (Farinha, 2003).

Os estudos de Dahya, McConnell e Travlor (2002) são destacados em Farinha (2003). Estes autores realizaram um estudo onde procuraram analisar a relação entre a rotatividade dos CEO's e a performance do governo da sociedade antes e depois da publicação do Relatório de Cadbury (1992) no Reino Unido. Encontram evidências empíricas de que esta relação, nas organizações que adotaram as recomendações deste Relatório, se tornou mais forte e com aumento na sensibilidade entre estas duas variáveis.

Outra área extremamente importante e defendida por La Porta *et al.* (1997) prende-se com a importância do ambiente legal na defesa dos direitos dos acionistas minoritários. Estes autores encontram evidências de que a eficiência (vista como a natureza e qualidade das regras legais que protegem os acionistas minoritários e a sua capacidade de aplicação, execução, cumprimento e grau de coação) é um dos principais determinantes do desenvolvimento do mercado de capitais.

O direito legal mais importante dos acionistas é o seu direito de voto em matéria importante de governação, tais como fusões e liquidações e na eleição e seleção dos elementos que constituirão o Conselho de Administração, pelo que, além disso, detêm determinados direitos face à administração (Manne, 1965; Easterbrook & Fischel, 1983 referenciado por Schleifer & Vishny, 1997). Mas, tal como os acionistas, também os credores têm em alguns

países um conjunto de proteções legais. Um dos exemplos mais óbvio é a garantia de, em caso de insolvabilidade, verem os seus direitos garantidos com a venda dos bens da empresa. Schleifer e Vishny (1997) apontam para o facto de que um bom sistema não ter que ser baseado nos sistemas já implementados nos EUA ou na Alemanha. Têm sim, que ser sistemas assentes em mecanismos legais de forte proteção, pelo menos para alguns investidores, por forma, a que o financiamento estrangeiro intensivo se possa desenvolver. Em forma de resumo: a proteção legal dos acionistas difere muito de país para país. Nos EUA, no Japão e na Alemanha, a lei protege os direitos de pelo menos alguns investidores e os tribunais estão relativamente preparados e dispostos a fazê-la cumprir. Mas, em alguns países, o sistema legal permite à gestão deter algum poder discricionário. Na maioria dos restantes países, a lei é menos protetora dos investidores e os tribunais não funcionam bem, parando apenas as violações evidentes dos direitos dos acionistas. Como resultado, o sistema legal, como mecanismo externo de controlo, é limitado.

6. ESTUDO EMPÍRICO

6.1. Questões de Investigação

Tal como referido atualmente existem dois grandes modelos de governo das sociedades: o Modelo Continental ou Dualista associado a economias como a Alemanha, que se caracteriza por concentração de capital e empresas com presença de familiares ou herdeiros dos seus fundadores na gestão; e o Modelo Anglo-Saxónico ou Monista, mais presente nas economias de mercado dos EUA e do RU, onde o capital das empresas se encontra mais disperso e onde o mercado bolsista tem um peso importante na atividade económica e na vida das empresas. Esta temática do Governo das Sociedade em Portugal não é recente e tem existido um crescimento da literatura tem torno desta temática. Mas o Código das Sociedades Comerciais é muito específico e permite a adoção de um Modelo de Governação que não é usual noutras economias, o denominado Modelo Latino. E é aqui, nesta área em concreto, que parece existir um campo para investigação na medida em que não existem estudos empíricos que procurem compreender ou determinar os fatores que levaram as empresas portuguesas a adotar um modelo em detrimento de outro.

Foi encontrado um estudo empírico de 2009 que se aproxima dos objetivos deste nosso estudo empírico: o de Batista (2009), que na sua tese de mestrado intitulada “*As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*”, procurou verificar, se entre as variáveis independentes: concentração acionista, estrutura financeira, ROE, Crescimento da empresa, PSI20 e Capitais Públicos, há alguma variável com relevância estatística para prever a adoção entre o Modelo Latino e o Modelo Anglo-Saxónico¹⁰. O estudo de Batista (2009, p.36) conclui que das 6 variáveis considerados no modelo, a única estatisticamente significativa para prever o modelo de Governo das Sociedades é a variável Capitais Públicos.

Uma vez que o nosso CSC sofreu alterações significativas obrigando as nossas empresas cotadas a adotarem a partir de 2006, um dos três modelos de governo das sociedades

¹⁰ Consultar a referida dissertação: p. 24-33

previstos, o presente estudo pretende efetuar um estudo semelhante, mas para um período muito mais abrangente: 2006 a 2013.

Seria espectável, dada a literatura abrangente a nível internacional, que em Portugal se assistisse à adoção do Modelo Dualista. Segundo um estudo efetuado por La Porta *et al.* (1999a) Portugal caracteriza-se por ter capital disperso. Por isso, a primeira grande questão de investigação que aqui se levanta é se em Portugal é expectável a adoção do Modelo Dualista de Governo das Sociedades?

Contudo, após consulta dos diferentes relatórios da CMVM sobre o Governo das Sociedades, fica claro que há uma preferência, por parte das empresas nacionais cotadas em bolsa de valores, pelo Modelo Latino. Sendo assim, a nossa segunda questão de investigação surge: que fatores estão associados à escolha por parte das empresas nacionais cotadas na *Euronext* na adoção de um dos modelos monistas (ou o Latino ou o Anglo-Saxónio)?

6.2. Desenvolvimento de Hipóteses

Num mercado competitivo, se os acionistas antecipam o risco associado ao facto dos administradores agirem, não em benefício do valor da empresa, mas sim em benefício próprio, também os gestores antecipam o risco associado a comportamentos dos administradores que beneficiem os acionistas (Silva, 2011). Mas quanto maior for o risco, maior será o custo de financiamento e menor a compensação dos administradores (que pode até estar associada a uma participação significativa no capital social), e a perda do valor da empresa pode afetar a reputação dos administradores aumentando a probabilidade da sua substituição ou redução da sua retribuição.

Assim sendo, a pressão da concorrência obriga todas as partes envolvidas a investir em mecanismos de controlo de risco (os administradores em mecanismos de garantia e os investidores, em mecanismos de fiscalização) até ao ponto em que o custo marginal do investimento iguala o benefício esperado de um menor “custo de agência” ou de um menor risco de incumprimento (Gomes, 2005). Pode-se então, reafirmar que Governo das Sociedades pode ser interpretado, de forma muito sucinta, como o conjunto de mecanismos internos e externos, levados a cabo pelas empresas, por forma a garantir o alinhamento dos interesses dos gestores e dos acionistas.

Mas estes mecanismos variam de país para país e dentro do mesmo enquadramento legal e institucional, podem variar de empresa para empresa. Até porque é habitual encontrarem-se

dois sistemas principais de governo das sociedades : “*o sistema continental (igualmente designado por sistema baseado nas relações ou sistema de controlo interno) e o sistema anglo-saxónico (também referenciado como sistema de controlo externo ou sistema de controlo pelo mercado)*” (Silva *et al.*, 2006, p.20). A estrutura de propriedade e a relevância do mercado de capitais são características indissociáveis de cada um dos sistemas (Silva *et al.*, 2006).

Sem os devidos sistemas de controlo de governo das sociedades, muito provavelmente os gestores tenderiam a desviar-se mais facilmente dos interesses dos acionistas. Como consequência, uma boa parte do debate alusivo aos mecanismos de governo centrou-se na atividade dos Conselhos de Administração (Cunha, 2005), sendo considerado por Jensen (1993) um dos vértices dos sistemas de controlo interno. A literatura existente sobre esta questão analisa acima de tudo o tamanho e a independência do conselho de administração (Cunha, 2005).

Mas as práticas de Governo das Sociedades são condicionadas por diversos fatores, sendo um deles o tipo de estrutura acionista da empresa. Os estudos que mais se destacam no estudo da relação entre a estrutura acionista e o desempenho e valor das empresas são os trabalhos desenvolvidos por Demsetz e Lehn (1985), Morck, Schleifer e Vishny (1988), McConnell e Servaes (1990), Himmelberg, Hubbard e Pali (1999) e Anderson e Reeb (2003). Contudo, os estudos realizados na relação entre estes fatores não encontraram evidências objetivas que permitam classificar a natureza desta ligação (Góis, 2007).

Numa linha de pensamento mais tradicional, em que se considera o capital mais disperso e em que os gestores atuam em benefício dos interesses dos acionistas, é possível encontrar diferentes estudos sobre a relação entre a propriedade de gestão e os seus efeitos sobre o valor da empresa. Warfield, Wild e Wild (1995) demonstram que existe uma relação inversa entre a manipulação de resultados e a presença da propriedade de gestão. A evidência de que o desempenho da firma está positivamente relacionada com a percentagem de capital detido pelos gestores e com a percentagem da sua remuneração é demonstrada por Mehran (1995). As empresas cotadas portuguesas são obrigadas a possuírem um Revisor Oficial de Contas e um Auditor Externo que esteja registado na CMVM e que não possua qualquer ligação/interesse na empresa que vai auditar. Há alguns estudos, como o de Furuta e Santos (2010) - sobre o mercado brasileiro - que concluem que a escolha entre uma Comissão de Auditoria ou um Conselho Fiscal pode ser fortemente influenciado pelo facto de ser auditado

por uma empresa internacional de auditoria, considerada Big4, já que oferecerem um maior nível de valor agregado ao mercado. Martins e Moutinho (2007) defendem que a escolha de uma Big4 conduz a uma menor propensão para gestão de resultados.

São vários os estudos sobre Governo das Sociedades, contudo, não encontramos para além do estudo realizado por Batista (2009) mais nenhum estudo que procurasse encontrar uma evidência empírica dos fatores que influenciavam as empresas portuguesas cotadas na *Euronext* na escolha do Modelo de Governo das Sociedades. Daí que o presente estudo tenha como principal objetivo, verificar se existem variáveis explicativas para a escolha de um modelo em detrimento de outro.

Concentração Acionista

A estrutura de capital mais comum na OCDE, com a exceção dos Estados Unidos, é a sua concentração (La Porta *et al.*, 1999b; Claessen, Djankov & Lang, 2000). Claessen *et al.* (2000) analisaram 2980 empresas de nove países do Leste Asiático e concluem que, relativamente à separação entre propriedade e controlo, dois terços possuem um único acionista com controlo efetivo dos direitos de voto – geralmente famílias - (com a exceção do Japão).

La Porta *et al.* (1999b) chegam a algumas conclusões relativamente a esta questão da concentração de capital. Estudaram as 20 maiores empresas de vinte e sete países e concluíram que se a definição de concentração de capital for a total ausência de um único acionista com pelo menos 20% do capital, 100% das empresas no Reino Unido e 80% das dos EUA tem capital disperso, ao contrário de países como a França em que o valor da dispersão cai para 60%, na Alemanha cai para 50%, em Espanha para 35%, em Itália para 20% e em países como a Grécia e Portugal, apenas 10% das 20 maiores empresas estudadas têm, à data do estudo, capital disperso.

Se o valor de referência descesse de 20% para 10% de capital na posse de um único acionista, então aí os resultados seriam os mesmos para o Reino Unido e EUA, mas em contrapartida, das 20 maiores empresas estudadas, apenas 35% na Alemanha, 30% na França, 15% em Espanha, 5% na Grécia e nenhuma em Portugal teriam capital disperso.

La Porta *et al.* (1999b) concluem que 64% das grandes empresas (com exceção do Japão) possuem acionistas controladores, na sua grande maioria o Estado ou Famílias e/ou descendentes dos seus fundadores.

Em estruturas de capital mais concentradas, os custos de agência têm tendência para serem mais baixos do que em estruturas com capital disperso e em que envolvem investidores externos (Jensen & Meckling, 1976; Ball, Kothari & Robin, 2000; Deumes & Knechel, 2008). Os custos de agência são menores quando estamos perante empresas com acionistas de maior dimensão, pois fica facilitado a monitorização da gestão (Schleifer & Vishny, 1986), já que os acionistas de maior dimensão estão dispostos a disciplinar a gestão com níveis baixos de *performance* e conseguem amenizar os custos de agências pela sua intervenção mais ativa e direta (Birt, Bilson, Smith & Whaley, 2006). Os custos de agência tendem a ser menores pois os acionistas internalizam os benefícios da monitorização da gestão (Oliveira, Rodrigues & Craig, 2011) quando o capital está mais concentrado.

Além disso, ajuda a eliminar comportamentos oportunistas como os *free-riders* (Jensen & Meckling, 1976; Gulamhussen & Guerreiro, 2009). Por outro lado, perante economias caracterizadas por um reduzido suporte legal, a presença de grandes acionistas ajuda a reduzir os custos de agência (La Porta *et al.*, 1999b). Schleifer e Vishny (1997) consideram que existem outros custos associados com o facto das empresas, na presença de sócios maioritários, terem um risco maior, pois os sócios pretendendo minimizarem o seu risco pessoal, têm tendência a diversificar excessivamente a empresa ou a serem demasiado prudentes nos projetos em que participam.

O que sucede em estruturas com dispersão de capital é a menor capacidade dos acionistas de menor dimensão monitorizarem a gestão e como tal, os custos de agência tendem a ser maiores (Barako, Hancock & Izan, 2006), pelo que são esperados menores nível de divulgação: os acionistas internos têm acesso à informação, pelo que a divulgação da mesma para eles é menos relevante (Tarca, Moy & Morris, 2012). Nesta temática em particular, segundo Garcia-Meca e Sanchez-Ballesta (2010) os estudos não são consensuais: por exemplo, Brammer e Pavelin (2006), Patelli e Prencipe (2007) e Li, Pike e Haniffa (2008) encontraram uma associação negativa. Contudo, Raffournier (1995), Depoers (2000) e Eng e Mak (2003) não encontraram nenhuma associação significativa entre a divulgação e a estrutura de capital.

De acordo com as evidências empíricas anteriores, define-se a primeira hipótese de investigação:

H1 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com o nível de concentração de capital.

Composição do Conselho de Administração

Já foi referido que o Conselho de Administração é um importante mecanismo interno de Governo das Sociedades. As características do Conselho de Administração e em particular das características dos seus administradores têm influência na qualidade dos relatórios financeiros e nos níveis da gestão dos resultados (Chtourou, Bédard & Courteau, 2001). Mas, na nossa opinião, parece-nos importante referir que as competências e os conhecimentos dos seus elementos, tal como em qualquer exercício de qualquer função, é um elemento essencial para a monitorização do próprio conselho de administração.

No entanto, segundo Klein (2006), a eficiência do conselho de administração e a capacidade de o gerir depende, não só da composição do mesmo, mas também do número de administradores independentes/externos e da comissão interna.

A literatura não é consensual relativamente à relação entre a dimensão do conselho de administração e a sua eficiência. Autores, como Jensen (1993), defendem que uma administração com menor número de elementos é mais eficiente nas ações dos gestores, pois aumenta, segundo Yermack (1996), a eficiência de monitorização das ações do CEO e, conseqüentemente é provável que se possa associar a esse facto uma menor utilização de *discretionary accruals*. Os estudos empíricos de Beasley (1996) encontram uma relação positiva entre a dimensão do conselho de administração e a probabilidade de comportamentos financeiros fraudulentos. E se se pensar e analisar um pouco os recentes acontecimentos, a verdade é que têm sido em empresas de grande dimensão e onde se tem assistido os maiores escândalos financeiros. Dalton, Daily, Johnson e Ellstrand (1999) defendem que um numeroso Conselho de Administração beneficia o ambiente e a sua competência.

Para autores com Tse (1994), citado por Rodrigues (2009) administradores independentes são geralmente melhores monitores que os demais, na medida em que possuem mais capacidades em analisar os interesses da organização. Também o Relatório de Cadbury (1992) reitera esta opinião, ao defender que a competência dos não executivos tem a particular importância para a eficácia do Conselho de Administração e para os resultados da organização. Anderson, Mansi e Reeb (2004) demonstram que os administradores

independentes são os melhores monitores da gestão (o seu estudo testa a hipótese de que o custo da dívida da empresa está inversamente relacionada com a proporção de administradores independentes presentes no Conselho de Administração: os resultados obtidos apenas demonstram a valorização dos credores do nível de independência do conselho).

A independência dos administradores é um fundamento da teoria da agência. Fama e Jensen (1983) e Schleifer e Vishny (1997) reconhecem que o controlo do funcionamento do Conselho de Administração depende da ação dos administradores. Fama *et al.* (1983) concluem ainda, que é importante que o presidente do Conselho de Administração e o CEO não sejam a mesma pessoa, por forma a evitar a concentração de poder no CEO.

Sobre esta questão, há várias evidências empíricas que demonstram que quando tal não sucede, a gestão de resultados é menos eficiente. A presença de administradores externos independentes ajudam a minimizar o conflito de interesses entre os gestores e os acionistas e a diminuir a utilização de *discretionary accruals* (Brickley, Coles & Terry, 1994). Dechow, Sloan e Sweeney (1996) são da opinião de que quando o Conselho de Administração é dominado pela gestão, o CEO exerce simultaneamente as funções de Presidente do Conselho de Administração, quando o CEO é o fundador da empresa, quando não existe uma Comissão de Auditoria e quando não existe um sócio maioritário exterior à direção, há uma gestão de resultados menos eficiente. A gestão de resultados está positivamente relacionada com o facto de o CEO se situar ou influenciar a Comissão de Auditoria (Klein, 2006). Este autor acrescenta ainda, que para uma gestão mais eficiente e uma monitorização do processo contabilístico da empresa, a estrutura dos quadros superiores deve ser o mais independente possível do CEO, e para isso, é necessário a presença de um administrador independente na comissão de nomeação, por forma a diminuir o poder do CEO na nomeação de novos quadros administrativos.

