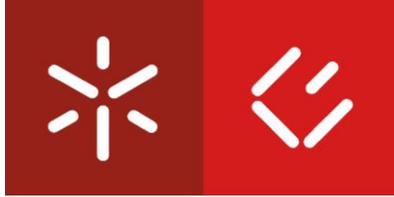


Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Gisela Cristina da Cruz Oliveira

Estudo da relação entre o governo das sociedades e a divulgação voluntária pelas empresas do PSI-20



Universidade do Minho
Escola de Economia e Gestão

Gisela Cristina da Cruz Oliveira

**Estudo da relação entre o governo das
sociedades e a divulgação voluntária
pelas empresas do PSI-20**

Dissertação de Mestrado
Mestrado em Estudos de Gestão

Trabalho efetuado sob a orientação da
Doutora Filomena Antunes Brás

DECLARAÇÃO

Nome: Gisela Cristina da Cruz Oliveira

Endereço Eletrónico: giselacruzoliveira@gmail.com

Título da Dissertação de Mestrado: Estudo da relação entre o governo das sociedades e a divulgação voluntária pelas empresas do PSI-20

Orientador: Doutora Filomena Antunes Brás

Ano de conclusão: 2016

Designação do mestrado: Mestrado em Estudos de Gestão

É AUTORIZADA A REPRODUÇÃO INTEGRAL DESTA DISSERTAÇÃO APENAS PARA EFEITOS DE INVESTIGAÇÃO, MEDIANTE DECLARAÇÃO ESCRITA DO INTERESSADO, QUE A TAL SE COMPROMETE.

Universidade do Minho, 29/04/2016

Assinatura _____

AGRADECIMENTOS

Ao longo da realização desta dissertação, recebi bastante apoio e incentivos, por isso não poderia deixar de agradecer a todos aqueles que me acompanharam neste percurso.

Agradeço à minha orientadora, Professora Doutora Filomena Antunes Brás por toda a sua disponibilidade, pelo seu contributo e pelas suas palavras de incentivo.

Um agradecimento profundo a todos os meus amigos pelo apoio, pela paciência e pela compreensão em todas as minhas inevitáveis ausências.

E um especial agradecimento à minha família por toda a compressão e motivação, principalmente ao meu namorado por todo o otimismo e por ter sempre acreditado em mim.

Obrigada!

RESUMO

O objetivo deste trabalho é identificar os mecanismos de governo das sociedades que influenciam o nível de divulgação voluntária das empresas do PSI-20, no intervalo temporal de 2011-2014.

No presente estudo foi realizada uma análise de conteúdo aos relatórios e contas anuais e aos relatórios do governo das sociedades de 2011 a 2014, das 18 entidades cotadas no PSI-20 a 31 de dezembro de 2014.

Para analisar o nível de divulgação voluntária foi construído um índice de divulgação voluntária a partir de uma *checklist* de 41 itens de informação, de modo a identificar o tipo de informação divulgada e a quantificar a informação voluntária divulgada pelas entidades.

As variáveis utilizadas no presente estudo foram: independência, dimensão do *board*, dualidade do CEO, detenção de capital por gestores, dimensão da empresa, rentabilidade, endividamento e tipo de indústria.

Os resultados empíricos da análise de regressão evidenciam que os mecanismos do governo das sociedades considerados no estudo (independência, dimensão do *board*, dualidade do CEO e detenção de capital por gestores) não têm uma relação estatisticamente significativa com nível de divulgação voluntária. No entanto, verifica-se que a dimensão da empresa tem uma influência significativa e positiva no nível de divulgação voluntária. O que se pode concluir que a dimensão da empresa é o único fator explicativo da divulgação voluntária.

Palavras-chave: Governo das sociedades, divulgação voluntária, conselhos de administração, PSI-20, Portugal.

ABSTRACT

The aim of this study is to identify the corporate governance mechanisms which influence the voluntary disclosure level of companies in the PSI-20, from 2011 to 2014.

In this study, we carried out a content analysis of the annual reports and the corporate governance reports from 2011 to 2014 of the companies listed on the PSI-20 at December 31st of 2014.

The voluntary disclosure level was measured through the construction of a voluntary disclosure index from a checklist of 41 items of information.

The variables used to measure corporate governance mechanisms were: independence, board size, CEO duality, ownership by executive managers, company size, profitability, leverage and type of industry.

The empirical results of regression analysis show that the corporate governance mechanisms (independence, board size, CEO duality and ownership by executive managers) do not have a statistically significant relationship with the level of voluntary disclosure.

However, the results show that the company's size has a significant and positive influence on the voluntary disclosure level. We can conclude that the company size is the only explanatory factor of voluntary disclosure.

Keywords: Corporate governance, voluntary disclosure, boards of directors, PSI-20, Portugal.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS	iii
RESUMO	v
ABSTRACT	vii
ÍNDICE	ix
ÍNDICE DE TABELAS	xi
ABREVIATURAS	xiii
1. Introdução	3
1.1. Justificação e Relevância do Tema	3
1.2. Definição do problema de pesquisa.....	4
1.3. Objetivos	5
1.4. Estrutura da Dissertação.....	6
2. O Governo das Sociedades.....	7
2.1. Conceito e sua contextualização	7
2.2. Os Mecanismos de Governo das Sociedades	9
2.3. Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades	10
2.4. Regulamentação do Governo das Sociedades	11
2.4.1. Fontes de Regulação.....	11
2.4.2. Regulamentos da CMVM.....	13
2.4.3. Recomendações da CMVM.....	15
2.4.4. Os contributos do IPCG	18
3. A Divulgação Voluntária de Informação	21
3.1. A informação financeira e a divulgação de informação.....	21
3.2. A Qualidade e a Necessidade de Divulgação de Informação.....	23
4. A Divulgação Voluntária de Informação e o Governo das Sociedades	25
4.1. Teorias Subjacentes.....	27
4.1.1. A Teoria de Agência	27
4.1.2. A Teoria dos Custos de Transação.....	29
4.2. Estudos empíricos	30
5. Metodologia de Investigação	39
5.1. Definição das Hipóteses	41
5.2. Definição das Variáveis	46
5.2.1. Variável Dependente	46
5.2.2. Variáveis Independentes	48