Pesquisas têm demonstrado uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e práticas coerentes com o governo das sociedades de alta qualidade (Weisenbach, 1988; Brickley *et al.*, 1994) e entre perícia financeira e outras características da Comissão de Auditoria e a eficácia da monitorização de informação financeira (Menon & Williams, 1994; Carcello & Neal, 2003; Abbott, Parker & Peters, 2004; Bedard, Chtourou & Courteau, 2004).

Pelo exposto define-se a segunda hipótese de investigação:

H2 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com a percentagem de administradores não executivos independentes

Robustez do Governo das Sociedades

Ao abrigo do artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários e do Regulamento da CMVM n.º 1/2010, em Portugal, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado estão sujeitas ao dever de informar anualmente sobre o grau de acolhimento do Código de Governo das Sociedades – que como já vimos consiste num conjunto de recomendações elaboradas pela CMVM.

No entanto, a escolha do modelo de governação afeta o índice de cumprimento das recomendações de governo societário das empresas: à semelhança dos anos de 2010 e 2011, também em 2012 empresas que seguem o Modelo Anglo-Saxónico tendem a ter um maior grau de cumprimento das recomendações de Governo das Sociedades (Católica-Lisbon School Business & Economics, 2013).

Será de esperar que a um Modelo de Governo das Sociedades mais robusto estejam associados menores custos de agência? Dadas as Recomendações da CMVM, espera-se que de acordo com o modelo adotado pela empresa, esta cumpra o mais possível as respetivas recomendações previstas e definidas pela respetiva entidade reguladora. Neste sentido, considera-se que quanto mais robusto for o modelo de governo das sociedades que a empresa adotou, maior será o grau de cumprimento da mesma e conseqüentemente, menores os custos de agência.

Desta forma, considera-se que será de considerar que existe alguma relação entre estas variáveis, pelo que se levanta a terceira hipótese de investigação.

H3: A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associada com a robustez do Governo das Sociedades.

Nível de Internacionalização

Uma empresa internacionalizada e que trabalha com o mercado externo gera uma maior quantidade de informação associada à complexidade das suas operações. Também os

interessados nessas empresas são em maior número, pelo que a informação que por eles é exigida acaba por ser superior – mesmo que essas empresas não possuam valores cotados nos mercados de capitais estrangeiros.

Smith e Taffler (1992) e Rutherford (2003) argumentam que a teoria da sinalização focaliza o comportamento dos gestores na empresa com bom desempenho, sinalizando essa superioridade através da maior transparência na divulgação e na apresentação da informação. Morris (1987) também concorda com esta opinião considerando que a sinalização da superioridade nas práticas de gestão e divulgação atrai mais investimentos.

Sendo assim e atendendo à Teoria da Sinalização, as suas entidades gestoras estão mais interessadas em divulgar bons níveis de informação para que os seus investidores identifiquem e reconheçam a sua presença em mercados externos. Essa divulgação – até muitas vezes voluntária - será tida como um bom sinal (Cooke, 1989a; Raffournier, 1995; Depoers, 2000) e os custos de agência, perante a disponibilização de mais informação, deverão diminuir.

A internacionalização não sucede apenas no campo da produção, existindo também uma internacionalização da dimensão do Governo das Sociedades das empresas sendo estas as empresas que os investidores procuram e cujos interesses tomam em consideração (Hassel, Höpner, Kurdelbusch, Rehder & Zugehör, 2003).

Por outro lado, as empresas que operam em várias zonas geográficas tendem a possuir sistemas de relato financeiro mais complexos, dinâmicas mais complexas e maiores níveis de divulgação (Lopes & Rodrigues, 2007). Estas ligações internacionais podem explicar a escolha por um determinado modelo de governação. Principalmente porque tal escolha pode sinalizar ao mercado e aos investidores estrangeiros que a empresa segue as melhores práticas. Logo, estas tendem a mimetizar as estruturas internas, processos e procedimentos de acordo com as práticas internacionais, tentando criar uma efetiva cultura global (Goodman, 2006).

Tendo em conta o exposto será relevante levantar a quarta hipótese de investigação:

H4: A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com o grau de internacionalização da empresa.

Dimensão

Segundo a teoria da agência, as empresas de maior dimensão estão associados a maiores custos de agências (Jensen & Meckling, 1976), dado estarem perante maiores conflitos de interesses entre os gestores e os acionistas/investidores. Quanto maior for a dimensão da empresa, maior será a necessidade de informação por parte dos interessados internos e externos para os atenuar (García-Meca, Parra, Larrán & Martínez, 2005), e por esse motivo as empresas vêm-se obrigadas a divulgar mais informação por forma a reduzir a assimetria de informação que as caracteriza.

A teoria dos custos políticos é normalmente utilizada em estudos de investigação sobre a variação do nível de divulgação quando está em causa a dimensão como variável explicativa da divulgação (Wallace, Nasser & Mora, 1994; Williams, 2001; Oliveira, Rodrigues & Craig, 2006; Lopes & Rodrigues, 2007; Macagnan, 2009; Kang & Gray, 2011; Tsalavoutas, 2011; Alberti-Alhtaybat, Hutaibat & Al-Htabat, 2012). A teoria dos custos políticos é explicada no estudo que rodeia as teorias explicativas da divulgação. Deegan (2009) sustenta que a empresa enfrenta custos como resultado da atenção que sobre ela recai por parte do Estado ou de outros grupos.

O que sucede, é que empresas de maior dimensão atraem a si atenção que se pode concretizar num aumento de impostos e taxas, pagamentos ou boicotes aos seus produtos. Existem formas da empresa reduzir ou diferir os ganhos ou evitar tal atenção e essas políticas e que passam pela divulgação financeira voluntária, pois elevados níveis de divulgação melhora a confiança e reduz esses custos (Watts & Zimmerman, 1978; Wallace *et al.*, 1994; Oliveira *et al.*, 2006; Costa, 2012). O não cumprimento da divulgação obrigatória pode acarretar uma investigação das demonstrações financeiras por parte do governo, gerando assim, a necessidade das empresas em divulgarem informação de forma a minimizar esse risco (Tsalavoutas, 2009).

Há estudos realizados por vários autores (Prather-Kinsey & Meek, 2004; Guerreiro, 2006; Al-Shammari, Brown & Tarca, 2008; Setyadi, Brown & Tower, 2009; Al-Akra, Ali & Eddi,

2010; Mutawaa, 2010; Costa, 2012; Juhmani, 2012) que apontam para uma relação positiva entre a dimensão e o nível de divulgação. Embora Tower, Phil e Ross (1999) e Glaum e Street (2003) não tenham encontrado nenhuma associação entre a dimensão da empresa e o nível de divulgações.

Já atendendo a estudos que relacionem divulgação obrigatória com a dimensão, Wallace *et al.* (1994) concluem que a dimensão, quer seja medida pelo total de ativos quer pelo volume de negócios total, é uma importante variável associada ao nível das divulgações.

Será de esperar que Modelos de Governação mais robustos, modelos estes, com mecanismos internos mais fortes, associados a empresas de maior dimensão, sejam aqueles que tenham menos custos de agência e como tal, também níveis de divulgação mais elevados.

Desta forma, será de levantar a quinta hipótese que relaciona a variável Modelo de Governo das Sociedades com a dimensão da Empresa.

H5 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com a dimensão das empresas

Endividamento

A estrutura financeira de uma empresa reflete o seu nível de endividamento. O nível de endividamento é determinado pela política de investimento da empresa e, devido a questões de agência entre acionistas e gestores, pode influenciar a escolha do modelo de Governo das Sociedades.

Morellec, Nikilov e Schürhoff (2012) consideram que os gestores colocam os seus interesses à frente da melhor estrutura financeira ou grau de endividamento que garanta a riqueza dos acionistas. Os conflitos de interesses dentro de uma organização conduzem a distorções nas políticas corporativas e a níveis reduzidos de desempenho.

Administradores e acionistas divergem sobre decisões operacionais da empresa. Os acionistas por terem os seus investimentos diversificados e menor risco associado preferirão, caso necessário, a liquidação ou encerramento das atividades (Harris & Raviv, 1990, 1991), ao contrário dos gestores, que, pelo seu maior investimento e envolvimento em termos de capital humano e maior exposição ao risco (Fama, 1980; Amihud & Lev, 1981), optarão por continuar a operação da firma.

Outra problemática prende-se com a decisão da alocação dos recursos. Os gestores preferirão sempre evitar a distribuição de dividendos para poderem dispor de um maior fluxo de caixa disponível para financiamento de novos projetos evitando assim, a pressão que os pagamentos fixos de financiamentos externos fazem sobre o nível da performance da empresa (Jensen, 1986). Além disso, um maior nível de alavancagem significa um maior nível de risco de falência por excesso de endividamento e eventual perda de emprego para o gestor (Harris & Ravis, 1988; Stulz, 1988).

Contudo, outros autores apontam para a existência de vantagens para as empresas possuírem dívida. Jensen (1986) defende que através dos juros associados aos empréstimos, os fluxos de caixa disponíveis para os gestores gerirem discricionariamente e em benefício próprio diminuem e em segundo, obriga o gestor a gerir os recursos com mais eficiência, com receio de problemas associados a dificuldades financeiras e em última instância, a falência e processos de insolvência. O custo do endividamento para o gestor é três vezes superior ao custo do endividamento para o acionista, sendo que, mais de metade destes custos para o gestor, provêm do efeito disciplinador do endividamento (Morellec *et al.*, 2012). Um maior endividamento da empresa e o conseqüente compromisso dos gestores com a distribuição regular de fluxos de caixa, diminuem o problema do fluxo de caixa livre e, dessa forma, diminuem os danos causados pelo conflito de interesses entre acionistas e gestores, aumentando o valor para os acionistas (Jensen, 1986).

Contudo, a dívida também tem custos associados ao controle exercido pelos investidores - custos de concordata (Miller, 1977), os custos de obtenção de informações usadas na decisão de liquidar a empresa, sem esquecer os custos com os juros, que também podem esgotar o fluxo de caixa disponível e impedir que a empresa investia em projetos lucrativos (custo de sub-investimento).

Desta forma, a estrutura de capital é determinada pela troca entre os benefícios da dívida e os custos relacionados (Moraes, 2005) e se a mesma, é função da maior ou menor autonomia de decisão dos gestores, será de esperar uma associação entre o grau de endividamento e o modelo de governo das sociedades, pelo que será de levantar a seguinte hipótese de investigação:

H6 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com o nível de endividamento das empresas.

Rendibilidade

Existem vários estudos que demonstram que existe uma relação positiva entre a divulgação e o desempenho da empresa. Ao analisarmos a teoria da agência, podemos concluir que a divulgação financeira é um importante mecanismo de controle da gestão e que os gestores são incentivados a divulgarem a informação para manterem as suas posições e as suas compensações.

Pela teoria da sinalização, percebe-se que as empresas mais rentáveis são as mais incentivadas a divulgar a sua informação para se destacarem da concorrência e evitarem a desvalorização das suas ações. Vários estudos (Raffournier, 1995; Wallace & Naser, 1995; Debreceny & Rahman, 2005; Macagnan, 2009; Ousama, Fatima & Hafiz-Majdji, 2012) permitem encontrar evidência empírica da relação positiva entre o desempenho e a divulgação da informação.

Já segundo a teoria dos custos políticos, as empresas mais rentáveis, são mais incentivadas a divulgar mais informação para que o mercado reconheça e identifique a fonte dos seus lucros. Verrecchia (1983) refere que as empresas divulgam a partir de um certo limiar de rendibilidade e deixam de divulgar, se se encontrarem abaixo desse limite. Contudo, existem estudos que encontraram relações inversas entre as duas variáveis (Cooke, 1989b; García-Meca *et al.*, 2005 e Oliveira *et al.*, 2006).

Pelo exposto e uma vez que empresas de maior rendibilidade estarão mais propensas a divulgar mais informação financeira e essa informação financeira será de maior qualidade, será de levantar uma outra hipótese na nossa investigação.

H7 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associado com a rendibilidade da empresa

Estrutura do Capital Próprio

Um dos principais mecanismos de gestão que influencia os custos de agência das empresas é a estrutura de propriedade. E foi neste sentido que Jensen e Meckling (1976) referem que a concentração da propriedade tem um efeito positivo no desempenho das empresas ao aliviar o conflito de interesses entre os acionistas/proprietário e os gestores. Contudo, há outros autores que referem que os problemas de agência resultam da combinação entre a concentração e o controlo proprietário (Fama & Jensen, 1983). E autores como Jensen e

Ruback (1983) referem a importância de se analisar o tipo da estrutura acionista em vigor, na medida em que sobre o controlo acionista exercido, a literatura é já mais abrangente. Sobre a rendibilidade, Arosa, Iturralde e Maseda (2010) revelam que a relação entre a concentração de propriedade e o desempenho é alterada em função da empresa ser gerida ou não pelo fundador ou seus sucessores.

La Porta *et al.* (1999a) defendem que a estrutura de capital – na dupla vertente de identificação dos detentores do capital e identificação das suas posições – é um importante mecanismo de controlo externo do Governo das Sociedades e os conflitos e custos de agências existentes nas diferentes estruturas de capital são diferentes, caso estejamos perante concentração ou dispersão de capital.

Há diversos estudos empíricos que procuraram analisar e relacionar a estrutura acionista com variáveis como o desempenho e o valor da firma (Demsetz & Lehn, 1985; Morck, *et al.*, 1988; McConnell & Servaes, 1990; Himmelberg *et al.*, 1999 e Anderson & Reeb, 2003), muito embora os diferentes estudos não tenham permitido definir uma relação clara, objetiva e estatisticamente significativa entre estes fatores.

A verdade, é que embora a propriedade de gestão seja um instrumento utilizado para garantir um alinhamento de interesses dos acionistas internos com os interesses dos acionistas externos, podem existir outros fatores que conduzam à manipulação contabilística como forma de garantir benefícios económicos do controlo e a fenómenos como o entrincheiramento (defesa) dos gestores, agravando assim, os custos de agência.

Jiambalvo, Rajgopal e Venkatachalam (2002), defendem que o preço das ações reflete relativamente mais informação sobre resultados futuros face aos resultados correntes à medida que a propriedade institucional aumenta. Estes os resultados são consistentes com o facto dos gestores institucionais poderem exercer um maior grau de monitorização, ajudando assim, a reduzir os custos de agência, via redução dos benefícios que a gestão obtém por via do recurso à utilização de acréscimos discricionários.

Relativamente à temática da utilização de acréscimos contabilísticos, associados à presença de propriedade na gestão, autores como Francis, Maydew e Sparks (1999) concluem que não existe evidência sistemática entre estas variáveis.

Sobre esta questão da estrutura acionista, importa ainda salientar sobre duas importantes realidades das empresas portuguesas: primeiro, o nosso mercado bolsista é relativamente pouco desenvolvido, dominado pela propriedade na posse de famílias e de grandes blocos

acionistas (La Porta *et al.*, 1999a), pelo que será de perspetivar que a presença de propriedade na gestão seja diminuta, bem como a sua capacidade de alinhar os seus interesses com os acionistas de menor dimensão (Góis, 2007); em segundo lugar, a economia portuguesa tem a particularidade de ter sido alvo de diversas expropriações de grandes grupos empresariais após a revolução em 25 de abril de 1974, colocando o Estado numa posição de acionista maioritário em algumas das maiores empresas nacionais.

La Porta *et al.* (1999a), na sua investigação concluem que o Estado é o segundo maior acionista (em média com uma participação de 25%) entre as 20 maiores empresas presentes na Bolsa de Valores Portuguesa, apenas suportado pelas participações detidas por acionistas tipo “Famílias”. Também Faccio e Lang (2002) mostram com a sua investigação continuar a existir, na altura, uma presença relevante do acionista Estado entre as maiores empresas portuguesas.

Contudo durante os últimos anos, tem-se assistido a uma sequência de privatizações das maiores empresas detidas pelo Estado. E o novo papel do Estado como acionista público na privatização das empresas têm-se revelado uma importante fonte de dinâmica para a mudança de governo das sociedades a nível mundial - trabalho de Shin (2001) referenciado em Bech, Bolton e Röell (2005).

Além disso, se o capital social for detido por investidores institucionais estrangeiros, de acordo com a teoria institucional existem incentivos para a escolha de um determinado modelo de governo das sociedades, consistente com o isomorfismo coercivo, normativo e mimético (DiMaggio & Powell, 1983).

Por todas as questões levantadas e referenciadas pelas diferentes evidências empíricas relacionadas com a estrutura acionista, desenvolve-se a oitava hipótese de investigação:

H8: A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associada com a estrutura acionista da empresa

Tipo de Auditor

Um sistema forte de auditoria é uma forma de reduzir os custos de agência e aumentar a credibilidade das divulgações (Ousama *et al.*, 2012). Sabe-se também, pelos estudos de Becker, Defond, Jiambalvo e Subramanyam (1998) que a auditoria numa empresa reduz a assimetria da informação entre gestores e acionistas, permitindo a validação dos dados

financeiros. A qualidade na auditoria permite detetar práticas de gestão questionáveis (empresas com menos qualidade ao nível da auditoria, conseguem mais facilmente prever a gestão de resultados), tendo-se comprovado que existe uma relação direta entre a gestão de resultados eficiente e a qualidade de auditoria - empresas com contas auditadas mostram uma menor probabilidade de gerir resultados.

O facto de as empresas apresentarem contas auditadas é um sinal de qualidade das empresas, existindo um maior constrangimento em empreender uma gestão de resultados oportunista (Moreira, 2006).