5.2.3. Variáveis de Controlo.....	49
5.3. Definição da Amostra.....	51
5.4. Fonte de Dados.....	52
6. Resultados obtidos	55
6.1. Análise Descritiva	55
6.2. Análise Bivariada	61
6.3. Análise Multivariada	62
6.4. Discussão dos Resultados.....	67
7. Conclusão.....	69
8. Referências Bibliográficas	73

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Evolução das Fontes de Regulação do Governo das Sociedades em Portugal	20
Tabela 2 - As Hipóteses de Investigação	45
Tabela 3 - Índice de divulgação voluntária	47
Tabela 4 - Variáveis Independentes	48
Tabela 5 - Variáveis de Controlo	49
Tabela 6 - Definição das variáveis	50
Tabela 7 - Empresas presente na amostra	52
Tabela 8 - Estatística descritiva do índice de divulgação por empresa, por percentagem	56
Tabela 9 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas	57
Tabela 10 - Estatísticas descritivas das variáveis dummy	57
Tabela 11 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas por ano	59
Tabela 12 - Estatísticas descritivas das variáveis dummy por ano	60
Tabela 13 - Tabela de correlação das variáveis	61
Tabela 14 - Modelo de regressão 1	63
Tabela 15 - Modelo de regressão 2	64
Tabela 16 - Modelo de regressão 3	66

ABREVIATURAS

AICPA - The American Institute of Certified Public Accountants

CEO - *Chief Executive Officer*

CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

CSC - Código das Sociedades Comerciais

CVM - Código dos Valores Mobiliários

EUA - Estados Unidos da América (EUA)

FASB - *Financial Accounting Standards Board*

IFAC - *International Federation of Accountants*

IPCG - Instituto Português de *Corporate Governance*

OCDE - *Organisation for Economic Co-operation and Development*

UE - União Europeia

**Estudo da relação entre o governo das sociedades e a
divulgação voluntária pelas empresas do PSI-20**

1. Introdução

1.1. Justificação e Relevância do Tema

O governo das sociedades é um tema relativamente recente, quer a nível público como também académico. No entanto o seu estudo destacou-se nos trabalhos de Berle e Means (1932) e de Smith (1776) (Farinha, 2003).

O governo das sociedades teve início na década de 70 do século XX nos Estados Unidos da América (EUA), depois de ter surgido a necessidade de fiscalização das sociedades quando ocorreu a crise de 1929 nos EUA. A designação “*corporate governance*” destacou-se nos EUA quando se discutiu no Congresso em Washington D.C., a introdução de legislação federal pela *US Securities and Exchange Commission* (órgão regulador do mercado de capitais dos EUA) (Frentrop, 2002).

Na Europa, a noção de governo das sociedades surgiu na década de 90 através do relatório de *Cadbury* no Reino Unido (1992), tendo sido a primeira reação e a mais importante aos escândalos financeiros no continente, com grande impacto em diferentes países europeus, devido ao aparecimento de códigos de boas práticas (Ribeiro, 2014).

Em 1999, Portugal iniciou a sua posição no governo das sociedades através da emissão de recomendações e regulamentos sobre este tema, em que a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OCDE) apresenta um conjunto de princípios sobre o governo das sociedades, sob a forma de regras e orientações de carácter não obrigatória aplicáveis na sua maioria às entidades com capital aberto a negociação (Santos, 2009). Estes princípios difundiram-se pelos países da União Europeia (UE), devido à necessidade de prevenir escândalos financeiros resultados da má governação, mas também pela globalização e liberalização dos mercados de capitais (Abreu, 2010). Desde então, Portugal tem estado em constantes atualizações dos códigos, regulamentos e recomendações acerca do governo das sociedades.

No século XXI, o governo das sociedades tornou-se uma preocupação das autoridades de supervisão do mercado de capitais, apostadas em conservar o funcionamento dessas entidades e das empresas a que elas dão forma. No entanto, o sistema de governo societário é caracterizado por muitas normas de “*soft law*”, isto é, à

autorregulação pelas próprias organizações na procura do reconhecimento social e afirmação no mercado (Cunha, 2010).

Na literatura também podemos encontrar vários estudos que ligam o governo das sociedades à divulgação de informação analisando a influência dos mecanismos de governo à divulgação de informação voluntária, que permitem controlar o problema de agência (Hannifa e Cooke, 2002; Eng e Mak, 2003; Cheng e Courtenay, 2006; Barros *et al.*, 2013; Allegrini e Greco, 2013).

As divulgações voluntárias são informações divulgadas para além do exigido por lei, o que representa uma escolha livre por parte dos gestores, em divulgar informações adicionais para o processo de tomada de decisões dos investidores (Meek *et al.*, 1995).

Os princípios da OCDE (2004) referem que o governo das sociedades deve garantir a divulgação de informações pertinentes relativas à sociedade de forma atempada e objetiva. Para tal é essencial haver uma boa estrutura de governo societário para haver um bom nível de divulgação de informação por parte das organizações (*International Federation of Accountants - IFAC*, 2011).

Em suma, cada vez mais os *stakeholders* têm necessidade de um nível de informação mais vasto, e atribuem valor às entidades que divulgam informação de confiança e que lhes transmita segurança nos momentos de tomada de decisões (Rolim *et al.*, 2010). Como também há evidências de que uma política de divulgação de informações bem orientada e refletida retribui benefícios económicos à empresa (Barako *et al.*, 2006).

1.2. Definição do problema de pesquisa

Apesar do tema do governo societário ser importante, verifica-se um fraco número de testes empíricos em Portugal. Em busca de um retrato da realidade das empresas portuguesas em relação ao governo das sociedades e o grau de divulgação voluntária, elabora-se o seguinte problema de pesquisa:

Quais os mecanismos internos de governo das sociedades que influenciam o nível de divulgação voluntária das entidades do PSI-20, no período 2011-2014?

1.3. Objetivos

No seguimento da análise à questão central, pretende-se atingir os seguintes objetivos:

- Analisar a influência dos mecanismos de governo das sociedades no nível de relato voluntário das empresas cotadas no PSI-20, no intervalo temporal de 2011-2014, em contexto da crise financeira;

- Fazer uma comparação da divulgação voluntária de informação por ano, no intervalo temporal de 2011-2014, em contexto da crise financeira;

- Contribuir para o conhecimento da realidade portuguesa em relação ao governo das sociedades e o nível de divulgação voluntária.

Com estes objetivos gerais, pretende-se escolher o modelo empírico a testar de forma a definir as variáveis, com o objetivo de dar resposta a questões mais específicas, como por exemplo, se existe uma associação estatisticamente significativa entre as variáveis do governo das sociedades (dimensão do *board*, membros independentes no *board*, capital da empresa detido pelos gestores e dualidade do *Chief Executive Officer* (*CEO*)) e o nível de divulgação voluntária.

1.4.Estrutura da Dissertação

A presente dissertação está estruturada em oito capítulos. Começamos pela introdução, referindo-nos à motivação e pertinência do tema escolhido.

O próximo capítulo refere-se à revisão da literatura da temática do governo das sociedades, onde se apresentam vários conceitos, os mecanismos do governo societário, os princípios da OCDE e as várias fontes de regulação do governo das sociedades.

O terceiro capítulo apresenta a revisão da literatura sobre a divulgação voluntária de informação, onde se aborda a importância da informação financeira, a qualidade e a necessidade da divulgação de informação.

O quarto capítulo aborda o impacto do governo das sociedades na divulgação voluntária de informação e apresenta as teorias subjacentes a estas temáticas. Também aborda alguns estudos empíricos que analisaram a relação entre os mecanismos do governo societário e o nível de divulgação voluntária.

No quinto capítulo é descrito a metodologia de investigação adotada neste trabalho, a definição da amostra e a fonte dos dados recolhidos. Neste capítulo também são elaboradas as hipóteses de trabalho e são definidas as variáveis a estudar.

No sexto capítulo destina-se à análise e discussão dos resultados.

No sétimo capítulo são apresentadas as conclusões e a resposta ao problema de pesquisa.

Por fim, o último capítulo apresenta todas as referências bibliográficas consultadas para realizar este estudo.

2. O Governo das Sociedades

Neste capítulo será apresentada uma revisão da literatura, enunciando algumas definições e considerações sobre o governo das sociedades, de maneira a elaborar o enquadramento deste tema para a análise que pretendemos efetuar.

Para uma melhor compreensão do tema em análise, este capítulo encontra-se dividido em quatro partes. Inicialmente são apresentadas definições e explicações do conceito de governo das sociedades, seguida das características e os mecanismos associados a um governo societário, e exposição dos princípios da OCDE sobre o governo das sociedades. Por fim, são apresentados as normas do Governo das Sociedades, como são os regulamentos e recomendações da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), o Código das Sociedades Comerciais (CSC) e os contributos do Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG).

2.1. Conceito e sua contextualização

O governo das sociedades tem sido objeto de uma forte atenção pelo público em geral devido à atribuição da relevância que lhe é dada na saúde económica das empresas e da sociedade em geral. No entanto, o conceito não se encontra ainda bem definido, uma vez que, cinge um vasto número de fenómenos económicos distintos (IPCG, 2014).

O governo das sociedades consiste num conjunto de mecanismos de controlo interno e externo da sociedade que procuram suavizar os desacordos entre acionistas e gestores, consequentes da separação entre propriedade e controlo. Sem os mecanismos de controlo de governo das sociedades, os gestores tendem a desviar-se dos interesses dos acionistas (Berle e Means, 1932).

Segundo Shleifer e Vishny (1997), o governo das sociedades é um mecanismo através do qual os fornecedores de financiamento das empresas asseguram o retorno dos seus investimentos.

O governo societário é entendido por John e Senbet (1998) como sendo um acordo através do qual as partes interessadas (*stakeholders*) exercem o controlo das ações dos

diretores e gestores das empresas de modo a que os seus interesses sejam protegidos. Assim, o problema de controlo é endémico às grandes entidades, nas quais subsiste propriedade dispersa e, em que os acionistas individuais precisam de incentivos para desenvolver essa função.

O governo das sociedades é um sistema de normas e condutas referente ao desempenho da direção e do controlo das entidades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2003).

Do ponto de vista jurídico, o governo das sociedades é definido como o conjunto das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões referentes à gestão e à fiscalização das empresas (Abreu, 2010).

Numa empresa é essencial verificar-se a estrutura de governo da empresa e observar os fatores que podem influenciar o processo de decisão na organização para se conseguir entender como ocorre a relação entre o gestor e o acionista. A relação entre o proprietário e o gestor é influenciada pelos pressupostos comportamentais, uma vez que esses envolvem a possibilidade de oportunismo e a racionalidade limitada do homem, que permitem que essa relação seja pautada pela desconfiança (Simon, 1962).