As empresas que têm como auditores as designadas Big4, têm geralmente níveis de divulgação elevados (Archambault & Archambault, 2003; Oliveira *et al.*, 2006; Tsalavoutas, 2011). Há motivos aparentes para estas empresas de auditoria de grande dimensão incentivarem as empresas, suas clientes, a produzirem e a divulgarem mais informação financeira (quer em volume, quer em abrangência). Na verdade, é expectável que estas empresas de auditoria, procurem garantir o seu bom nome no mercado garantindo a fidelização dos seus clientes e procurem, em simultâneo, desenvolver as suas próprias competências.

Esta temática não é recente, já DeAngelo (1981) argumentava que as empresas de auditoria de grande dimensão conduzem a uma maior qualidade (independência do auditor) na medida em que, um cliente por si só, não tem peso significativo num auditor de grande dimensão e o auditor tem uma reputação a perder (toda uma clientela), perante erros nos relatos.

Especificamente, a evidência indica que as empresas com uma maior e mais precisa monitorização, devido aos custos mais elevados de agência, são mais propensas a recorrer às empresas de auditorias de maior dimensão - Big 4 - (Francis & Wilson, 1988; Defond, 1992; Francis *et al.*, 1999).

Uma segunda linha de argumentação defende que as empresas com maior nível de incerteza e conseqüentemente, uma maior assimetria de informações entre a empresa e acionistas, são as que possuem um maior incentivo para contratar um auditor mais credível e de renome e que tenha, a si associado, uma qualidade intrínseca (Francis, 2004). Este argumento tem sido fundamentado em especial no contexto das primeiras Ofertas Públicas de Aquisição e as evidências indicam que há uma redução da assimetria de informação e, conseqüentemente, há menos *underpricing* quando estas empresas possuem a si associados auditores de renome (Beatty, 1989; Willenborg, 1999).

Na literatura, existem diversos estudos empíricos que procuram estudar se o tipo de auditor usado influencia ou não a divulgação financeira. Existem estudos, como os de Morais e Fialho (2008) que não encontram qualquer relação estatisticamente positiva entre o fator “tipo de auditor” e a divulgação financeira e os estudo de Wallace *et al.* (1994) e de Ousama *et al.* (2012) embora menos vinculativos, concluem que não existe uma forte associação entre o “tipo de auditor” e a divulgação da informação. Mas a verdade, é que a maioria dos estudos apontam para uma efetiva relação entre estas variáveis e concluem respetivamente, que o grau de divulgação está significativamente relacionado com a dimensão da firma de auditoria (Raffournier, 1995; Wallace & Naser, 1995; Depoers, 2000; Oliveira *et al.*, 2006; Lopes & Rodrigues, 2007; Adelopo, 2011; Tsalavoutas, 2011; Whiting & Woodcock, 2011). O que parece é não existir um consenso absoluto, muito embora as evidências empíricas que apontam para uma associação positiva entre a divulgação e a firma de auditoria serem muito superiores. Além disso, este tipo de empresas internacionais de contabilidade (Big4), parecem encorajar a escolha por um determinado modelo de governação. Estas empresas têm incentivos para reforçar as suas competências, conhecimentos, prestígio, experiência internacional e reputação aconselhando, através do isomorfismo mimético, a que os seus clientes sigam as melhores práticas a nível internacional. E mais, eles promovem um conjunto de valores profissionais que facilitam essa adoção, concordante com os valores dos investidores internacionais e, consistente com o isomorfismo normativo (DiMaggio & Powell, 1983). Sendo assim, a nona hipótese de investigação é definida como:

H9 – A seleção do modelo de Governo das Sociedades está associada com o tipo de auditor.

Perfil de Cotação

A relação entre a divulgação de informação e o perfil de cotação (*listing status*) na Bolsa de Valores está baseada nos pressupostos dos custos de agência (Lopes & Rodrigues, 2007). As empresas cotadas em bolsa de valores têm tendência para possuir uma maior notoriedade e visibilidade quando comparadas com as empresas não cotadas e esta visibilidade social, segundo Branco e Rodrigues (2006) e Oliveira *et al.* (2006), tem a propensão para as expor a um maior nível de monitorização por parte dos *stakeholders*. Além disso, as empresas

cotadas estão mais expostas à monitorização dos acionistas e o seu perfil de cotação pode também estar associado à intenção da empresa cotada pretender assinalar a sua força financeira (Oliveira *et al.*, 2013).

Além do mais, as empresas cotadas têm um maior número de acionistas que as empresas não cotadas. Um maior número de acionistas tem a si associado mais custos de agência (Jensen & Merkling, 1976), associados à necessidade, de serem implementados diferentes mecanismos de monitorização (Cooke, 1998a,b).

Em 2012, a pedido da Associação das Empresas Portuguesas Emitentes de Valores Cotados em Mercados (AEM) e com o apoio da NYSE EURONEXT, a Universidade Católica levou a cabo, e pelo terceiro ano consecutivo, um estudo relativo às práticas de governação levadas a cabo pelas empresas com ações cotadas no mercado português (*Euronext Lisbon*). Para além de terem chegado à conclusão de que na generalidade, o grau de acolhimento das recomendações mais relevantes do Código de Governo das Sociedades pelas empresas cotadas em 2012 era elevado, concluíram que “*que em geral, este acolhimento é superior entre as empresas que compõem o PSI20*” (Católica-Lisbon School of Business & Economics, 2013, p.14). Este estudo chegou à conclusão que existe, em termos estatísticos, uma relação positiva muito significativa entre o valor do Índice do grau de acolhimento e o facto de a empresa pertencer ao índice PSI 20. O mesmo, concluem Alves e Mendes (2009), já que também encontram esta mesma relação positiva.

Pelo exposto e porque será de esperar que custos de agência mais reduzidos estejam associados maiores níveis de divulgação, é de esperar que para contrabalançar os custos de agência mais elevados pelo maior número de acionistas, as empresas com determinado perfil de cotação na Bolsa de Valores divulguem mais informação. Na mesma linha de pensamento, levanta-se a décima hipótese de investigação:

H10 – O modelo de Governo das Sociedades está associado ao perfil de cotação da empresa

6.3. Metodologia

6.3.1. Amostra

A população deste estudo é composta pelas sociedades portuguesas com valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliário *Euronext Lisbon* a 31 de dezembro

de cada ano, entre o período de 2006 a 2013. Para determinar quais as empresas que estavam cotadas a 31 de dezembro de cada um dos 8 anos, solicitou-se a colaboração da *Euronext* que facultou uma listagem com a informação pedida.

As empresas financeiras foram excluídas, pois estas empresas apresentam modelos de negócios totalmente diferentes do das empresas não financeiras, são publicamente mais visíveis e facilmente escrutinadas pelos seus *stakeholders* relevantes. Além disso, tendo em conta o seu papel crucial na sustentabilidade da economia de mercado e estabilidade do mercado financeiro, estão a expostas a uma multiplicidade de riscos, que por si só exigem a adoção de modelos de governação mais exigentes (Oliveira *et al.*, 2011, 2013). Foram também excluídas do estudo, por falta de informação e por estarem cotadas durante um período de tempo muito curto as empresas: CIN (ano 2006) e Papelaria Fernandes (2006 a 2009).

O caso específico da EDP Renováveis, S.A. foi tido em consideração. Apesar de ser uma sociedade de direito espanhol, encontra-se cotada no mercado regulamentado português e se sujeita às recomendações da CMVM. A amostra final traduz um conjunto de dados em painel (não balanceado), ao longo de 8 anos (2006-2013), perfazendo um total de 310 observações (Tabela 1).

Tabela 1 – Caracterização da amostra

Anos	Modelos de Governo das Sociedades				Total
	MLS	MLR	MD	MAS	
2006	22	11	1	1	35
2007	2	28	1	6	37
2008	0	31	1	9	41
2009	0	30	1	9	40
2010	0	30	1	9	40
2011	0	30	1	9	40
2012	0	28	1	10	39
2013	0	27	1	10	38
Total	24	215	8	63	310

Definição dos modelos: MLS = modelo latino simples; MLR = modelo latino

reforçado; MD = modelo dualista; MAS = modelo anglo-saxónico.

Uma análise preliminar da tabela 1 demonstra que na amostra selecionada a maioria das empresas adota o Modelo Latino Reforçado, seguido do Modelo Anglo-Saxónico. Atualmente nenhuma empresa segue o Modelo Latino Simples. Apenas uma empresa segue o Modelo Dualista, desde 2006 a 2013. Logo, para efeitos de simplificação da análise, esta empresa foi excluída da análise, sendo a amostra final composta por 302 observações.

6.3.2. Variável dependente

Com o Decreto-Lei n.º 76A/2006, aprovado em Conselho de Ministros a 2 de março de 2006, foi publicado o Código das Sociedades Comerciais (CSC) revisto. Um dos principais objetivos da revisão do CSC foi permitir a atualização e flexibilização dos modelos de governo das sociedades anónimas. De entre as várias alterações ao CSC destacam-se como principais o alargamento do leque de opções quanto a soluções de governação, dando às sociedades anónimas, a possibilidade de adotarem um dos três modelos de organização de administração e fiscalização:

- *Modelo Latino*: este modelo permite dois sub-modelos: o designado Modelo Latino Simples (onde as empresas têm um Conselho de Administração e um Conselho Fiscal ou Fiscal Único) ou o designado Modelo Latino Reforçado (com um Conselho de Administração, um Conselho Fiscal e um Revisor Oficial de Contas (ROC) que não pode pertencer ao Conselho de Administração). Neste último sub-modelo há uma separação da função de supervisão do Conselho de Administração da função de auditoria do Auditor.

- *Modelo Dualista*: onde existe um Conselho Executivo de Administração, um Conselho Geral de Supervisão e um ROC;

- *Modelo Anglo-Saxónico*: neste modelo existe um Conselho de Administração, um Comité de Auditoria e um ROC. O Comité de Auditoria tem de ser composto exclusivamente por membros não executivos e independentes do Conselho de Administração e pelo menos um membro, tem de ter formação específica em contabilidade e auditoria.

O presente estudo pretende averiguar quais, dentro de um conjunto de variáveis independentes, aquelas que mais influenciam e determinam a escolha do modelo de governo das sociedades das empresas cotadas na *Euronext Lisbon*. Para o efeito, foram recolhidos todos os Relatórios¹¹ sobre o Governo das Sociedades das empresas incluídas na amostra,

¹¹ Relatórios estes disponibilizados no site oficial da CMVM - <http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/contas.cfm>

tendo os mesmos sido analisados no sentido de avaliar qual o modelo de governação que a empresa j seguiu no ano t .

Os dados da tabela 2 espelham um maior detalhe da caracterização da amostra apresentada na tabela 1. Os resultados evidenciam que entre os anos em as empresas procederam a modificações nos seus modelos de governação: a) uma significativa mudança do Modelo Latino Simples para o Modelo Latino Reforçado entre os anos 2006 e 2007; b) mudança do Modelo Latino para o Modelo Anglo-Saxónico entre os anos 2006 e 2013.

Tendo em conta a amostra definida, o presente estudo pretende averiguar, numa primeira fase, quais os fatores que explicam a mudança do Modelo Latino Simples para o Latino Reforçado, mudança essa evidente entre os anos 2006 e 2007, tendo em consideração uma subamostra que inclui apenas as empresas que em 2006 tinham o Modelo Latino Simples e em 2007 mudaram para o Modelo Latino Reforçado ($N = 60$). Para o efeito, a variável dependente foi avaliada da seguinte forma: assumiu o valor de “1” se a empresa adotou o Modelo Latino Reforçado e assumiu o valor “0” se a empresa adotou o Modelo Latino Simples.

Numa segunda fase, o estudo pretende averiguar quais os fatores que explicam a mudança do Modelo Latino para o Modelo Anglo-Saxónico, ao longo do período temporal da amostra: 2006-2013 ($N = 302$). Para o efeito, a variável dependente foi avaliada da seguinte forma: assumiu o valor de “1” se a empresa adotou o Modelo Anglo-Saxónico e assumiu o valor “0” se a empresa adotou o Modelo Latino.

Tabela 2 - Modelos de governação adotados pelas empresas incluídas na amostra

Empresas da amostra	Modelos de Governo das Sociedades							
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cimpor	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MAS	MAS
Teixeira Duarte	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Corticeira Amorim	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
J Martins	MLS	MLS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Cofina	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Altri, SGPS, S.A.	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
REN, SGPS, S.A.		MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Brisa	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	
F. Ramada			MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Semapa	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Cires	MLR	MLR	MLR					
Compta	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Estoril Sol	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Fisipe	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR		
GALP Energia, SGPS, SA	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Parede/GLINT	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Média Capital	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Ibersol	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Impresa	MLS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Inapa	MLS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Lisgráfica	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Martifer		MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Mota Engil	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
NovaBase	MLR	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Portucel	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Reditus	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Imob. Const. Grão Para	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
SAG Sol Aut Globais	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Soc. Com Orey Antunes	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Sumolis/Sumol	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Sonae, SGPS	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Sonae Capital			MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Sonae Indústria - SGPS, S.A.	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Sonacom - SGPS, S.A.	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
Portugal Telecom, SGPS, S.A.	MLS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
ZON Multimédia/NOS			MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MLS
Salvador Caetano/Toyota	MLS	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
VAA	MLS	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR
EDP Renováveis			MAS	MAS	MAS	MAS	MAS	MAS
Grupo Soares da Costa	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR	MLR

Definição dos modelos: MLS = modelo latino simples; MLR = modelo latino reforçado; MD = modelo dualista; MAS = modelo anglo-saxónico

6.3.3. Variáveis independentes

A tabela 3 descreve as variáveis independentes, a forma como foram avaliadas e os respetivos sinais esperados.

Tabela 3 - Definição das variáveis independentes

Variáveis independentes	Mensuração	Sinal previsto
Concentração acionista	Participações Sociais Qualificadas > 2%	?
	Maior de percentagem de direitos de voto num Único Acionista	
Independência do Conselho de Administração	Percentagem de Administradores Não Executivos Independentes sobre o Total de Membros do Conselho de Administração	?
Robustez do Governo das Sociedades	Grau de Cumprimento Percentual das Recomendações da CMVM	?
Internacionalização	Percentagem de Volume de Negócios no Mercado Externo sobre o Volume de Negócios Total	?
Dimensão	Total do Ativo (Milhões de euros)	?
	Volume de Negócios (Milhões de euros)	?
	Número de Empregados	?
Endividamento	Rácio de Endividamento = Total do Passivo / Total do Ativo	?
Rendibilidade	Return on Equity = Resultado Líquido / Capital Próprio	?
	Taxa de crescimento do Volume de Negócios = (Volume Negócios _t - Volume Negócios _{t-1}) / Volume de negócios _{t-1}	?
Estrutura Acionista	Estrutura do Capital Próprio: público Variável dummy= assume 1 se a empresa possuir capitais públicos e 0 no caso contrário	?
	Estrutura do capital Próprio: privado/estrangeiro Variável dummy= assume 1 se a empresa possuir capitais privados/estrangeiros e 0 no caso contrário	?
Tipo de Auditor	Variável dummy = 1 se a empresa for auditada por uma firma de auditoria internacional classificada como Big4 e 0 no caso contrário	?
Perfil de Cotação	Variável dummy = 1 se a empresa cotada no mercado de valores mobiliários Euronext Lisbon pertencer ao índice bolsista PSI20 e 0 no caso contrário	?

Concentração acionista

Sendo consistente com os estudos de Lajili (2007), Deumes e Knechel (2008) e de Oliveira *et al.* (2011), recorreremos às *proxies*: *Participações Sociais Qualificadas > 2%* e *Maior de Percentagem de Direitos de Voto num Único Acionista* para mensurar a variável

independente *concentração acionista*. A Tabela 4 (painel A) mostra que estas duas variáveis são fortemente correlacionadas, tanto na subamostra (2006-2007), como na amostra total (2006-2013).

Tabela 4 - Matriz de correlações entre as *proxies* de concentração acionista e dimensão

Variáveis	Anos 2006-2007						Anos 2006-2013					
	Total de ativos		Volume de negócios		N.º de empregados		Total de ativos		Volume de negócios		N.º de empregados	
	N	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value	N	Coefficiente	p-value	Coefficiente	p-value
<i>Painel B: Variável concentração acionista</i>												
Participações qualificadas > 2%	60	1.000					302	1.000				
Maior percentagem de direitos de voto	60	0.876	0.000	1.000			302	0.534	0.000	1.000		
<i>Painel A: Variável dimensão</i>												
Total de ativos	60	1.000					302	1.000				
Volume de negócios	60	0.695	0.000	1.000			302	0.621	0.000	1.000		
N.º de empregados	60	0.562	0.000	0.472	0.000	1.000	302	0.556	0.000	0.580	0.000	1.000

Para evitar problemas de potencial colineariedade foi efetuada uma análise de componentes principais e gerado um índice de concentração acionista. A Tabela 5 mostra que a unidimensionalidade foi assegurada, pois apenas um componente foi extraído, explicando 93,81% (anos de 2006-2007) e 76,70% (anos de 2006-2013) da variância total (valores próprios >1). A análise de componentes principais foi validada pelo teste de esfericidade de Bartlett, que testa a presença de correlação entre as variáveis e o grau de intercorrelação entre as variáveis foi quantificado pela estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO). O teste de esfericidade de Bartlett é estatisticamente significativo, tanto nos anos de 2006-2007 ($\chi^2 = 83,909$; $p\text{-value} < 0,01$), como nos anos de 2006-2013 ($\chi^2 = 100,50$; $p\text{-value} < 0,01$). A estatística KMO foi considerada razoável (KMO = 0,50).

Foi ainda efetuado um teste de fiabilidade para avaliar o grau de consistência interna entre as várias medidas da variável e confirmar que cada item individual mede o mesmo constructo. A consistência interna foi corroborada pelo alfa de Cronbach (0,696). O componente extraído representa um índice composto de concentração acionista da empresa j no ano t :

Anos de 2006-2007:

$$\text{Concentração acionista}_{jt} = 0,969 \times \text{Participações Qualificadas } >2\%_{jt} + \\ + 0,969 \times \text{Maior Percentagem de Direitos de Voto}_{jt}$$

Anos de 2006-2013:

$$\text{Concentração acionista}_{jt} = 0,876 \times \text{Participações Qualificadas } >2\%_{jt} + \\ + 0,876 \times \text{Maior Percentagem de Direitos de Voto}_{jt}$$

Independência do Conselho de Administração

A variável *Independência do Conselho de Administração* foi avaliada pela percentagem de administradores não executivos independentes sobre o total de membros do conselho de administração (Deumes & Knechel, 2008).

Robustez do Governo das Sociedades

A variável *Robustez do Governo das Sociedades* foi avaliada através do grau de cumprimento percentual das recomendações do governo das sociedades. Para o efeito, foram recolhidos os Relatórios Anuais do Governo das Sociedades emitidos pela CMVM, para os anos de 2006-2013 e disponibilizados no seu site e extraído o grau de cumprimento percentual das recomendações de governo das sociedades, de acordo com avaliação da própria CMVM.

Internacionalização

A variável *Internacionalização* foi avaliada pela percentagem de volume de negócios no mercado externo sobre o volume de negócios total à semelhança de autores como Oliveira *et al.* (2006) que recorreram também a esta forma de mensuração da variável internacionalização.

Tabela 5 - Análise de componentes principais para a variável concentração acionista

Descrição	Anos 2006-2007			Anos 2006-2013		
	Estatística	d	p-value	Estatística	d	p-value
<i>Painél A: KMO e teste de esfericidade de Bartlett</i>						
Estatística KMO	0.500			0.500		
Teste de esfericidade de Bartlett	83.909	1	0.000	100.500	1	0.000
	Valores próprios iniciais			Valores próprios iniciais		
	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa
<i>Painél B: Variância total explicada</i>						
Componente 1	1.876	93.806	93.806	1.534	76.696	76.696
Componente 2	0.124	6.194	100.000	0.466	23.304	100.000
	Componente 1			Componente 1		
<i>Painél C: Matriz de componentes</i>						
Participações qualificadas > 2%		0.969			0.876	
Maior % de direitos de voto		0.969			0.876	

Dimensão

A variável *Dimensão* foi avaliada através de três *proxies*: *Total do Ativo*, *Volume de Negócios*, e *Número de Empregados* à semelhança de autores como Wallace *et al.* (1994) - que usaram quer o total de ativos (assim como Darus, Hamzab & Yusoff, 2013), quer o total de volume de negócios para, nos seus estudos, mensurar a variável dimensão - e Branco e Rodrigues (2008) – que usaram também o volume de negócios e o número de empregados para a mesma mensuração nos seus estudos.

A Tabela 4 (painel A) mostra que estas duas variáveis são fortemente correlacionadas, tanto na subamostra (2006-2007), como na amostra total (2006-2013). Para evitar problemas de potencial colineariedade foi efetuada uma análise de componentes principais e gerado um índice de dimensão. A tabela 6 mostra que a unidimensionalidade foi assegurada, pois apenas um componente foi extraído, explicando 71,91% (anos de 2006-2007) e 72,39% (anos de 2006-2013) da variância total (valores próprios > 1). A análise de componentes principais foi validada pelo teste de esfericidade de Bartlett, que testa a presença de correlação entre as variáveis e o grau de intercorrelação entre as variáveis foi quantificado pela estatística Kaiser-Meyer-Olkin (KMO). O teste de esfericidade de Bartlett é estatisticamente

significativo, tanto nos anos de 2006-2007 ($\chi^2 = 60,448$; $p\text{-value} < 0,01$), como nos anos de 2006-2013 ($\chi^2 = 297,900$; $p\text{-value} < 0,01$). A estatística KMO foi considerada razoável (anos de 2006-2007: KMO = 0,67; anos de 2006-2013: KMO = 0,711). Foi ainda efetuado um teste de fiabilidade para avaliar o grau de consistência interna entre as várias medidas da variável e confirmar que cada item individual mede o mesmo constructo. A consistência interna foi corroborada pelo alfa de Cronbach (0,809). O componente extraído representa um índice composto de dimensão da empresa j no ano t :

Anos de 2006-2007:

$$\text{Dimensão}_{jt} = 0,897 \times \text{total ativos}_{jt} + 0,859 \times \text{volume negócios}_{jt} + 0,785 \times \text{empregados}_{jt}$$

Anos de 2006-2013:

$$\text{Dimensão}_{jt} = 0,854 \times \text{total ativos}_{jt} + 0,865 \times \text{volume negócios}_{jt} + 0,833 \times \text{empregados}_{jt}$$

Tabela 6 - Análise de componentes principais para a variável dimensão

Descrição	Anos 2006-2007			Anos 2006-2013		
	Estatística	d	p-value	Estatística	d	p-value
<i>Painél A: KMO e teste de esfericidade de Bartlett</i>						
Estatística KMO	0.670			0.711		
Teste de esfericidade de Bartlett	60.448	3	0.000	297.900	3	0.000
<i>Painél B: Variância total explicada</i>						
	Valores próprios iniciais			Valores próprios iniciais		
	Total	% de variância	% cumulativa	Total	% de variância	% cumulativa
Componente 1	2.157	71.908	71.908	2.172	72.387	72.387
Componente 2	0.550	18.333	90.241	0.452	15.070	87.457
Componente 3	0.293	9.759	100.000	0.376	12.543	100.000
<i>Painél C: Matriz de componentes</i>						
	Componente 1			Componente 1		
Total de ativos		0.897			0.854	
Volume de negócios		0.859			0.865	
Nº de empregados		0.785			0.833	

Endividamento

A variável *endividamento* foi mensurada através do rácio de endividamento resultante da relação entre o total do passivo e o tal do ativo. O Rácio de Endividamento indica-nos o nível de endividamento de uma empresa e mede o grau de recursos alheios utilizados no financiamento da empresa, permitindo avaliar o grau de dependência da empresa face a terceiros. Autores como William (1966) e James (1980) utilizam este rácio nos seus estudos.

Rendibilidade do Capital Próprio

A variável *rendibilidade* foi avaliada através de duas *proxies*: a) *rendibilidade do capital próprio*, (ROE) mensurada pela relação entre resultado líquido do período e o capital próprio; b) *taxa crescimento do volume de negócios*, mensurada através do rácio (volume de negócios t – volume de negócios $t-1$)/volume de negócios $t-1$. O ROE é um dos indicadores mais usados em vários estudos para mensurar a rendibilidade dos capital próprio em vários estudos (Belkaoui & Karpik, 1989; Tagesson, Blank, Broberg & Collin, 2009; Mia & Mamun, 2011; Darus *et al.*, 2013).

Estrutura do Capital Próprio/Acionista

A variável *estrutura acionista* vai ser medida por duas *proxies*: a) *Estrutura de Capital Próprio – público* e *Estrutura de Capital Próprio – privado/estrangeiro* mensurada através de uma *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa possuir capitais públicos e o valor de 0 no caso contrário; b) *estrutura de capital próprio – privado/estrangeiro* mensurada através de uma *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa possuir capitais privados/estrangeiros e o valor de 0 no caso contrário. Tagesson *et al.* (2009) recorreram às mesmas *proxies* como variáveis *dummy* para mensurar a estrutura de capital próprio (público e privado/estrangeiro). Darus *et al.* (2013) usaram as mesmas *proxies*, mas em valores percentuais.

Tipo de Auditor

A variável *tipo de auditor* foi avaliada através de uma *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa for auditada por uma empresa de auditoria internacional classificada como Big4, e o valor de 0 no caso contrário (Deumes & Knechel, 2008; Lopes & Rodrigues, 2007; Oliveira *et al.*, 2006).

Perfil de Cotação

A variável *Perfil de Cotação* foi avaliada através de uma *dummy* que assume o valor de 1 se a empresa cotada no mercado de valores mobiliários *Euronext Lisbon* pertencer ao índice bolsista PSI20 e o valor de 0 no caso contrário. Lopes e Rodrigues (2007) e Oliveira *et al.* (2006) nos seus estudos usaram a mesma metodologia.

6.3.4. Modelo Econométrico

No presente estudo, como a variável dependente é qualitativa, de escala nominal dicotómica, o modelo de regressão a utilizar é o modelo de *regressão logística* (Maroco, 2007). Para o autor a regressão categorial é de uma aplicação mais extensa pois aceita preditores qualitativos e quantitativos, não assume uma relação linear entre a variável dependente e as covariáveis, não exige que as variáveis preditivas apresentem distribuição normal e é menos sensível a *outliers*, sendo, portanto, “*um método predictivo mais robusto*” (Maroco, 2007, p.83).

O modelo de regressão logística é semelhante ao modelo de regressão linear, no entanto, no modelo logístico a variável resposta Y_i é binária. Uma variável binária assume dois valores, como por exemplo, $Y_i = 0$ e $Y_i = 1$. Como no presente estudo se estabeleceu um conjunto múltiplo de variáveis independentes vai-se recorrer ao modelo de regressão logística múltipla sendo que, para um conjunto de p variáveis independentes denotadas como um vetor $X = (X_1, X_2, X_3, \dots, X_p)$, a função de ligação é dada por

$$g(X) = \ln\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_p X_p$$

e especificada da seguinte forma:

Modelo de Governança $_{jt} = \alpha_0 + \beta_1$ Concentração Acionista $_{jt} + \beta_2$ Independência do Conselho de Administração $_{jt} + \beta_3$ Robustez do Governo das Sociedades $_{jt} + \beta_4$ Internacionalização $_{jt} + \beta_5$ Dimensão $_{jt} + \beta_6$ Endividamento $_{jt} + \beta_7$ Rendibilidade $_{jt} + \beta_8$ Estrutura acionista $_{jt} + \beta_9$ Tipo de auditor $_{jt} + \beta_{10}$ Perfil de cotação $_{jt} + \dots + \mu_{jt}$

Onde $t = \{2006, \dots, 2013\}$ e $j = 1, 2, \dots, n$ ($n =$ amostra não balanceada)

7. RESULTADOS

7.1. Análise descritiva

A Tabela 7 apresenta os resultados da análise estatística descritiva das variáveis dependentes e independentes.

Na tabela 7 (painel B) constata-se que cerca de 20% das empresas optou pelo Modelo Anglo-Saxónico e 80% pelo Modelo Latino. Para a subamostra de 2006-2007, cerca de 65% das empresas optou por uma mudança do Modelo Latino Simples para o Modelo Latino Reforçado (Tabela 7, painel A).

A concentração acionista, baseada no somatório das participações qualificadas superiores a 2% (valor médio = 0,756) e a maioria de direitos de voto detidos por um único acionista (valor médio = 0,499) apresenta valores elevados (Tabela 7, painel B). Estes resultados são consistentes com as características do tecido empresarial Português. Segundo Mota (2003) as empresas Portuguesas são geralmente detidas por uma família, com uma complexa rede de propriedade, onde uma enorme percentagem de participações sociais é detida por um único acionista.

Cerca de 23% do total de membros do conselho de administração são membros não executivos independentes (Tabela 7, painel B). 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).

A robustez do governo das sociedades é elevada (valor médio = 0,766) indicando que em média as empresas cumprem com as recomendações do governo das sociedades emitidas pela CMVM (Tabela 7, painel B). Contudo, existem empresas com baixos níveis de cumprimento (valor mínimo = 0,17).

Em média, o valor do endividamento é elevado (valor médio = 0,741) com valores mínimos de 0,074 e valores máximos de 2,949 (Tabela 7, painel B). Estes resultados evidenciam a forte dependência das empresas de credores externos, nomeadamente da banca. Tal é consistente com as características do tecido empresarial Português, mas exacerbado pela recente crise financeira mundial e a consequente crise de liquidez.

Tabela 7 - Estatísticas descritivas

Análise descritiva							
Variáveis	Mensuração	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Skewness
<i>Painél A: Anos 2006-2007</i>							
Participações Qualificadas > 2%	Porcentagem	60	0,219	96,260	37,042	38,282	0,213
Direitos de Voto	Porcentagem	60	0,090	86,040	24,371	29,213	0,755
Concentração acionista	ACP	60	0,435	176,649	59,510	63,382	0,342
Independência do CA	Porcentagem	60	0,000	0,670	0,217	0,202	0,416
Robustez do GS	Porcentagem	60	0,250	0,920	0,597	0,181	-0,062
Internacionalização	Rácio	60	0,000	0,974	0,343	0,336	0,695
Total de ativos	Meuros	60	23,928	7 026,162	1 430,166	1 853,900	1,473
Volume de negócios	Meuros	60	3,530	12 560,113	1 202,711	2 400,425	3,712
N.º de empregados	Soma	60	121,000	41 300,000	4 946,250	8 390,419	2,972
Dimensão	ACP	60	134,056	39 820,849	6 198,794	8 960,145	2,318
Endividamento	Rácio	60	0,396	2,949	0,765	0,356	4,311
Rendibilidade do Capital Próprio	Rácio	60	-3,615	4,261	0,108	0,835	-0,059
Taxa de crescimento volume de negócios	Porcentagem	60	-0,540	0,930	0,093	0,239	1,294
					Soma	Porcentagem	
Modelo de Governação	Variável <i>dummy</i>	1 = Modelo Latino Reforçado			39	65%	
		0 = Modelo Latino Simples			21	35%	
Estrutura de capitais próprios: Públicos	Variável <i>dummy</i>	1 = Sim			9	15%	
		0 = Não			51	85%	
Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	Variável <i>dummy</i>	1 = Sim			30	50%	
		0 = Não			30	50%	
Tipo de auditor	Variável <i>dummy</i>	1 = Big 4			39	65%	
		0 = Não Big 4			21	35%	
Perfil de cotação	Variável <i>dummy</i>	1 = pertence ao PSI20			25	58%	
		0 = não pertence ao PSI20			35	42%	
<i>Painél B: Anos 2006-2013</i>							
Participações Qualificadas > 2%	Porcentagem	302	0,219	0,997	0,756	0,138	-0,517
Direitos de Voto	Porcentagem	302	0,060	0,950	0,499	0,231	-0,190
Concentração acionista	ACP	302	0,311	1,706	1,099	0,286	-0,303
Independência do CA	Porcentagem	302	0,000	0,890	0,227	0,206	0,457
Robustez do GS	Porcentagem	302	0,170	1,000	0,766	0,184	-0,859
Internacionalização	Rácio	302	0,000	4,144	0,382	0,426	2,936
Total de ativos	Meuros	302	23,928	22 943,791	2 249,515	3 514,074	2,681
Volume de negócios	Meuros	302	0,389	19 620,340	1 415,070	2 897,365	3,763
N.º de empregados	Soma	302	42,000	76 810,000	6 208,083	12 558,505	3,520
Dimensão	ACP	302	72,655	85 176,069	8 316,455	14 120,118	3,015
Endividamento	Rácio	302	0,074	2,949	0,741	0,256	3,588
Rendibilidade do Capital Próprio	Rácio	302	-5,148	27,932	0,155	1,748	13,463
Taxa de crescimento volume de negócios	Porcentagem	302	-0,860	36,070	0,153	2,089	16,992
					Soma	Porcentagem	
Modelo de Governação	Variável <i>dummy</i>	1 = Modelo Anglosaxónico			62	20%	
		0 = Modelo Latino			240	80%	
Estrutura de capitais próprios: Públicos	Variável <i>dummy</i>	1 = Sim			66	22%	
		0 = Não			236	78%	
Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	Variável <i>dummy</i>	1 = Sim			171	57%	
		0 = Não			131	43%	
Tipo de auditor	Variável <i>dummy</i>	1 = Big 4			219	73%	
		0 = Não Big 4			83	28%	
Perfil de cotação	Variável <i>dummy</i>	1 = pertence ao PSI20			120	39%	
		0 = não pertence ao PSI20			182	60%	

A par da recente crise financeira mundial, registou-se uma descida acentuada dos níveis de rendibilidade das empresas. Na amostra considerada, tal não foi exceção, pois os resultados da tabela 7 (painel B) evidenciam baixos níveis de rendibilidade dos capitais próprios (valor médio = 0,155) e baixa taxa de crescimento do volume de negócios (valor médio = 0,153). Os dados da Tabela 7 (painel B) mostram ainda que quanto à estrutura de capitais próprios, cerca de 22% das empresas detêm capitais públicos, mas cerca de 57% das empresas detêm capitais privados/estrangeiros. Cerca de 73% das empresas são auditadas por firmas de auditoria internacionais classificadas como BIG4 e apenas 39% das empresas estão cotadas no índice bolsista PSI20.

7.2. Análise bivariada

A tabela 8 mostra a análise sobre se as variáveis dependentes e independentes seguem uma distribuição normal, evidenciando que, com exceção das variáveis *robustez do governo das sociedades* (Ano 2006-2007: $p\text{-value} > 0,05$) e *concentração acionista* (Ano 2006-2013: $p\text{-value} > 0,01$) nenhuma das variáveis dependentes e independentes apresenta uma distribuição normal ($p\text{-value} < 0,05$).

As tabelas 9 e 10 mostram as matrizes de correlações entre as várias variáveis independentes, para o ano de 2006-2007 e 2006-2013, respetivamente. Os baixos valores nos coeficientes de correlação sugerem que problemas relacionados com a multicolineariedade são mínimos.