Os estudos sobre o governo das sociedades cotadas não se baseiam em determinar modelos rígidos e uniformes. O seu objetivo é contribuir para a otimização do desempenho das sociedades e beneficiar todas as pessoas cujos interesses estão envolvidos na atividade societária (CMVM, 2003). O governo societário centra-se nas relações entre os gestores, administradores e acionistas com o objetivo de minimização dos custos de agência, correspondendo a uma visão dirigida para os acionistas com cuidados relativamente a questões da avaliação do risco associado ao investimento, monitorização do investimento e seu retorno (Esperança *et al.*, 2011).

Num bom governo societário, o papel dos acionistas é insubstituível, uma vez que não podem destituir-se da seleção e da avaliação das pessoas que elegem para gerir o seu dinheiro, nem da avaliação da forma como o governo da sociedade está a ser executado na prática. Os acionistas mais poderosos também não podem usar o seu domínio em benefício próprio contra os interesses da empresa e da maioria dos acionistas (Tavares, 2014).

A importância dada ao governo das sociedades tem vindo a aumentar significativamente e tem estado ligado a aspetos como a responsabilidade social. A

responsabilidade social, o governo das sociedades e as suas interligações apresentam-se com significado para empresas multinacionais, uma vez que estas se encontram com diferentes mercados, acionistas, *stakeholders* e sistemas de governação e regulação (Kolk e Pinkse, 2010).

2.2.Os Mecanismos de Governo das Sociedades

No governo das sociedades é clara a necessidade de existirem mecanismos de gestão que funcionem de forma eficiente para assegurarem a tomada de decisão e a sua concretização no alcance dos objetivos da empresa. Em conformidade com estes, os mecanismos de fiscalização e controlo da atuação dos gestores são de igual importância, dado que existem situações em que, à priori, não está seguro que as decisões tomadas e a sua concretização vão de encontro aos objetivos finais da empresa (Silva *et al.*, 2006).

Fama e Jensen (1983) defendem que sem mecanismos de controlo do governo das sociedades, aumenta a probabilidade dos interesses dos gestores se distanciarem dos interesses dos acionistas.

O governo das sociedades abrange, assim, uma vertente interna e uma vertente externa. A primeira vertente entende-se pelo conjunto de normas organizativas de cada sociedade cotada, enquanto o controlo externo refere-se à avaliação do desempenho das sociedades que é realizado através do normal funcionamento dos mecanismos de mercado, em que a atuação dos investidores institucionais expõe importância capital (CMVM, 2003).

Jensen (1993) considera que os principais mecanismos de governação das sociedades dividem-se em quatro grupos: legislação e regulamentação; controlo externo; competição no mercado de produtos; e controlo interno.

Por seu lado, Gillan (2006) divide os mecanismos de governo em internos e externos.

Relativamente aos mecanismos internos, o autor divide-os em cinco grupos básicos: conselho de administração; incentivos à gestão; estrutura de capital; disposições dos estatutos e contrato da sociedade; e sistemas de controlo interno.

Do mesmo modo, divide os mecanismos externos em cinco grupos: leis e regulamentos; mercados de capital, mercado pelo controlo das empresas, mercado de trabalho e mercado de produtos; mercados (informações sobre o mercado de capitais); mercados com foco na contabilidade, finanças e serviços jurídicos (auditorias, seguros e conselhos de bancos de investimento); e fontes privadas de controlo externo (meios de comunicação e ações externas).

2.3. Os princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades

Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades são uma referência internacional para decisores políticos, investidores, sociedades e para quem tem interesses relevantes em todo o mundo. Estes princípios são um instrumento de normas não vinculativas e com boas práticas, bem como linhas orientadoras sobre a sua aplicação, podendo ser apropriados às situações específicas de cada país e região. Estes princípios cobrem seis temas principais sobre o governo das sociedades (OCDE, 2004):

1) Enquadramento eficaz do governo das sociedades

Progressão de mercados transparentes e eficientes e pronunciar a divisão de responsabilidades entre autoridades de supervisão e de regulação.

2) Direitos dos acionistas e funções referentes ao seu exercício

Proteção do exercício de direitos dos acionistas, particularmente quanto ao acesso a informação regular e atempada, participação e votação nas assembleias gerais, eleição dos membros da administração, emissão de opinião sobre a política de remuneração dos administradores e compensações, entre outras.

3) Tratamento equitativo dos acionistas

Assegurar que todos os acionistas têm os seus direitos, incluindo os minoritários e os estrangeiros.

4) Papel dos *stakeholders* com interesses relevantes no governo das sociedades

Ter em ponderação os direitos legais dos *stakeholders* relevantes na empresa e encorajar a cooperação dos mesmos de forma a otimizar o desempenho da empresa.

5) Divulgação de informação e transparência

Garantir a divulgação oportuna e objetiva de todas as informações importantes para a sociedade, especialmente informação financeira, desempenho, participações sociais e governo, cumprindo as disposições legais (normas contabilísticas, avaliação por auditores independentes e pareceres de analistas).

6) Responsabilidade do órgão de administração

Deve garantir a gestão estratégica da empresa e o acompanhamento e fiscalização eficaz da gestão pelo órgão de administração, com a responsabilização deste perante a empresa e os acionistas.

2.4.Regulamentação do Governo das Sociedades

2.4.1. Fontes de Regulação

Em Portugal, as principais normas reguladoras no âmbito do governo das sociedades estão expostas no CSC – aprovado pelo Decreto de Lei nº 262/86, de 2 de setembro - e no Código dos Valores Mobiliários (CVM) - aprovado pelo Decreto de Lei nº 486/00, de 13 de novembro - bem como nos regulamentos e recomendações da CMVM.

O CSC incorpora princípios e regras relacionados com as problemáticas do governo das sociedades, designadamente quanto à composição, competência e poderes da gestão, fiscalização das sociedades, entre outras. O CVM, por seu lado, realça as consequências jurídicas para as entidades cotadas, salientando as exigências quanto ao

dever de informação dos titulares de participações, disciplina das deliberações sociais, exercício de direito de voto e a proteção dos investidores (Silva, 2011).

Na legislação portuguesa estão previstos alguns aspetos importantes sobre o governo das sociedades, como por exemplo:

- Artigo 405.º do CSC, o governo das sociedades está entregue ao conselho de administração;
- Artigo 414.º do CSC, constata os critérios de independência do órgão de fiscalização;
- N.º 5 do artigo 420.º e n.º 4 do artigo 451.º do CSC, baseia-se na competência do órgão de fiscalização das sociedades cotadas verificar se está divulgada toda a informação de forma completa no relatório anual de governo das sociedades.

O CSC defende a existência de três modelos de administração e fiscalização societária:

- Modelo monista ou latino, onde o governo é constituído por dois órgãos:
 - Conselho de Administração
 - Conselho Fiscal

- Modelo anglo-saxónico onde o governo é constituído por três órgãos:
 - Conselho de Administração
 - Comissão de Auditoria
 - Revisor Oficial de Contas

- Modelo dualista (alíneas a), b) e c) do n.º 1 do artigo 278.º do CSC) onde o governo é constituído por três órgãos:
 - Conselho de Administração Executivo
 - Conselho Geral e de Supervisão
 - Revisor Oficial de Contas

2.4.2. Regulamentos da CMVM

A CMVM é a entidade que regula e monitoriza o mercado bolsista português e emitiu em 1999, pela primeira vez, um conjunto de recomendações sobre o governo das sociedades para serem seguidas pelas entidades emitentes de ações cotadas num mercado regulamentado.

Em 2001, dois anos após as primeiras recomendações, seguiu-se o lema britânico “*comply our explain*”, quando a CMVM emitiu o Regulamento nº 7/2001. Este regulamento impõe às sociedades cotadas que divulguem, no relatório anual de gestão, informações detalhadas sobre a estrutura e as práticas de governo das sociedades e que prestem ainda informações adicionais no seu *site* da internet. Das informações a apresentar no relatório, as entidades cotadas devem apresentar a declaração de cumprimento das recomendações da CMVM ou a respetiva justificação no caso de não haver cumprimento.

Em 2003, o Regulamento nº 7/2001 da CMVM teve uma revisão das recomendações de maneira a atualizar as preocupações relativamente à composição dos conselhos de administração. Posto isto, o regulamento voltou a ser atualizado pelo Regulamento da CMVM nº 11/2003, de modo a que o relatório anual sobre o governo das sociedades se tornasse mais completo.

Em 2005, as alterações basearam-se no melhoramento do sistema de fiscalização interna das sociedades. O conjunto das recomendações passou a ser designado por “Código do Governo das Sociedades da CMVM”.

Com isto, o Regulamento da CMVM nº 7/2001 sofreu contínuas alterações pelos Regulamentos da CMVM nºs 10/2005 e 3/2006, com o objetivo de adaptar as normas regulatórias em Portugal com as alterações verificadas por publicações como o Plano de Ação da Comissão Europeia sobre Direito das Sociedades, a Recomendação da Comissão Europeia sobre o Papel dos Administradores Não Executivos, a Recomendação da

Comissão Europeia sobre a Remuneração dos Administradores e a revisão dos Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades.

Em 2007, resultado das alterações no CSC pelo Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de março, surge o Regulamento n.º 1/2007 da CMVM que mantém a mesma linha de orientação, revogando o Regulamento n.º 7/2001. Com isto, a alteração mais relevante é na estrutura e no conteúdo do relatório anual de governo. O modo de elaboração do relatório também é destacado, uma vez que não deve ser elaborado como se fosse um inquérito de preenchimento automático. Estas alterações tinham como objetivo o aumento do grau de transparência das entidades cotadas e reforçar o dever de facultar informações aos investidores.

Em 2010 foi emitido o Regulamento da CMVM n.º 1/2010, derivado de uma nova revisão das normas, que também procedeu à atualização do Código de Governo das Sociedades. As alterações feitas ao Regulamento da CMVM revogado (n.º 1/2007) estabeleceram que as empresas cotadas tinham de adotar obrigatoriamente um código de governo das sociedades divulgado pela CMVM ou equivalente.

Em 2013, foi publicado o Regulamento da CMVM n.º 4/2013, que veio revogar o Regulamento da CMVM n.º 1/2010. As alterações decorrentes desta revisão concedem às entidades cotadas a possibilidade de escolherem um código de governo alternativo ao divulgado pela CMVM, desde que justificassem a sua escolha. Com a aprovação deste regulamento é definido que as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado em Portugal divulguem, no relatório anual de gestão ou em anexo a este, um relatório pormenorizado sobre a estrutura e as práticas de governo societário. Este relatório deve obedecer a uma estrutura imposta neste mesmo Regulamento, com as componentes mencionados no artigo 245.º-A do CVM, bem como os elementos informativos que sejam importantes para a compreensão do modelo e práticas de governo adotadas.

2.4.3. Recomendações da CMVM

Em 1999, a CMVM começou a emitir recomendações sobre o governo das sociedades, com o objetivo de contribuir para a otimização do desempenho das sociedades, de contribuir para os interesses dos acionistas e de se apresentarem como um exercício vocacionado à definição das melhores práticas capazes de fomentar a eficiência das sociedades cotadas e do mercado de valores mobiliários (CMVM, 2007).

As recomendações emitidas pela CMVM são dirigidas para as sociedades emittentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. No entanto, também podem ser seguidas por sociedades cujas ações não estejam admitidas à negociação em mercado regulamentado (CMVM, 2007).