7.3. Análise multivariada

7.3.1. Modelo Anglo-Saxónico versus Modelo Latino

Devido ao facto de a variável dependente ser dicotómica, foi usado um modelo de regressão logística (*logit*), após controlo dos efeitos anuais de cada exercício económico. Para o efeito, foram geradas sete variáveis *dummy*, que foram incluídas no modelo como variáveis de controlo: Ano 2007, Ano 2008, Ano 2009, Ano 2010, Ano 2011, Ano 2012 e Ano 2013.

A tabela 11 apresenta os resultados do modelo de regressão, para os anos 2006-2013, ou seja, tendo em conta a variável dependente que avalia a escolha entre o modelo de governação anglo-saxónico em alternativa ao modelo de governação latino. Para testar a multicolineariedade foram calculados os *Value Inflated Factors* (VIF). A colineariedade não

gera problemas na interpretação dos resultados do modelo, já que o VIF mais elevado não ultrapassa o valor de 10.

Quanto ao ajustamento do modelo, a estatística LR é estatisticamente significativa (LR = 112,174; $p\text{-value} = 0,000 < 0,01$), indicando que pelo menos uma variável independente influencia significativamente a variável dependente como ajustado pelo modelo. Verifica-se também a significância do ajustamento do modelo completo, pois o teste de Hosmer & Lemeshow não é estatisticamente significativo ($\chi^2_{HL} = 12,249$; $p\text{-value} > 0,05$), concluindo-se que os valores estimados pelo modelo são próximos dos valores observados, ou seja, o modelo ajusta-se aos dados. Os valores dos Pseudo- R^2 de McFadden ($R^2_{MF} = 0,366$), de Cox & Snell ($R^2_{CS} = 0,310$) e de Nagelkerke ($R^2_N = 0,487$) sugerem um modelo com qualidade adequada.

Tabela 8 - Teste à normalidade das distribuições

Testes à distribuição normal

	Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	p-value	Estatística	df	p-value
<i>Painél A: Anos 2006-2007</i>						
Participações Qualificadas > 2%	0,327	60	0,000	0,760	60	0,000
Direitos de Voto	0,290	60	0,000	0,781	60	0,000
Concentração acionista	0,319	60	0,000	0,782	60	0,000
Independência do CA	0,201	60	0,000	0,883	60	0,000
Robustez do GS	0,101	60	0,200	0,965	60	0,085
Internacionalização	0,170	60	0,000	0,856	60	0,000
Total de ativos	0,242	60	0,000	0,760	60	0,000
Volume de negócios	0,309	60	0,000	0,500	60	0,000
N.º de empregados	0,283	60	0,000	0,574	60	0,000
Dimensão	0,249	60	0,000	0,672	60	0,000
Endividamento	0,214	60	0,000	0,600	60	0,000
Rendibilidade do Capital Próprio	0,363	60	0,000	0,440	60	0,000
Taxa de crescimento volume de negócios	0,183	60	0,000	0,840	60	0,000
<i>Painél B: Anos 2006-2013</i>						
Participações Qualificadas > 2%	0,068	302	0,002	0,972	302	0,000
Direitos de Voto	0,138	302	0,000	0,959	302	0,000
Concentração acionista	0,057	302	0,021	0,983	302	0,001
Independência do CA	0,207	302	0,000	0,892	302	0,000
Robustez do GS	0,136	302	0,000	0,917	302	0,000
Internacionalização	0,185	302	0,000	0,754	302	0,000
Total de ativos	0,263	302	0,000	0,649	302	0,000
Volume de negócios	0,313	302	0,000	0,490	302	0,000
N.º de empregados	0,312	302	0,000	0,489	302	0,000
Dimensão	0,281	302	0,000	0,579	302	0,000
Endividamento	0,125	302	0,000	0,748	302	0,000
Rendibilidade do Capital Próprio	0,385	302	0,000	0,178	302	0,000
Taxa de crescimento volume de negócios	0,395	302	0,000	0,083	302	0,000

Tabela 9 - Matriz de correlações para o ano de 2006-2007

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) Constante	1,000													
(2) Concentração acionista	0,806	1,000												
(3) Independência do CA	0,180	0,228	1,000											
(4) Robustez do GS	0,220	0,176	0,054	1,000										
(5) Internacionalização	0,000	0,000	0,531	-0,012	1,000									
(6) Dimensão	-0,636	-0,533	-0,395	-0,512	-0,272	1,000								
(7) Endividamento	0,311	0,203	-0,093	0,537	-0,107	-0,383	1,000							
(8) Rentabilidade do Capital Próprio	0,106	0,121	0,312	0,080	0,209	-0,377	-0,132	1,000						
(9) Taxa de crescimento volume de negócios	0,255	0,241	0,082	0,345	-0,159	-0,361	0,268	-0,071	1,000					
(10) Estrutura de capitais próprios: Públicos	-0,816	-0,539	-0,194	-0,295	0,002	0,570	-0,297	-0,050	-0,387	1,000				
(11) Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	-0,164	0,016	-0,268	-0,108	-0,195	0,160	-0,120	0,067	-0,234	0,163	1,000			
(12) Tipo de auditor	0,448	0,582	0,146	0,061	0,171	-0,282	0,170	-0,003	0,280	-0,396	-0,254	1,000		
(13) Perfil de cotação	-0,665	-0,657	0,015	-0,010	-0,010	0,476	-0,245	-0,041	-0,050	0,354	-0,283	-0,444	1,000	
(14) Ano 2006	-0,546	-0,713	-0,129	0,121	0,013	0,095	0,138	-0,124	0,058	0,184	-0,005	-0,342	0,392	1,000

Tabela 10 - Matriz de correlações para os anos 2006-2013

Variáveis	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(1) Constante	1,000																			
(2) Concentração acionista	0,007	1,000																		
(3) Independência do CA	-0,259	0,182	1,000																	
(4) Robustez do GS	0,128	0,174	0,125	1,000																
(5) Internacionalização	0,038	0,033	0,005	0,133	1,000															
(6) Dimensão	0,120	0,120	0,063	-0,048	-0,175	1,000														
(7) Endividamento	-0,148	0,062	0,115	0,079	0,057	-0,044	1,000													
(8) Rentabilidade do Capital Próprio	0,080	0,151	0,111	0,204	-0,020	0,015	-0,227	1,000												
(9) Taxa de crescimento volume de negócios	-0,084	-0,069	0,024	0,110	-0,082	-0,124	0,060	0,022	1,000											
(10) Estrutura de capitais próprios: Públicos	-0,239	0,372	0,340	0,141	-0,066	0,103	0,000	0,080	0,058	1,000										
(11) Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	-0,162	-0,013	0,004	-0,049	0,343	-0,065	0,264	-0,352	0,138	0,048	1,000									
(12) Tipo de auditor	-0,319	-0,139	0,081	-0,026	-0,290	-0,227	0,268	0,059	0,153	0,021	-0,118	1,000								
(13) Perfil de cotação	-0,151	0,083	-0,142	-0,186	0,044	-0,640	0,028	-0,184	-0,143	-0,130	-0,102	0,105	1,000							
(14) Ano 2007	-0,765	-0,010	0,085	0,006	0,041	-0,008	0,026	-0,114	-0,040	0,066	0,018	-0,051	0,032	1,000						
(15) Ano 2008	-0,787	0,001	0,117	-0,068	0,035	0,056	-0,041	-0,013	-0,090	0,102	-0,063	-0,061	0,011	0,807	1,000					
(16) Ano 2009	-0,808	-0,055	0,105	-0,175	0,008	0,028	-0,025	-0,047	0,057	0,083	0,018	-0,032	-0,007	0,786	0,825	1,000				
(17) Ano 2010	-0,776	-0,057	0,119	-0,117	0,001	0,061	-0,025	-0,022	-0,027	0,076	-0,022	-0,073	-0,034	0,791	0,832	0,827	1,000			
(18) Ano 2011	-0,768	-0,119	0,100	-0,312	-0,059	0,043	-0,056	-0,025	0,028	0,014	-0,046	-0,036	0,018	0,743	0,798	0,826	0,810	1,000		
(19) Ano 2012	-0,781	-0,118	0,105	-0,331	-0,073	0,033	-0,051	-0,028	0,064	0,057	-0,021	-0,037	0,029	0,737	0,792	0,828	0,808	0,847	1,000	
(20) Ano 2013	-0,783	-0,096	0,124	-0,346	-0,050	0,044	-0,035	-0,035	0,000	0,088	-0,011	-0,069	0,039	0,743	0,803	0,831	0,815	0,849	0,858	1,000

Tabela 11 - Resultados do modelo de regressão logística: anos 2006-2013

	Sinal previsto	Modelo de Governação (1 = modelo anglosaxónico, 0 = modelo latino)				VIF
		Coeficientes	Wald	z	p-value	
Constante		-5.312	18.348	-4.063	0.000	
Concentração acionista	?	0.194	0.765	0.769	0.382	1.263
Independência do CA	?	1.347	29.592	5.842	0.000	1.158
Robustez do GS	?	1.046	11.001	3.538	0.001	2.312
Internacionalização	?	-0.304	1.740	-1.294	0.187	1.361
Dimensão	?	0.439	2.146	1.495	0.143	2.173
Endividamento	?	0.108	0.184	0.433	0.668	1.200
Rendibilidade do Capital Próprio	?	0.261	1.088	1.202	0.297	1.347
Taxa de crescimento volume de negócios	?	0.239	1.263	1.257	0.261	1.244
Estrutura de capitais próprios: Públicos	?	2.012	19.997	4.488	0.000	1.085
Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	?	0.455	0.877	0.857	0.349	1.493
Tipo de auditor	?	1.036	3.182	2.142	0.074	1.339
Perfil de cotação	?	-1.097	3.552	-1.782	0.059	1.954
Ano 2007	?	2.349	3.798	1.756	0.051	1.848
Ano 2008	?	2.346	3.982	1.786	0.046	1.996
Ano 2009	?	2.241	3.513	1.728	0.061	2.132
Ano 2010	?	2.349	3.867	1.773	0.049	2.025
Ano 2011	?	1.601	1.623	1.213	0.203	2.468
Ano 2012	?	1.822	2.057	1.315	0.151	2.653
Ano 2013	?	1.860	2.133	1.332	0.144	2.640
Ajustamento do modelo:						
Estatística LR			112.174		0.000	
Pseudo-R ²						
McFadden R ²			0.366			
Cox & Snell R ²			0.310			
Nagelkerke R ²			0.487			
Teste de Hosmer & Lemeshow			12.249		.140	
Normalidade dos resíduos						
Teste de Jarque-Bera			4,136.781		0.000	

A *Independência do Conselho de Administração*, a *Robustez do Governo das Sociedades* e a *Estrutura de Capitais Próprios – Pública* estão positivamente associadas ($p\text{-value} < 0,01$) com a variável dependente modelo de governação adotado. Estes resultados suportam as hipóteses H2, H3 e H8. As empresas que durante o período temporal de 2006-2013 adotaram o modelo Anglo-Saxónico em detrimento do Modelo Latino são empresas com níveis elevados de independência do conselho de administração, possuem práticas de governo das sociedades robustas, pois apresentam maiores níveis de cumprimentos das recomendações sobre governo

das sociedades emitidas pela CMVM e os seus capitais próprios detêm participações de capital público.

As restantes variáveis independentes (*concentração acionista, internacionalização, endividamento, rendibilidade do capital próprio, taxa de crescimento do volume de negócios, estrutura de capitais próprios - privados/estrangeiros, tipo de auditor e perfil de cotação*) não estão associados ($p\text{-value} > 0,05$) com a variável dependente modelo de governação adotado. Estes resultados não suportam as hipóteses H1, H4-H7 e H9-H11.

De notar que o comportamento ostentado pelo coeficiente obtido pela variável preditora *Independência do Conselho de Administração* - mensurada pela proxy *Porcentagem de Administradores Não Executivos Independentes/Total de Membros do Conselho de Administração* - vai de encontro ao preconizado na literatura existente. Segundo os estudos de Weisenbach (1988) e Brickley *et al.* (1994) estes mesmos autores estabelecem, à semelhança do nosso estudo, também uma relação positiva entre a independência do Conselho de Administração e as práticas coerentes com o Governo das Sociedades de elevada robustez. O estudo de Peasnell, Pope e Young (2005), que demonstra existir uma relação inversa entre a independência do órgão de gestão e a gestão de resultados revela exatamente a relação direta entre esta independência do Conselho de Administração e as boas práticas de Governo das Sociedades. Uma série de outros estudos (Conger, Finegold & Lawler, 1998; Jonh & Senbet, 1998) também mencionam que, características como a independência (bem como a diligência e a experiência), são os principais ingredientes necessários para um efetivo cumprimento das funções de monitorização - funções estas relevantes, para um modelo de Governo das Sociedades robusto.

O nosso estudo vai também em conformidade com as conclusões apresentadas pela Católica-Lisbon School Business & Economics (2013), que demonstra existir uma relação direta entre o Modelo Anglo-Saxónico (modelo mais robusto que o Modelo Latino) e o Grau de Cumprimento das Recomendações. Também chegamos aos mesmos resultados, com o comportamento ostentado pelo coeficiente positivo obtido pela variável preditora *Robustez do Governo das Sociedades* e mensurada pela proxy *Grau de Cumprimento Percentual das Recomendações da CMVM*, demonstrando uma relação positiva entre esta variável dependente e a opção pelo Modelo Anglo-Saxónico.

Relativamente à *Estrutura Acionista*, a nossa variável independente foi avaliada por duas proxies, tendo sido a *proxie Estrutura de Capital Próprio: Público* aquela que apresenta uma relação positiva com o Modelo Anglo-Saxónico. O nosso estudo vai de encontro com os

resultados apresentados pelo estudo de Batista (2009): que identifica os capitais públicos como um determinante na escolha do modelo de governo das sociedades a adotar em Portugal, justificando que esta relação advém da necessidade de ambos os interesses públicos e privados terem de ver os seus interesses salvaguardados.

7.3.2. Modelo Latino Reforçado versus Modelo Latino Simples

Para a subamostra do ano 2006-2007, para efeitos de avaliação das motivações para a empresas cotadas ter optado pelo modelo de governação Latino Reforçado em detrimento do Modelo Latino Simples, foi também usado um modelo de regressão logística (*logit*), após controlo dos efeitos anuais de cada exercício económico. Para o efeito, foi gerada uma variável *dummy*, que foi incluída no modelo como variável de controlo: Ano 2006.

A tabela 12 apresenta os resultados do modelo de regressão, para os anos 2006-2007, ou seja, tendo em conta a variável dependente que avalia a escolha entre o modelo de governação latino reforçado, em alternativa ao modelo de governação latino simples. Para testar a multicolineariedade foram calculados os *Value Inflated Factors* (VIF). A colineariedade não gera problemas na interpretação dos resultados do modelo, já que o VIF mais elevado não ultrapassa o valor de 10.

Quanto ao ajustamento do modelo, a estatística LR é estatisticamente significativa (LR = 36,544; $p\text{-value} = 0,000 < 0,05$, indicando que pelo menos uma variável independente influencia significativamente a variável dependente como ajustado pelo modelo. Verifica-se também a significância do ajustamento do modelo completo, pois o teste de Hosmer & Lemeshow não é estatisticamente significativo ($\chi^2_{HL} = 11,680$; $p\text{-value} > 0,05$), concluindo-se que os valores estimados pelo modelo são próximos dos valores observados, ou seja, o modelo ajusta-se aos dados. Os valores dos Pseudo- R^2 de McFadden ($R^2_{MF} = 0,470$), de Cox & Snell ($R^2_{CS} = 0,456$) e de Nagelkerke ($R^2_N = 0,628$) sugerem um modelo com qualidade adequada.

Tabela 12 – Resultados do modelo de regressão logística: anos 2006-2007

	Sinal previsto	Modelo de Governação (1 = modelo latino reforçado, 0 = modelo latino simples)				
		Coefficientes	Wald	z	p-value	VIF
Constante		2.716	0.906	2.110	0.341	
Concentração acionista	?	0.982	0.717	0.883	0.397	5.807
Independência do CA	?	0.365	0.382	0.665	0.537	1.804
Robustez do GS	?	1.007	2.522	1.637	0.112	1.774
Internacionalização	?	0.137	0.057	0.304	0.812	1.622
Dimensão	?	-2.279	5.482	-2.341	0.019	3.728
Endividamento	?	1.017	3.479	2.062	0.062	1.493
Rendibilidade do Capital Próprio	?	0.351	0.460	0.720	0.498	1.687
Taxa de crescimento volume de negócios	?	0.659	1.701	1.468	0.192	1.320
Estrutura de capitais próprios: Públicos	?	1.957	1.869	1.456	0.172	1.430
Estrutura de capitais próprios: Privados/Estrangeiros	?	0.017	0.000	0.016	0.987	1.816
Tipo de auditor	?	-0.919	0.535	-0.702	0.464	1.915
Perfil de cotação	?	1.407	0.901	1.127	0.343	2.277
Ano 2006	?	-3.166	3.465	-1.816	0.063	4.368
Ajustamento do modelo:						
Estatística LR			36.544		0.000	
Pseudo-R ²						
McFadden R ²			0.470			
Cox & Snell R ²			0.456			
Nagelkerke R ²			0.628			
Teste de Hosmer & Lemeshow			11.680		0.166	
Normalidade dos resíduos						
Teste de Jarque-Bera			6.046		0.049	

A *Dimensão* da empresa está negativamente associada ($p\text{-value} < 0,05$) com a variável modelo de governação adotado. Este resultado suporta a hipótese H5. Ou seja, as empresas com menor dimensão foram aquelas que entre 2006 e 2007 alteraram o seu modelo de governação do Modelo Latino Simples para o Modelo Latino Reforçado.