Em 2007, a CMVM passa a designar o conjunto de recomendações por código de governo das sociedades que funciona igualmente como caráter facultativo, assentes nas boas práticas. A evolução parte da alteração do quadro normativo dos modelos de governo das sociedades anónimas surgida com o Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março. Este código encontra-se dividido em três capítulos: assembleia geral; órgãos de administração e fiscalização; e informação e auditoria.

Em 2010, ocorrem algumas alterações no código de governo societário, tais como: há uma introdução de 10 recomendações, passando o código a conter 54 recomendações e o código passa a ser dividido em quatro capítulos: assembleia-geral; órgão de administração; informação e auditoria; e conflitos de interesses (CMVM, 2010).

Em julho de 2013 foi publicado o mais recente código de governo das sociedades da CMVM, que apresenta 45 recomendações. O mesmo está dividido em 6 capítulos:

- I. Votação e Controlo da Sociedade;
- II. Supervisão, Administração e Fiscalização;
- III. Remunerações;
- IV. Auditoria;
- V. Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas;

VI. Informação.

O primeiro capítulo, sobre a votação e controlo da sociedade, enfatiza que as sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais não fixando um número muito elevado de ações necessárias para ter direito a um voto; que as entidades não devem usar mecanismos que compliquem a tomada de decisões pelos seus acionistas, que tenham por efeito provocar divergência entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária; e não devem ser adotadas medidas que tenham por consequência impor pagamentos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração (CMVM, 2013).

O segundo capítulo, sobre a supervisão, administração e fiscalização, é dividido em três subcapítulos: a supervisão e administração; a fiscalização e a fixação de remunerações.

Quanto à supervisão e administração, a CMVM recomenda que o conselho de Administração se deva certificar que a sociedade atua de forma coerente com os seus objetivos; que o Conselho Geral e de Supervisão deve assumir plenas responsabilidades ao nível do governo da sociedade e das competências de fiscalização; que o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo de governo adotado, devem criar as comissões para a avaliação dos administradores executivos e do seu próprio desempenho e verificar a estrutura e práticas de governo das sociedades, verificando a sua eficácia e sugerindo medidas tendo em vista a sua melhoria; e que se inclua no conselho de administração um número de membros não executivos, com uma proporção adequada de administradores independentes, que garanta o acompanhamento e a supervisão dos restantes membros do órgão, tendo em conta o modelo de governação e a estrutura acionista da sociedade.

Relativamente às recomendações sobre a fiscalização, o presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente; o órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo,

o primeiro destinatário dos respectivos relatórios, deve avaliar o auditor externo e deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustes que sejam essenciais.

Em termos da fixação de remunerações, a CMVM recomenda que todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes comparativamente aos membros executivos do órgão de administração e abranger pelo menos um membro com experiência em matérias de política de remuneração; qualquer pessoa que tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remuneração; e deve ser sujeita a aprovação na Assembleia Geral, a proposta relativa de qualquer sistema de benefícios de reforma ou de planos de atribuição de ações

No terceiro capítulo das recomendações da CMVM baseia-se no nível das remunerações, em que estabelece que as remunerações dos membros executivos do órgão de administração devem ser em função do desempenho efetivo e de desincentivar a assunção excessiva de riscos; ao nível dos membros não executivos do órgão de administração e dos membros do órgão de fiscalização a sua remuneração deverá ser fixa; a parte variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, em que a fração da remuneração variável deverá ser diferida a mais de 3 anos e o seu recebimento deverá ficar dependente do desempenho positivo da sociedade nesse período.

Relativamente ao capítulo da auditoria, as recomendações centram-se em que o auditor externo deve averiguar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e divulgar ao órgão de fiscalização da sociedade quaisquer anomalia; a organização ou quaisquer entidades que tenham uma relação com esta, não devem contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços não deverá representar mais de 30% do total dos serviços prestados, e deverá ser aprovado pelo órgão de fiscalização e divulgados no Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade

O quinto capítulo do código do governo das sociedades trata dos conflitos de interesses e transações com partes relacionadas, estabelecendo que os negócios das entidades com acionistas titulares de participações qualificadas, ou com entidades que tenham relações com eles, devem ser realizados em condições normais de mercado; E o órgão de supervisão ou de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios quando se tratem de negócios de relevância significativa com acionistas titulares de participação qualificada, ficando a realização dos negócios sujeita ao parecer prévio daquele órgão.

No último capítulo, relativamente à informação, a CMVM recomenda que as entidades devem divulgar informações através do seu *site* na Internet, em português e inglês, que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo; as sociedades também devem garantir a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto com o mercado, que responda aos investidores em tempo útil.

2.4.4. Os contributos do IPCG

O IPCG foi criado em maio de 2014 e é uma organização privada com um âmbito de atividade centralizado no governo das sociedades, constituindo a fonte mais influente de *soft law* em Portugal. O IPCG disponibiliza a todas as entidades uma alternativa ao Código da CMVM, sendo que os seus destinatários são, principalmente as sociedades abertas, particularmente as emitentes admitidas à negociação em mercado regulamentado (IPGC, 2014).

O Código do IPCG foi criado na regra do “*comply or explain*” e pretende garantir uma mais fácil adequabilidade das sociedades ao seu articulado e realizar o difícil objetivo de o tornar adaptável às realidades muito diferentes dos seus destinatários (IPGC, 2014).

Em 2006, o IPCG apresentou o *Livro Branco* sobre o governo societário em Portugal, que consistiu num passo de significativa relevância para o conhecimento, avaliação e difusão dos princípios das melhores práticas na gestão das entidades de

Portugal (IPCG, 2009). Este livro veio efetuar um enquadramento internacional e nacional deste tema, além de propor 96 recomendações de governo das sociedades para sociedades cotadas. Este é um documento bastante completo e extenso e, comparando com as recomendações da CMVM, este *Livro Branco* é um documento bem mais pormenorizado e detalhado, mas que não pretende entrar em conflito com as normas da CMVM (Silva, 2006).