As restantes variáveis independentes (*concentração acionista, independência do conselho de administração, robustez do governo de sociedades, internacionalização, endividamento, rendibilidade do capital próprio, taxa de crescimento do volume de negócios, estrutura acionista, tipo de auditor e perfil de cotação*) não estão associadas ($p\text{-value} > 0,05$) com a variável dependente modelo de governação adotado. Estes resultados não suportam as hipóteses H1-H4 e H6-H11.

De notar a associação negativa entre a variável preditora *Dimensão* e o Modelo Latino Reforçado, sendo inclusive a única variável independente com uma associação estatisticamente significativa.

Não encontramos na literatura, durante a formulação das nossas hipóteses, fundamentação que nos permitisse antecipar ou prever uma relação entre estas variáveis. O que encontramos foram vários autores (Prather-Kinsey & Meek, 2004; Guerreiro, 2006; Al-Shammari *et. al.*, 2008; Setyadi *el al.*, 2009; Al-Akra *el al.*, 2010; Mutawaa, 2010; Costa, 2012; Juhmani, 2012) que concluem que existe uma relação positiva entre a dimensão e o nível de divulgação.

Fundamentando-nos nos argumentos da Teoria da Agência - em que é defendido que mecanismos internos mais fortes, são aqueles que geram menos custos de agência - e fundamentando-nos na Teoria dos Custos Políticos - que defende que empresas de maior dimensão, enfrentam maiores custos como resultado da atenção que sobre ela recai (Deegan, 2009) - a verdade, é que esta relação negativa acabou por se revelar uma surpresa.

Esta relação negativa, menos esperada, obriga-nos a uma reflexão e a questionarmo-nos do motivo pelo qual, não se enquadra no que ambas as Teorias referidas fundamentam sobre esta temática.

A verdade é no momento do levantamento das Hipóteses, não tendo sido encontrada nenhuma literatura que nos levasse a abordar a variável independente *Dimensão* da perspetiva da Teoria Institucional, a H5 foi apenas pensada tendo por base a perspetiva das Teorias da Agência e dos Custos Políticos.

Sendo assim e, numa breve reflexão, será interessante levantarmos a questão do mimetismo isomórfico explicado pela Teoria Institucional, por forma a ajudar-nos a compreender o porquê deste fenómeno nas empresas portuguesas entre este período.

Para Selznick (1957), a institucionalização acontece constantemente nas organizações e Prates (2000) defende que o “agente” da ação dentro da Teoria institucional é o ambiente organizacional, sendo o ambiente institucional caracterizado pela legitimação social das organizações decorrentes da submissão às regras e normas de atuação formadas, querendo isto dizer, que num ambiente institucionalizado, as empresas necessitam de se submeter a regras, normas, requerimentos por forma a obter legitimidades sociais (Hatch, 1997).

DiMaggio e Powell (1983) identificam três mecanismos através do qual a mudança isomórfica institucional encontra explicação: 1) o isomorfismo coercivo, impostas pelas regulamentações governamentais e as expectativas culturais, capazes de impor uniformização às organizações; 2) o isomorfismo mimético, associado à tendência para as organizações se modelarem em outras organizações; e por fim o 3) isomorfismo normativo originado primeiramente pela

profissionalização (vista como a luta coletiva dos membros de uma ocupação para definir condições e métodos de trabalho (Larson, 1977 e Collins, 1979 citados por Rossetto & Rossetto, 2005).

A verdade é que nos anos que antecederam 2007 houve todo um conjunto de alterações normativas: um novo CSC foi introduzido com o DL 76-A aprovado a 29 de março e as primeiras Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades datada de 1999, sofreram diversas alterações ao longo dos anos¹² tendo, em 2007 estas Recomendações sido substituídas pela CMVM pelo “Código do Governo das Sociedades”, já com um carácter de obrigatoriedade subjacente.

Estamos tentados a aluir, à luz da Teoria Institucional e falar em isomorfismo coercivo para justificar a opção das empresas nacionais de menor dimensão pelo Modelo Latino Reforçado, entre os anos 2006 e 2007. Não conseguimos encontrar outros motivos que possam justificar terem sido as empresas de menor dimensão a optarem por um modelo de governação mais reforçado, senão a pressão coerciva das instituições reguladoras.

¹²Veja-se o Regulamento CMVM n.º. 7/2001; o Regulamento CMVM n.º. 11/2003, o Regulamento CMVM n.º. 10/2005 e o Regulamento CMVM n.º. 6/2006 e o Regulamento 1/2007, todos eles responsáveis por introduzirem sucessivas alterações no documento original de 1999.

8. CONCLUSÕES

O presente estudo propôs-se procurar encontrar evidências empíricas que procurassem explicar, à luz da Teoria da Agência, os fatores que levaram as empresas cotadas na *Euronext*, entre os anos 2006 a 2013, a optarem pelos diferentes Modelos de Governança previstos no atual Código das Sociedades Comerciais.

A revisão da literatura evidenciou um vazio na investigação sobre esta temática em concreto, pelo que o estudo pretendeu averiguar, numa primeira fase, quais os fatores que explicavam a mudança do Modelo Latino Simples para ao Modelo Latino Reforçado – evidente entre os anos 2006 e 2007 - e numa segunda fase, o estudo procurou identificar quais os fatores que estavam associados à opção de escolha, por parte das empresas, entre o Modelo Latino e o Modelo Anglo-Saxónico.

Concluiu-se que a *dimensão* da empresa está negativamente associada ao Modelo Latino Reforçado, querendo isto dizer, que foram as empresas com menor dimensão as que, entre os anos 2006 e 2007, optaram por deixar o Modelo Latino Simples para adotar o Modelo Latino Reforçado.

Embora não se tivesse previsto nas hipóteses levantadas nenhuma relação esperada, na medida em que não se possuía nenhum estudo prévio, a verdade é que os resultados acabaram por permitir associá-los ao isomorfismo coercivo defendido por DiMaggio e Powell (1983), já que estes anos se caracterizaram por sucessivas alterações legislativas e normativas, nomeadamente a própria alteração do CSC com o DL 76-A de 29 de março e as sucessivas alterações das Recomendações da CMVM.

Relativamente ao estudo mais alargado entre os anos 2006 a 2013 (Modelo Latino vs. Modelo Anglo-Saxónico) os resultados foram mais abrangentes e encontradas mais variáveis com capacidades explicativas, todas elas com uma associação positiva: a *Independência do Conselho de Administração*, a *Robustez do Governo das Sociedades* e a presença de capitais públicos na *Estrutura dos capitais*.

O presente estudo possui um conjunto de limitações associadas com alguns campos de investigação que ficam em aberto, nomeadamente, na variável independente *Independência do Conselho de Administração* a inclusão uma outra *proxy*, como o número de elementos que o compõem (Eisenberg, Sundgreen & Wells, 1998; Adam & Mehram, 2002; Anderson *et al.*, 2004; Góis, 2007).

Sendo a Comissão de Auditoria um dos instrumentos utilizados para a monitorização do processo de produção da divulgação financeira (Góis, 2007), seria interessante incluí-la como

variável independente no estudo, avaliada por *proxies* como a percentagem de administradores independentes. Sobre este assunto, por exemplo, Wright (1996) e Carcello e Neal (2000) concluem que existe uma relação inversa entre a probabilidade de receber um relatório de auditoria de continuidade e a percentagem de administradores internos não independentes.

Outras variáveis independentes poderiam ser pensadas como, a presença de Famílias nos Conselhos Executivos, se o lugar do CEO e do Presidente do Conselho de Administração, é ou não desempenhado pela mesma pessoa e se é ou não independente.

Por fim antes de finalizar, seria relevante salientar que também seria muito interessante alargar este estudo, a mais empresas nacionais, não apenas às cotadas na *Euronext*, assim como a outros países que à semelhança de Portugal, recorrem ao Modelo Latino, permitindo corroborar os resultados encontrados.

9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abbott, L., Parker, S. & Peters, G. (2004). Audit committee characteristics and restatements. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(1), p.69–87;
- Abreu, J. (2010). *Governança das Sociedades Comerciais*. Edição 2. Coimbra: Edições Almedina;
- Adam, R. B. & Mehran, H. (2002). *Board Structure Banking firm Performance*. Unpublished paper, Federal Reserve Bank of New York;
- Adelopo, I. (2011). Voluntary disclosure practices amongst listed companies in Nigeria. *Advances in Accounting*, Vol. 27, Issue 2, p. 338-345. doi: 10.1016/j.adiac.2011.08.009;
- Adoody, D. & Kasnik, R. (2000). CEO stock options awards and the timing of corporate voluntary disclosures. *Journal of Accountig and Economics*, Vol. 29, p. 73-100;
- Agrawal, A. & Jaffe, J. (2003b). *The disciplinary motive for takeovers – a review of the empirical evidence. Appendix to Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Nº. 4, December, Do takeover target underperform? Evidence from operating and stock returns;
- Aguiar, A. B. & Frezatti, F. (2009). *Sistemas de Remuneração Gerencial e Orientação Temporal dos Gestores*. Tese de Doutorado, Departamento de Contabilidade e Auditoria da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo;
- Al-Akra, M., Ali, M. & Eddie, I. (2010). The influence of the introduction of accounting disclosure regulation on mandatory disclosure compliance: Evidence from Jordan, *The British Accounting Review*, 42, p.170-186;
- Albert, M. (1993). *Capitalism vs. Capitalism*. Ed. nd, New York: Four Wall Eight Window;
- Alberti-Alhtaybat, L. V., Hutaibat, K., & Al-Htaybat, K. (2012). Mapping corporate disclosure theories. *Journal of Financial Reporting and Accounting* 10(1), p. 73-94;
- Alchian, A. & Demsetz (1972). Production, informations cost and economic organization. *American Economic Review*, Vol. 62 (4), p. 777-95;
- Alistair B., A., Buck , T. & Main B. G. M. (2005). Top Executive Remuneration: A view from Europe. *Journal of Management Studies*, Vol. 42, Issue 7, p. 1493-1506;
- Al-Shammari, B., Brown, P. & Tarca, A. (2008). An Investigation of Compliance with International Accounting Standards by Listed Companies in the Gulf Co-Operation Council Member States. *The International Journal of Accounting*, Vol.43, Issue 1, p. 425-447;
- Alves, C. F. (2000). Deverão os Investidores Institucionais envolver-se no Governo das Sociedades. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários*, Nº. 8, Agosto, p. 91-125;
- Alves, C. F. (2005). *Os Investidores Institucionais e o Governo das Sociedades: Disponibilidade, Condicionantes e Implicações*, Ed. nd, Coimbra: Almedina;
- Alves, C. & Mendes, V. (2009). The portuguese governance codes as factor of change in rules and practices In F. Lopez Iturriaga, (Ed.), *Codes of Good Governance around the World*, Nova Science Publishers;

- Alves, C. & Mendes, V. (2004). Corporate governance policy and company performance: the Portuguese case. *Corporate Governance: an International Review*, Vol. 12(3), p. 290-301;
- Alves, C. & Mendes, V. (2013). Does the latin model of corporate governance perform worse than other models in preventing earnings management? *Applied Financial Economics*, Vol. 23, Nº. 21, p. 1663-1673;
- Amihud, Y. & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate merge. *Bell Journal of Economics*, Vol. 81, Issue 2, p.605-617;
- Anderson, R & Reeb, M. (2003). Founding-family ownership and firm performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, Vol. 53, Issue 3, p. 1301-1327;
- Anderson, R., Mansi, S. A. & Reeb, M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, 3, September, p. 315-342;
- Ang, J., Cole, R. & Lin, J. (2000): Agency costs and ownership structure. *Journal of Finance*, 35, p. 81-106;
- Anggusti *et al.* (2015) Corporate Governance for Employee's Welfare. *International Journal of Social Science Studies*, Vol. 3, Nº 3. doi: 10.11114/ijsss.v3i3.805, disponível em <http://ijsss.redfame.com>;
- Archambault, J. J. & Archambault, M. E. (2003). A Multinational test of determinants of corporate disclosure. *The International Journal of Accounting*. Vol. 38, Issue 2, p. 173-194;
- Arosa, B., Iturralde, T. & Maseda, A. (2010). Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain. *Journal of Family Business Strategy*, 1(2), p. 88-96;
- Ball, R., Kothari, S. P. & Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 29 No. 1, p.1-50;
- Barako, D. G., Hancock, P. & Izan, H.Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 14 No. 2, p. 107-25;
- Batista, C. D. B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Dissertação de Mestrado em Finanças, Faculdade de Economia da Universidade do Porto, Portugal;
- Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement Fraud. *Accounting Review*, 71 , p. 433-465;
- Beatty, R. (1989). Auditor reputation and the pricing of initial public offerings. *The Accounting Review*, p. 693-709;
- Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2003). *Executive compensation as an agency problem*. National Bureau of Economic Research. Workpaper nº. 9813;
- Bech, M., Bolton, P. & Röel, A. (2005). *Corporate Governance and Control*. Finance Working Paper Nr. 02/2002, European Corporate Governance Institute, August;
- Becht, M. & Mayer, C. (2001). The control of Corporate Europe, in Barca.F & Becht, M. (eds), *The Control of Control Europe*, Oxford: Oxford University Press;

- Becker, C., Defond, M., Jiambalvo, J., & Subramanyam, K. (1998). The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research*, Vol.15 , p. 1-24;
- Bedard, J., Chtourou, S., & Courteau, L. (2004). The effect of audit committee expertise, independence, and activity on aggressive earnings management. *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 23(2), p.13–35;
- Bedchuk, L. A. & Weisbach, M. (2009). *The state of corporate research. Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics*. Fischer Collegue of Businee Working Paper Series. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=1508146>;
- Belkaoui, A. & Karpik P. G. (1989). Determinants of the Corporate Decision to Disclose Social Information,. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol.2, Nº.1, p. 36–51. doi:10.1108/09513578910132240;
- Benson, B. W. & Davidson, W. N. (2010). The relation between stakeholder management, firm value and CEO compensation: a test of enlightened value maximization. *Financial Management*, Vol. 39, Issue 3, p. 929-964;
- Bergstresser, D. & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*,80, p. 511-529;
- Berry, A. J. *et al.* (2005). *Management Control: Theories, Issues and Performances*. 2nd Edition. New Yourk: Palgrave Macmillan;
- Bhagat, S. & Black, B. (1999). The Uncertain Relationship Between Board Compositon and Firm Performance. *The Business Lawyer*, Vol. 54, No. 3, pp. 921-963, disponível em: http://www.jstor.org/stable/40687871?seq=1#page_scan_tab_contents;
- Bhagat, S. & Black, B. S. (2002). Board Independence and Long-Term Performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2), p. 231–273;
- Birt, J. L., Bilson, C. M., Smith, T. & Whaley, R. E. (2006). Ownership, competition, and financial disclosure. *Australian Journal of Management*, Vol. 31 No. 2, pp. 235-63;
- Blair, M. M. (1995). *Owneship and Control: rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Edição . Washington: The Brooking Institution;
- Bonner, S. E. & Sprinkle, G. B. (2002). The effects of monetary incentivs on efforts and tasks performance: theories, evidence and a framework for research. *Accounting Organizatons and Society*, Vol. 27, p. 303-345;
- Brammer, S. & Pavelin, S. (2006). Voluntary environmental disclosures by large UK companies. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 33 No. 7, p. 1168-1188;
- Branco, M. C. & Rodrigues, L. L. (2006). Communication of corporate social responsibility by Portuguese banks: a legitimacy theory perspective. *Corporate Communications: An International Journal*, Vol. 11 No. 3, p. 232-48;
- Branco, M. C. & Rodrigues, L. L. (2008). Social responsibility disclosure: a study of proxies for the public visibility of Portuguese banks. *British. Accounting Review*, Vol. 40 No. 2, pp. 161-81;

- Bresley, R., Myers, S. C. & Allen, F. (2008). *Princípios de Finanças Corporativas*, Ed. 8, São Paulo: McGraw-Hill;
- Brickley, J., Cole, J., & Terry, R. (1994). Outside directors and the adoption of poison pills. *Journal of Financial Economics*, 35(3), p. 371–390;
- Bruce, A., Buck, T. & Brian, G. (2005). Top executive remuneration: a view from Europe. *Journal of Management Studies*, Vol. 42, Issue 7, p.1493-1503;
- Buck, T., Bruce, A. C., Main, A. C. B. & Udeni, H. (2003). Long term incentive plans, executive pay and UK company performance. *Journal of management Studies*, Vol. 40, November, p. 1709-1727;
- Burns, N. & Kedia, S. (2006). The impact of performance-based compensation on misreporting. *Journal of Financial Economics* Vol. 79, issue 1, p. 35–67;
- Cadbury, A. (1992). *The financial aspects of corporate governance*. Report of the Comiittee on 1st December 1992;
- Cadima, J. (2010). Modelação Estatística II – Departamento de Matemática do Instituto Superior de Agronomia da Universidade Técnica de Lisboa. Disciplina Matemática Aplicadas às Ciências Biológicas para Mestrado 2º Ciclo, disponível em www.isa.utl.pt/dm/mestrado/mmacb/UCs/me2/slidesGLM-2x3.pdf;
- Campbell, A. (1997). Stakeholder: the case in favour. *Long Range Planning*, Vol. 30, Nº. 3, June, p.446-449;
- Caramonolis-Cötelli, B. (1995). *External and Internal Corporate Control Mechanisms and the Role of the Board of Directors: A Review of the literature*. Working Paper nr 9606, Institute of Banking and Financial Management;
- Carcello, J. & Neal, T. (2000). Audit committee composition and auditor reporting. *Accounting Review*, Vol. 75, p. 453-467;
- Carcello, J. & Neal, T. (2003). Audit committee characteristics and auditor dismissal following new going concern reports. *The Accounting Review*, 78(1), p.95–117;
- Católica-Lisbon School of Business & Economics (2013). *Governo das Sociedades em Portugal em 2012.Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário*. Centro de Estudos Aplicados Católica-Lisbon School Business & Economics;
- Cernat, L. (2010). The emerging European corporate governance model: Anglo-Saxon, Continental, or still the century if diversity. *Journal of European Public Policy*, Vol. 11 (1), pp. 141-166, DOI: 10.1080/1350176042000164343;
- Cheng, Q. & Warfield, T. (2005). Equity incentives and earnings management. *The Accounting Review*, Vol. 80, Nº.2, p. 441-476;
- Choe, C. & Yin, X. (2004). Should executive stock options be abandoned? *Australian Journal of Management*, Vol. 31, Nº. 2, p. 163-179. doi: 10.1177/031289620603100201;