No início de 2009, em forma de anteprojeto, o Código de Bom Governo das Sociedades foi lançado, onde se assume como um conjunto de princípios e de recomendações, e que integra outros normativos já em vigor, mas que servem de integração lógica às propostas nele contido (IPCG, 2009). O anteprojeto deu continuidade ao conjunto de recomendações publicado no *Livro Branco*, e procurou prosseguir o objetivo de sugerir, de forma mais abrangente, normas disciplinadoras das matérias mais críticas, como também atribuiu destaque aos temas da responsabilidade social e desenvolvimento sustentável e da ética e deontologia, que por vezes são afastados deste tipo de códigos, mas que vão ganhando crescente atenção por parte dos Governos e também dos próprios intervenientes nos mercados de capitais (IPCG, 2009).

Em 2013 foi apresentado o código de governo das sociedades do IPCG, que pretende constituir um instrumento de boas práticas de governo societário, adaptado ao apelo de empresas nacionais e de uma comunidade de interessados nos temas de *corporate governance*, o que se mostra como uma alternativa ao código de governo das sociedades da CMVM. Deste modo e pela primeira vez, as sociedades comerciais passaram a possuir um código de governo societário preparado pela sociedade civil, que lhes permite optar pelo código que se adapte às características do seu negócio (IPCG, 2014).

A tabela 1 sumaria a evolução das fontes de regulamentação do governo das sociedades em Portugal.

Tabela 1 - Evolução das Fontes de Regulação do Governo das Sociedades em Portugal

Ano	Entidade	Documento
1999	CMVM	Recomendações da CMVM
2001	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 7/2001
2003	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 11/2003 (Alteração do Regulamento da CMVM n.º 7/2001 em vigor) Revisão das Recomendações da CMVM
2005	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 10/2005 (Alteração do Regulamento da CMVM n.º 7/2001 em vigor)
2006	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 3/2006 (Alteração do Regulamento da CMVM n.º 7/2001 em vigor)
2006	IPCG	Livro Branco sobre o Governo das Sociedades em Portugal
2006	Governo	Decreto-Lei n.º 76-A/2006, de 29 de Março
2007	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2007 (Revoga o Regulamento da CMVM n.º 7/2001)
2007	CMVM	Código do Governo das Sociedades
2009	IPCG	Anteprojeto do Código do Governo das Sociedades
2010	CMVM	Regulamento da CMVM n.º 1/2010 (Revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2007)
2010	CMVM	Atualização do Código do Governo das Sociedades
2013	IPCG	Código de Governo das Sociedades (1º código privado)
2013	CMVM	Atualização do Código do Governo das Sociedades
2013	CMVM	Regulamento DA CMVM n.º 4/2013 (Revoga o Regulamento da CMVM n.º 1/2010)

3. A Divulgação Voluntária de Informação

Neste capítulo procedemos à revisão da literatura relativamente à divulgação voluntária de informação, que se encontra dividido em duas partes. A primeira parte aborda a informação financeira e o conceito de divulgação voluntária de informação e na segunda parte apresenta-se a necessidade e a qualidade de informação divulgada pelas entidades.

3.1.A informação financeira e a divulgação de informação

Borges *et al.* (2007) defendem que informação refere-se a dados ou conhecimentos dispostos num determinado contexto considerando um fim específico.

De acordo com o *International Accounting Standards Board* (IASB, 2010), a informação financeira deve auxiliar diversos utilizadores: departamentos internos; investidores; trabalhadores; financiadores; fornecedores; credores comerciais; clientes; governos e público em geral, dado que a divulgação de informação, o relato financeiro, permite que a empresa se comprometa perante os utilizadores externos da informação contabilística (Nobre, 2003).

A divulgação da informação financeira por parte das empresas deve ser o mais transparente e clara possível, em especial tratando-se de empresas cotadas em bolsa e com capital disperso (Cañibano 2004).

Com isto, Rolim *et al.* (2010) interligam a divulgação de informação com os objetivos da contabilidade, quando há a intenção de fornecer informações úteis e fiáveis aos utilizadores de informação financeira. Uma vez que os diversos utilizadores de informação têm distintas necessidades de informação, os relatórios das entidades devem ser preparados de forma a satisfazer essas diferentes necessidades (Cronje e Moolman, 2013).

Em 1994, o *Jenkins Report* do *The American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA) (1994) sugere um desenvolvimento do relato financeiro, em que seria um modelo mais amplo que respondesse às necessidades dos usuários da informação

financeira e que incluísse: informação prospetiva, um maior destaque nos fatores que criam valor no longo prazo e um melhor alinhamento entre a informação divulgada para o exterior e a informação interna para a gestão.

Os normativos contabilísticos exigem apenas a divulgação de informação mínima aos responsáveis da informação financeira (Lev, 1992). A divulgação de informações pode ser dividida em informação voluntária e informação obrigatória (Hassan e Marston, 2010).

As informações obrigatórias são as informações que as empresas têm a obrigação de divulgar nos seus relatórios financeiros (Kumar *et al.*, 2008), derivam da lei.

A divulgação voluntária de informação refere-se às informações divulgadas que não são expressamente exigidas pelos princípios contabilísticos usualmente aceites, em determinado país, daí a decisão de que a divulgação de informação adicional é analisada numa perspetiva de custo-benefício (*Financial Accounting Standards Board - FASB*, 2001).