- Chtourou, S. M, Bédard, J. & Courteau, L. (2001). *Corporate Governance and Earnings Management*. Social Science Research Network, disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=275053>;
- Claessens, S., Djankov, S., Lang, L. H. P. (2000). The separations of ownership and control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*. Vol. 58, NO. 1-2, p. 81-112;
- Clarke, T. (1998). The Stakeholder Corporation: A Business Philosophy for the Information Age; *Long Range Planning*, 31(2), p.182-194;
- CMVM (1999). Recomendações sobre o Governo das Sociedades Cotadas disponibilizado:http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/C%C3%B3digo%20de%20Governo%20das%20Sociedades/AnexosGovSoc/Pages/99_indice.aspx;
- CMVM (2004). Código de Governo das Sociedades da CMVM;
- CMVM (2005). Relatório sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades ano 2005;
- CMVM (2006). Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas;
- CMVM (2006). Relatório sobre a divulgação de informação relativa ao governo das sociedades ano 2006;
- CMVM (2007). Código de Governo das Sociedades da CMVM;
- CMVM (2008). Relatório de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM;
- CMVM (2009). Relatório de Avaliação do Cumprimento do Código de Governo das Sociedades da CMVM;
- CMVM (2010). Código de Governo das Sociedades da CMVM 2010 (Recomendações);
- CMVM (2011). Relatório Anual sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal - 2011;
- CMVM (2012). Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal – 2012;
- CMVM (2013). Código de Governo das Sociedades da CMVM (Recomendações);
- CMVM (2013). Relatório anual sobre o governo das sociedades cotadas em Portugal – 2013;
- Collins, R. (1979). *The credential society*. New York: Academic Press;
- Conger, J. A., Finegold, D. & Lawler, E. E. (1998). Appraising boardroom performance. *Harvard Business Review*, 76(1), p.136-148;
- Cooke, T. E. (1989a). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 1(2), 171-195. doi: 10.1111/j.1467-646X.1989.tb00009.x;
- Cooke, T. E. (1989b). Disclosure In The Corporate Annual Reports Of Swedish Companies. *Accounting and Business Research*, 19(74), p. 113-124;
- Core, J., Guay, W. & Larcker, D. (2003). The executive equity compensations and incentives: a survey. *FRRNY Economic Review*, p. 27-50;
- Core, J., Holthausen, R. & D. Larcker (1999). Corporate Governance, CEO Compensation and Firm Performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51, p. 371-406;

- Costa, F. (2012), *A divulgação dos Ativos Fixos Tangíveis segundo a IAS 16 e o seu grau de cumprimento: uma análise ao anexo*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Universidade do Minho, Escola de Economia e Gestão;
- Cunha, V. L. (2005). *Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*. Tese de Mestrado em Contabilidade e Administração. Universidade do Minho – Escola de Economia e Gestão, Portugal;
- Dalton, D., Daily, C., Johnson, J. & Ellstrand, A. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis, *Academy of Management Journal*, Vol. 42 , p. 674-686;
- Danielson, M. G., Heck, J. L & Shaffer, D. R. (2008). Shareholder theory – how opponents and Proponents both get it wrong. *Journal of Applied Finance*, Fall/Winter, p. 62-66;
- Darus, F., Hamzah, E. A & Yusoff, H. (2013). CSR Web Reporting: The influence of Ownership Structure and Mimetic Isomorphism. *Procedia Economics and Finance*, Vol. 7, p. 236-242;
- Debreceeny, R. & Rahman, A. (2005). Firm-specific determinants of continuous corporate disclosures. *International Journal of Accounting* 40(3), p.249-278;
- Dechow, P. M., Sloan, R. & Sweeney, A. (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13(1), p. 1-36;
- Decreto Lei nº 238/98 de 1 de Agosto. Diário da República nº 176/98 - I Série A. Ministério do Ambiente. Lisboa
- Decreto-Lei nº. 76-A/2006 de 29 de março. Diário da República nº. 63 – I Séria. Ministérios das Finanças e da Administração Pública e da Justiça;
- Decreto-Lei nº. 49/2010 de 19 de maio; Diário da República nº. nd – Série nd – Ministério nd;
- Decreto-Lei nº. 88/2011 de 20 de junho de 2011; Diário da República; Série I, Nº. 138;
- Deegan, A. C. (2009). *Financial Accounting Theory*. McGraw-Hill, 2ªEd (Reeimpessão), ISBN: 0070200265, 9780070277267;
- Defond, M. L. (1992). The association between changes in client firm agency costs and auditor switching. *Auditing*, Vol. 11, Issue 1, p-16;
- Del-Brio, E. & Maia-Ramires, E. (2005). *Corporate Governance Mechanisms and their Impact in Managerial Value*. Universidade de Salamanca, documento de trabalho nº. 09/05;
- Demsetz, H. & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Econom*, Vol. 93, p. 1155–1177;
- Demsetz, H. & Villalonga, B. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance. *Journal of Corporate Finance*, Vol.7 (3) pp 209-233, September;
- Denis, D. & McConnell, J. (2003). International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 38 Nº1, p.1-36, March 2003;

- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9(2), 245-263. doi: 10.1080/09638180050129891;
- Deumes, R. & Knechel, R. W. (2008). Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems. *Auditing: a Journal of Practice & Theory*, Vol. 27 No. 1, p. 35-66;
- Dimaggio, P. J. & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, Vol. 48, Nº. 2, p. 147-169;
- Diretivas nº. 2007/36/CE de 11 de junho do Parlamento Europeu e do Conselho Europeu;
- Donaldson, L. (1990). The Etheral Hand: Organizational Economics and Management *Theory. Academy of Management Review*, 15 (3), p.369-381;
- Donaldson, T. & Preston, L. L. (1995). The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, New York, Vol. 20. Nº 1, p. 65-91;
- Eisenberg, T., Sundgreen, S. & Well, M. T. (1998). Larger board size and decreasing firm value firms. *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, Issue 1, April, p. 35-54;
- Elkington, J. (1997). *Cannibals with forks: the triple bottom line of 21st Century Business*. Capstone, Oxford, 402 pp. ISBN 1-900961-27-X;
- Eng, L. & Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22, p. 325-345;
- Faccio, M. & Lang, L. H. P. (2002). The ultimate ownership of Western European corporations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, p. 365–396;
- Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, Vol.88, p. 288-307;
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983a). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, p. 301-325
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983b). Agency problems and residual claims. *Journal of Law and Economics*, Vol.26, p. 327-349.
- Farinha, J. (2003). *Corporate Governance: A Survey of literature*. CETE – Centro de Estudos de Economia Industrial para a Ciência e Tecnologia. Faculdade de Economia do Porto;
- Fernandes, C. A. A. (2014). Governo das Sociedades, custos de agência e crise financeira: que relação?. *Navus - Revista de Gestão e Tecnologia. Florianópolis, SC*, Vol. 4, nº. 1, p. 06-21, jan./jun. 2014, SSN 2237-4558 acessado a 4 de junho de 2015, em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/10146/1/132-783-1-PB-4.pdf>;
- Fich, E. M. & Shivdasani, A. (2006). Are busy boards effective monitors?. *Journal of Finance*, Vol. 61, p. 689-724;

- Filatotchev, I. & Allock, D. (2010). Corporate governance and executive remuneration: a contingency framework. *Academy of Management Perspectives*, 24(1), p. 20-33;
- Firstenberg, P. & Malkiel, B. (1980). Why corporate boards need independent directors. *Management Review*, Vol. 69, Nº, 4, p. 26-38;
- Fisch, E. M. & Shivdasani, A. (2006). Are Busy Board Effective Monitors? *Journal of Finance*, Vol. 6. NO. 2, p.689-724, April 2006;
- Fisher, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic capital structure choice: Theory and tests. *Journal of Finance*, Vol. 43, p. 19-40;
- Florin, B. & Carmen, B. (2013). Management control systems: a review of their components and their underlying independence. *Annals of the University Of Oradea, Economic Science Series*, 22(1), p.1424-1433;
- Francis, J. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review*, 36(4), p.345–368;
- Francis, J. R. & Wilson, E. R. (1988). Auditor changes: a joint test of theory relating to agency cost and auditor differentiation. *The accountitng review*, Vol. LXIII, Nº. 4, p.663-682;
- Francis, J., Maydew, E & Sparks, H. (1999). The role of big6 in the credible reporting of accruals. *Auditing: a Journal of Practice and Theory*, Vol. 18, p. 17-34;
- Frank, J. & Mayer, C. (1996). Hostile takeover and the correction of managerial failure. *Journal of Financial Economics*, Lausanne Switzerland, Vol. 40, Nº. 1, p. 163-18, January;
- Frank, J. & Mayer, C. (2001). Ownership and Control of German Corporations. *Review of Financial Studies*, Vol. 14, NO. 4, p. 943-977;
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: a stakeholder approach*. Reprint of 2010, Cambridge University Press, New York, ISBN 978-0-521-15174-0;
- Friedman, M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Fortieth Anniversary Edition, Chicago dan London: University of Chicago Press;
- Furuta, F. & Santos, A. (2010). Comitê de auditoria versus conselho fiscal adaptado: a visão dos analistas de mercado e dos executivos das empresas que possuem ADRs. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(53). USP, São Paulo. Maio/Agosto de 2010;
- García-Meca, E., Parra, I., Larrán, M., & Martínez, I. (2005). The explanatory factors of intellectual capital disclosure to financial analysts. *European Accounting Review*, Vol. 14(1), p.63-94;
- Garcia-Meca, E. & Sánchez-Ballesta, J. P. (2010). The association of board independence and ownership concentration with voluntary disclosure: a meta-analysis. *European Accounting Review*, 19 (3), p. 603-627;
- Gillan, S. L. & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance Ownership and the role of institutional investors: a global perspective. *Journal of Appliance Finance*, Vol. 3, No. 2, p.4-22, August

- Glaum, M. & Street, D. (2003). Compliance with the Disclosure Requirements of Germany's New Market: IAS Versus US GAAP. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 14(1), p.64-100;
- Góis, C. M. G. G. (2007). *O Governo das Sociedades e a Qualidade da Informação Financeira: Evidência nas Empresas com Valores Cotados na Bolsa de Valores Portuguesa*. Tesis Doctoral, Universidade de Extremadura – Faculdade de Ciências Económicas Y Empresariales - Departamento de Economía Financeira Y Contabilidad;
- Gomes, J. (2005). A fiscalização externa das sociedades comerciais e a independência dos auditores. *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, No. 24: 180-216. CMVM. Novembro de 2006;
- Goodman, M. (2006). Corporate communications practice and pedagogy at the dawn of the new millenium. *Corporate Communications: An Internacional Journal*, 11 (3), pp. 196-213;
- Grigorie, H. J. & Simms, M. E. (1999). *Corporate Governance: What it is and why it matter*. At 9th International Anti-Corruption Conference, p. 10-15 October 1999, Durban, South Africa. Disponível em <http://www.u4.no/recommended-reading/corporate-governance-what-it-is-and-why-it-matters/> at 01-jul-2015;
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1980). Takeover Bids, the free-rider problem and the theory of corporation. *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, Nº. 1, p.42-64;
- Grossman, S. J. & Hart, O. D. (1986). The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economics*, Vol. 94(4), p. 691-719;
- Gstraunthaler, Lukács & Steller (2008). The board of director and its role in the corporate governance system – considerations about the control model – a research note. *International Journal of Economics Sciences and Apllied Reseach*, 1(1): p. 37-54 disponível em <http://ssrn.com/abstract=1502564>;
- Guerreiro, M. (2006). Impacto da adopção das International Financial Reporting Standards: fatores explicativos do nível de informação divulgada pelas empresas portuguesas cotadas, *Contabilidade e Gestão*, 3, p.7-32;
- Guerreiro, M., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2012). Voluntary adoption of International Financial Reporting Standards by large unlisted companies in Portugal – institutional logics and strategic responses. *Accounting, Organizations & Society*, 37 (7), pp. 482-499;
- Gulamhussen, M. A. & Guerreiro, L. (2009). The influence of foreign equity and board membership on corporate strategy and internal cost management in Portuguese banks. *Management Accounting Research*, Vol. 20 No. 1, p. 6-17;
- Hair, J. H., Anderson, R. E., Tatham, R. L. & Black, W. C. (2005). *Análise Multivariada de Dados*. 5ª Ed. Porto Alegre: Bookman;
- Hall, B. & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs really paid like bureaucrats? *Quarterly Journal of Economics*, forthcoming August;

- Harris, M & Raviv, A. (1988). Corporate Control Contests and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p. 55-86;
- Harris, M. & Raviv, A. (1990). Capital structure and the information role of debt. *Journal of Finance*, Vol. 45, Issue 2, p. 321-349;
- Harris, M. & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure.. *Journal of Finance*, Vol. 43, Issue 1, p.297-355;
- Hart, O. (1995). Corporate governance, some theory and applications. *The Economic Journal*, Vol. 105, p.687-689;
- Hart, O. & Moore, J. (1990). Property rights and the nature of the firm. *Journal of Political Economy* Vol. 98, p. 1119-1158;
- Hassel, A., Höpner, M., Kurdelbusch, A., Rehder, B. & Zugehör, R. (2003) . Tow Dimensions of the Internationalization of Firms. *Journal of Management Studies*, 40:3, p. 705-724;
- Hatch, M. J. (1997). *Organizational theory: modern, symbolic and postmodern perspectives*. New York: Oxford University Press;
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 7, p.85-107;
- Healy, P. M. & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literatureand its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, Vol. 13, Nº.. 4, p. 365-383, 1999;
- Henriques, M. T. D. (2007). *Governo das sociedades e criação de valor*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, Escola Superior de Tecnologia e Gestão – Instituto Politécnico de Leiria, Portugal;
- Himmelberg. C. P., Hubbard, R. G. & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerail ownership and the link between owneship and performance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, p. 353-384;
- Holderness, C. & Sheehan, D. (1888a). *What constrains managers who own large blocks of stocks?* Managerial Economics Research Center Working Paper 88-07, University of Rochester;
- Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, Spring, p.74-91;
- Holmstrom, B. & Milgrom, P. (1991). Multitask principal agent analyses: incentive contracts, asset ownership and job design. *Journal of Law, Economics & Organization*, Vol. 7, p. 24-52
- Hopt *et al.* (2004). European Corporate Governance in company law an codes *In Repor* for the European Corporate Governance Conference of 8th October, The Hague, The Netherlands;
- Horngren, C. T. & Foster, G. (1991). *Cost accounting a managerial emphasis*. London: Prentice Hall International;
- Hotthausen, R., Larcker, D. & Sloan, R. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accountigs and Economics*, Vol. 14, October, p. 218-248;

- Institute of Internal Auditors (2009). *The role of internal auditing in enterprise-wide risk management*. Issued: January, p. 1-8, disponível em <https://na.theiia.org/standards-guidance/Public%20Documents/PP%20The%20Role%20of%20Internal%20Auditing%20in%20Enterprise%20Risk%20Management.pdf>;
- James, O. (1980). Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18(1), 109–131. doi:10.2307/2490395;
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, p. 323–329;
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, Vol.48 , p. 831-880;
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 14 (3), p. 8-21
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory and the corporate function. *Business Ethics Quarterly*, Vol. 12, Nº. 2, p. 235-256;
- Jensen, M. C. (2004). *Agency Costs, of Overvalued Equity*. Finance Working, Paper No. 39/2004, European Corporate Governance Institute;
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, (3), p. 305-360;
- Jensen, M. & Murphy, K. (1990). Performance Pay Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, Nº.2, p.225-264;
- Jensen, M. & Ruback, R. (1983). The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol N. 20, p. 3-24;
- Jiambalvo, J., Rajgopal, S. & Venkatachalam, M. (2002). Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 19, Issue 1, p.117-145;
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P. & Liu, Y. (2011). Capital Structure, CEO Dominance, and Corporate Performance. *Journal of Financial Research*, Vol. 42, p. 139-158;
- John, K. & Senbet, L. W. (1998). Corporate Governance and Corporate and Board Effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, p. 371-403;
- Juhmani, O. (2012), Factors influencing the extent of corporate compliance with IFRS: evidence from companies listed in Bahrain Stock Exchange. *Journal of International Business and Economics* Vol. 12, Issue 2, disponível em <http://www.freepatentsonline.com/article/Journal-International-Business-Economics/293950230.html>;
- Kang, H. H. & Gray, S. J. (2011). Reporting intangible assets: Voluntary disclosure practices of top emerging market companies. *The International Journal of Accounting*, 46(4), 402- 423. doi: 10.1016/j.intacc.2011.09.007;

- Kelly, K. O. (2007). Feedback and incentives on nonfinancial value drivers: effects on managerial decision making. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 24, NO. 2, p.523-556;
- Kerr, S. (1975). On the folly of rewarding A, while hoping for B. *Academy of Management*, Vol. 18, NO. 4, p.769-83;
- Klein, A. (2006). *Audit committee, board of director characteristics and earnings management*. Law & Economics Research Paper Series, p. 6-42;
- La Porta, R., Lopes-de Silanes, F. & Schleifer, A. (1999a). Corporate Ownership around the World. The *Journal of Finance*, Vol. 54 (2), p. 451-517, April. DOI: 10.1111/0022-1082.00115;
- La Porta, R., Lopes-de Silanes, F. & Schleifer, A. (1999b). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6);
- La Porta, R., Lopes-de Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. (1997). Legal determinantes of external finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, Issue 3, p. 1131-1150;
- La Porta, R., Lopes-de Silanes, F., Schleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27. doi:10.1016/S0304-405X(00)00065-9;
- Lajili, K. (2007). *Corporate governance and risk disclosure*. Working Paper No. 2007-24, University of Ottawa, Telfer School of Management, Ottawa, ON;
- Lambert, R. (1986). Executive effort and selection of risky projects. *Rand Journal of Economics*, Vol. 1, N° 1, p. 77–88;
- Lane, C. (2003). Change in the corporate governance of german corporations: convergence on the anglo-american model?. *Competition and Change England*, V. 7, n.2-3 p.79-100, March;
- Larson, M. S. T. (1977). *The rise of professionalism: a sociological analysis*. Berkeley: University of California Press;
- Latham C. K. & Jacobs F. A. (2000). Monitoring and Incentive Factors Influencing Misleading Disclosures. *Journal of Managerial Issues*, Vol. 12: 2, pp.169-187;
- Lei nº 28/2009 e 19 de maio. Diário da República nº 117, Série I, Ministério Público;
- Lewellen, W., Loderer. C. & Martin, K. (1987). Executive Compensation and Executive Incentive Problems: an empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics, Amnsterdam, Netherlands*, Vol.9, NO. 3, p.287-310;
- Li, J., Pike, R. & Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38(2), p.137-159;
- Linsmeier, T. J., Thornton, D. B., Venkatachalam, M. & Welker, M. (2002). The effect of mandated market risk disclosures on trading volume sensitivity to interest rate, exchange rate, and commodity price movements. *The Accounting Review*, Vol. 77, p. 343-377;
- Loderer, C. & Peyer, U. (2002). Board overlap, seat accumulation and share prices. *European Financial Management*, England, Vol.8, No.2, p.165-192;

- Lopes, P. & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, Vol. 42, Nº. 1, p. 25-56. doi: 10.1016/j.intacc.2006.12.002;
- Luez, C., Nanda, D. & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527. doi:10.1016/S0304-405X(03)00121-1;
- Macagnan, C. B. (2009). Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. *Revista Contabilidade & Finanças – USP* (50), p.46-61;
- Mace, M. (1986). *Director: Myth and Reality*. Boston, MA: Harvard Business School Press;
- Maroco, J. (2007). *Análise Estatística com utilização do SPSS*. 3ª Edição. Lisboa: Edições Sílabo, Portugal;
- Martin, K. & McConnell, J. (1991). Corporate Performance, Corporate Takeover and Managerial Turnover. *Journal of Finance*, NJ, USA, Vol. 16, No. 2, pp. 671-687;
- Martins, A. & Moutinho, N. (2007). “Accruals” discricionários e o governo das sociedades: uma aplicação às empresas cotadas no mercado bolsista português. XVII In Jornadas Hispano Lusas de Gestão Científica. Logroño, Espanha, Fevereiro de 2007;
- McConnell, J. J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, p. 595-612;
- Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of Financial Economics* Vol. 38, p.163-184;
- Menon, K. & Williams, J. (1994). The use of audit committees for monitoring. *Journal of Accounting and Public Policy*, 13, p.121–139;
- Merchant, K. A. & Van Der Stede, W. A. (2003). *A Management Control System: Performance Measurement, Evaluation and Incentives*. Harlow: Prentice Hall;
- Mia, P. & Mamun, A. A. (2011). Corporate Social Disclosure during the Global Financial Crisis. *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 3, Nº. 6, November, p.174-187;
- Mikkelson, W. H. & Partch, M. M. (1997). The decline of takeovers and disciplinary managerial turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol. 44, p. 205–228;
- Miller, M. H. (1977). Debts and taxes. *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº. 2, p. 261-275;
- Miloca, A. S. & Conejo, P. D. (nd). *Multicolinearidade em modelos de regressão*. XXII Semana Académica da Matemática, Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Brasil, disponível em <https://www.ime.usp.br/~yambar/MI404-Metodos%20Estatisticos/Aula%208-9%20Regress%20E3o%20mult%20dim/inete%20adicional%20-%20multicolinearidade%20em%20modelos%20de%20regressao.pdf>;
- Monks, R.A. & Minow, N. (2001). *Corporate Governance*. 3rd Edition. NJ, USA: John Wiley and Sons;

- Moraes, E. G. (2005). *Determinantes da estrutura de capital das empresas listadas na BOVESPA*. Dissertação de Mestrado em Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Brasil;
- Morais, A. I. & Fialho, A. (2008). Do harmonised accounting standards lead to harmonised accounting practices? An empirical study of IAS 39 Measurement requirements in some European Union Countries. *Australian Accounting Review*, Vol. 18, Issue 3, p. 224-236;
- Morck, R., Schleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation – an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, Vol 20, p. 293-315
- Moreira, J. (2006). *Are Financing Needs a Constraint to Earnings Management? Evidence for Private Portuguese Firms*. CETE – Centro de Estudo de Economia Industrial do Trabalho e da Empresa, Faculdade de Economia do Porto, Portugal;
- Morellec, E., Nikolov, B. & Schürhoff, N. (2012). Corporate Governance and Capital Structure Dynamics. *The Journal of Finance*, Vol. LXVII, No. 3, p. 803-848;
- Morris, R. D. (1987). Signalling, agency theory and accounting policy choice. *Accounting and Business Research*, 18 (69): p.47-56;
- Mota, N. (2003). *Ownership structure and firm performance: the Portuguese evidence*. Dissertação de Mestrado em Gestão, Faculdade de Economia do Porto, Portugal;
- Mutawaa, A. (2010). Disclosure level and compliance with IFRSs: an empirical investigation of Kuwaiti companies. *International Business & Economics Research Journal*, 9(5), p.33-50;
- Muth, M. M. & Donaldson, L. (1998). Stewardship Theory and Board Structure a contingency approach, in Corporate Governance. *International Review*, Vol. 6 (1), p. 5-28;
- Nassreddine, G. & Anis, J. (2012). Stakeholder approach, Stakeholder mental model: A visualization test with cognitive mapping technique. *Management Science Letters* 2, 439-456. Faculty of Economics and Management, Higher Institute of Business Administration;
- Nogueira, H. (2008). *Os lugares e a Saúde*. Imprensa da Universidade de Coimbra. ISBN 978-989-8074-33-1. Consulta parcial online em <https://books.google.pt/books?id=vvI57noQGDIC&dq=mcfadden+r2+interpreta%C3%A7%C3%A3o&hl=pt-PT&sitesec=reviews>;
- O`Sullivan, M. (2000). *Contest for Corporate Governance Control: Corporate Governance and Economic Performance in United States and Germany*. Oxford University Press, Oxford;
- OCDE (1999). *Principles of Corporate Governance*. OECD Publications Service;
- OCDE (2004). *Principles of Corporate Governance*. OECD Publications Service;
- Oliveira, L., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2006). Firm-specific determinants of intangibles reporting: evidence from the Portuguese stock market. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 10(1), 11-33. doi: 10.1108/14013380610672657;
- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2011). Voluntary risk reporting to enhance institutional and organizations legitimacy – Evidence from Portuguese banks. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 9, Nº. 3, p. 271-288. doi 10.1108/13581981111147892;

- Oliveira, J., Rodrigues, L. L. & Craig, R. (2013). Public visibility and risk-related disclosures in Portuguese credit institutions. *Journal of Risk*, 15(4), p. 57-90;
- 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), p.119-139;
- Patelli, P. & Prencipe, A. (2007). Voluntary disclosure and independent directors. *European Accounting Review*, Vol. 16 No. 1, p. 5-33;
- Peasnell, K. V., Pope, P. F. & Young, S. (2005). Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7) & (8), September/October 2005, 0306-686X;
- Petrica, S. (2012). Corporate Governance – another type of management. *Journal of Engineering Studies and Research – Vol.18 Nr. 2*, p. 129-134;
- Pistor, K. (2004). Patterns of legal change: shareholder and creditor rights in transition economies. *European Business Organisation Law Review*, Vol. 1, p. 59–110;
- Prates, A. A. P. (2000). *Organização e instituição no velho e novo institucionalismo* In: Rodrigues, S.B. Cunha M. P. *Estudos organizacionais: novas perspectivas na administração de empresas: uma coletânea luso-brasileira*. São Paulo: Iglu Editora, 2000, p. 90-106;.
- Prather-Kinsey, J. & Meek, G. K. (2004). The effect of revised IAS 14 on segment reporting by IAS companies, *European Accounting Review*, 13(2), p.213-234;
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4(2), p.261-280;
- Regulamento da CMVM n.º. 7/2001, disponível em:
http://www.cmvm.pt/pt/legislacao/legislacaonacional/regulamentos/pages/reg.2007_01.aspx;
- Regulamento da CMVM n.º. 11/2003, disponível em:
http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2003_11.aspx
- Regulamento da CMVM n.º. 10/2005, disponível em:
http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2005_10.aspx
- Regulamento da CMVM n.º. 6/2006, disponível em:
http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/Legislacaonacional/Regulamentos/Pages/Reg.2006_6.aspx
- Regulamento da CMVM n.º. 1/2007 de 21 de novembro de 2007 (revoga o Regulamento da CMVM n.º 7/2001). Diário da República, Série II – Nr. 224. Ministério Público;
- Regulamento da CMVM n.º. 4/2013 de 1 de agosto de 2013. Diário da República, Série 2 – N.º. 147. Ministério Público, Lisboa;
- Rocca, M. L., La Rocca, T. & Gerace, D. (2008). A survey of the relation between capital structure and corporate strategy. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol. 2, NO. 2. Available at: <http://ro.ouw.edu.au/aabfj/vol2/iss2/1>;

- Rodrigues, A. R. S. (2009). *Tipo de Gestão de Resultados nas Empresas Portuguesas Cotadas e seus Determinantes*. Tese de Mestrado em Gestão, ISCTE Business School, Portugal.
- Rodrigues, L. L. e & Craig, R. (2007). Assessing international accounting harmonization using Hegelian dialectic, isomorphism and Foucault. *Critical Perspectives on Accounting*, 18 (6), pp. 739-757;
- Roe, M. J. (1993). Some differences in corporate structure in German, Japan, and the United States. *Yale Law Journal*, Vol. 102, p.1927–2003;
- Rosseta, C. R & Rosseta, A. M. (2005). Teoria Institucional e dependência de recursos na adaptação organizacional: uma visão complementar. *ERA-eletrônica*, Vol. 4, Nº. 1, Art. 7, jan/jul;
- Rutherford, B. A. (2003). Obfuscation, textual complexity and the role of regulated narrative accounting disclosure in corporate governance. *Journal of Management and Governance*, 7: p.187-210;
- Scharfstein, D. (1988). The Disciplinary Role of Takeovers. *Review of Economics Studies*, Vol. 55, p. 185-199;
- Schilling, F. (2001). *Corporate Governance in Germany- the move to shareholder value*. Conference Paper in Corporate Governance, Vol 9, Nº. 3, July, p. 148-151;
- Schmidt, R. H. (1997). *Corporate Governance: The role of other Constituencies*. Corporate Governance: Cross Border Experience Conference;.
- Schivdasani, A. & Yermack, D. (1999). CEO involvement in the selection of new board members: an empirical analysis. *The Journal of Finance*, Vol. 54, Issue 5, October, p. 1829-1853
- Schleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). Large Shareholders and Corporate Governance Control. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, Nº. 3, p. 461-488;
- Schleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey os Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), p. 737–783. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x disponível <http://scholar.harvard.edu/files/Schleifer/files/surveycorpgov.pdf>;
- Selznick P. (1957). *Leadership in administration*. New York: Harper & Row;
- Setyadi, A., Brown, A. R. & Tower, G. (2009). Indosesia aggregated accounting regulatory compliance. *Jaai*, 13(2), p.99-129;
- Silva, A., Vitorino, A., Alves, C. *et al.* (2006). *Livro Branco sobre Corporate Governance Em Portugal*. IPCG, Lisboa;
- Silva, P. T. (2011). *Fatores que influenciam o cumprimento das Recomendações da CMVC sobre o Governo das Sociedades Cotadas em Portugal*. Dissertação apresentada para obtenção a Grau de Mestre em Auditoria. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto;
- Smith, M. & Taffler, R. J. (1992). The chairman's report and corporate financial performance. *Accounting & Finance*, 32: p.75-90;
- Smyser, W. R. (1992). *The Economy of United Gemany*. New Yourk: St. Martin's Press
- Spira, L. F. (2002). *The Audit Committee: Performing Corporate Governance*. 1st Edition. Boston/Dordrecht/London, ISBN 978-0-306-47655-6;

- Stulz, R. M. (1988). On takeover resistance, managerial discretion and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, p.25-54;
- Sundaram, A. & Inkpen, A. C. (2004). The corporate objective revisited. *Organization Science, Pittsburgh*, Vol. 15 (3), p. 350-364, disponível em <http://pubsonline.informs.org/doi/pdf/10.1287/orsc.1040.0068>;
- Tagesson, T., Blank, V., Broberg, P. & Collin, S. (2009). What explains the Extent and Content of Social and Environmental Disclosures on Corporate Websites: A Study of Social and Environmental Reporting in Swedish Listed Corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 16, p.352-364, DOI: 10.1002/csr.194;
- Tarca, A., Moy, M. & Morris, R. (2012). An investigation of the relationship between use of international accounting standards and source of company finance in Germany. *Abacus: A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, Vol. 49 No. 1, pp. 74-98;
- Tirole, J. (2001), *Corporate Governance*. *Econometrica*, England, Vol. 69, n.1, p1-35;
- Tower, G., Phil, H. & Ross, T. (1999). A regional study of listed companies compliance with international accounting standards *Accounting Forum*, 23(3), p.293-305;
- Tricker, B. (2012). *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*, 2nd Edition Oxford University Press, Oxford;
- Tsalavoutas, I. (2009). *The adoption of IFRS by Greek listed companies: financial statement effects, level of compliance and value relevance*. Dissertação de Doutoramento em Psicologia, Universidade de Edimburgo;
- Tsalavoutas, I. (2011). Transition to IFRS and compliance with mandatory disclosure requirements: What is the signal? *Advances in Accounting???, Incorporating Advances in International Accounting*, 27(2), 390-405.
- Vancil, R. F. (1978). *Decentralization: Managerial Ambiguity by Desing*. Financial Executives Research Foundation, Dow Jones. Irwin, Homewood, Illinois, pp.36. OG no. 119/199 on preventive internal and financial control, republished with the subsequent amendments and additions, art. 2, Official Monitor no. 799/2003. Pp.21-22;
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(C), 179-184. doi: 10.1016/0165-4101(90)90021-U;
- Vicknair, D., Hickman, K. & Carnes (1993). A note on audit committee independence: evidence from the NYSE on “grey” area director. *Accounting Horizons*, Vol. 7, March, p. 53-57;
- Villalonga, B. & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, Vol. 80, p. 385-417;
- Vives, X. (2000). Corporate Governance: Does it matters? *In Vives, X. (Org). Corporate Governance: theoretical and empirical perspectives*. Cambridge: Cambridge University Press, p 1-22

- Wallace, R. S. O., Naser, K. & Mora, A. (1994). The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. [Article]. *Accounting & Business Research* (Wolters Kluwer UK), 25(97),p.41-53;
- Wallace, R. S. O. & Naser, K. (1995). Firm-Specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the Ccorporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting & Public Policy*, 14(4), p.311-368;
- Warfielf, T. D., Wild, J. W. & Wild, K. L. W. (1995). Managerial ownership, accounting choice and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 20, issue 1, p. 61-91;
- Watts, R. L. & Zimmerman, J. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, Vol. 53, p. 112-134;
- Weisbach, M. (1988). Outside Directors and CEO Turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460;
- Whiting, R. H. & Woodcock, J. (2011). Firm characteristics and intellectual capital disclosure by Australian companies. *Journal of Human Resource Costing & Accounting*, 15(2), 102-126;
- Willenborg, M. (1999). Empirical analysis of the economic demand for auditing in the initial public offerings market. *Journal of Accounting Research* (Spring), p.225–239;
- William, B. (1966). Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4(3), 71–111. doi:10.2307/2490171;
- Williams, S. M. (2001). Is intellectual capital performance and disclosure practices related? *Journal of Intellectual Capital*, 2(3), 192-203. doi: 10.1108/14691930110399932;
- Williamson, O. E. (1988). The economics of organizations: the transactions cost approach. *American Journal of Sociology*, Vol. 87, Issue 3, p. 548-577;
- Wright, D. W. (1996). *Evidence on the relations between corporate governance characteristics and the quality of financial reporting*. Working Paper, University of Michigan
www.interscience.wiley.com;
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with small board of directors. *Journal of Financial and Economics*, Vol. 40, Issue 2, February, p. 185-211;
- Yermack, D. (1997). Good timing: CEO option awards and company news announcements. *Journal of Finance*, Vol. 50, N°. 50, p. 449-476;
- Zingales, L. (1994). The value of the voting right: a study of the Milan stock exchange experience. *Review of Financial Studies*, Vol. 7, p.125-148;