De acordo com Meek *et al.* (1995), as divulgações voluntárias são informações divulgadas para além do exigido por lei, o que representa uma escolha livre por parte dos gestores, em divulgar informações adicionais para o processo de tomada de decisões dos investidores.

Branco e Rodrigues (2008) defendem que a divulgação voluntária de informação pode ser uma forma das entidades explicarem os seus comportamentos perante os *stakeholders* e influenciar a sua perceção externa de reputação.

Em 2001, o FASB (2001) classificou a divulgação voluntária de informação, nas seis categorias seguintes (sendo as cinco primeiras já propostas pelo AICPA (1994)): informações sobre o negócio (operacionais e de desempenho); análise dos dados do negócio pela gestão; informação prospetiva; informação sobre a gestão e acionistas; *background* da empresa (inclui objetivos, estratégias, âmbito e descrição da atividade); e informação sobre os ativos intangíveis não reconhecidos.

Relativamente à forma que as informações são divulgadas, os estudos empíricos realizados têm revelado que as empresas preferem utilizar o relatório anual para a divulgação das suas informações adicionais. Torres e Paradís (2003) referem que as entidades que incluem a informação voluntária no seu relatório e contas fazem-no porque defendem que este documento deve conter toda a informação relevante para a empresa e

os seus *stakeholders*. Branco (2003) defende que o setor de atividade tem bastante impacto sobre a escolha do meio de transmissão.

3.2.A Qualidade e a Necessidade de Divulgação de Informação

A divulgação de informações claras e completas relacionadas com a transparência da mesma permite maior confiança aos utilizadores na tomada de decisões. Como tal, toda a informação financeira deve possuir determinadas características qualitativas, particularidades tais como compreensibilidade, relevância, fiabilidade e comparabilidade, que a tornam útil aos seus utilizadores (Da Costa, 2010).

Segundo Mueller (2000), a qualidade da informação financeira é afetada pela qualidade das normas contabilísticas e por outros fatores institucionais, tal como o governo societário, o sistema legal em vigor e a presença de leis que regulam a proteção do investidor e a divulgação de informação financeira, que afetam a procura e a oferta de informação.

A literatura evidencia que as entidades que sejam alvo de investimentos têm que divulgar informações para satisfazer necessidades de mercado (Rolim *et al.*, 2010), tais como diminuir o custo de capital e diminuir o nível de assimetria de informação proveniente de um problema de agência (Lev, 1992; Botosan, 1997). Segundo Al-Akra e Ali (2012), os níveis acrescidos de divulgação voluntária estão relacionados com uma maior valorização pelo mercado. Estas divulgações auxiliam a aumentar a procura dos investidores, a diminuir o *spread bid-ask* e a desenvolver o interesse institucional e o acompanhamento dos analistas financeiros, estando na base de melhores *researches* por parte destes analistas (Oliveira, 2008; Holland, 1997; Healy e Palepu, 2001). A adoção de procedimentos de divulgação voluntária é também uma das estratégias para orientar a relação entre as empresas e os seus *stakeholders* (Qu *et al.*, 2013) e aumentar o capital com o menor custo possível (Barako *et al.*, 2006).

Cada vez mais os *stakeholders* têm necessidade de um nível de informação mais vasto que lhes permita uma interpretação correta das divulgações prestadas pelas organizações, necessárias para tomadas de decisão eficazes (IFAC, 2011). Sob o mesmo ponto de vista, Levinshon (2001) e Kang e Gray (2011) concluem que a divulgação

voluntária de diversas informações financeiras é necessária para as empresas se diferenciarem, dado que um grande nível de informações pode auxiliar os utilizadores de informação financeira a compreender melhor a empresa.

De acordo com Einhorn (2005), a principal motivação para a divulgação voluntária de informação são os seus resultados sobre a percepção de valor da empresa no mercado de capitais.

No entender de Healey e Palepu (2001, p. 420), são seis os objetivos para as empresas divulgarem informações voluntárias, nomeadamente “*capital market transactions, corporate control contests, stock compensation, litigation, proprietary costs, and management talent signaling*”. No entanto, segundo Verrechia (1983), as empresas que divulgam informações voluntárias também podem ter consequências negativas, uma vez que estas correm o risco de divulgar informações para empresas concorrentes, que poderá prejudicar a sua posição competitiva no mercado. Ou seja, os benefícios da divulgação da informação voluntária poderão ter limites.

4. A Divulgação Voluntária de Informação e o Governo das Sociedades

O presente capítulo aborda a relação entre a divulgação voluntária e o governo das sociedades, onde se faz um enquadramento das teorias subjacentes a estas temáticas e se expõe os estudos empíricos que analisaram a relação entre estas duas variáveis.

Os princípios da OCDE (2004, p. 22) referem que:

“O enquadramento do governo das sociedades deve assegurar a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes relativas à sociedade, nomeadamente no que respeita à situação financeira, desempenho, participações sociais e governo da empresa.”

O trabalho que liga a qualidade da divulgação ao governo das sociedades é relatado por Williamson (1985), e tem como objetivo compreender as sociedades modernas e defini-las segundo as suas origens e a sua evolução.

Os códigos de boas práticas do governo societário destacam como um dos seus princípios básicos a informação clara e transparente relativa ao desempenho da organização. Um bom governo de sociedade realça a prestação de informações pertinentes, além das que são obrigatórias por lei (Lazana, 2004).

Os normativos contabilísticos exigem apenas a divulgação de informação mínima. No entanto, a divulgação de informação, incluindo o relato financeiro, deverá ser vista não como uma obrigação legal, em que a organização tem de cumprir determinadas exigências, mas sim como um exercício de comunicação com todos os *stakeholders*. Uma boa estrutura de governo societário é evidentemente essencial para um bom nível de divulgação de informação por parte das organizações (IFAC, 2011).

A divulgação de informações pode ser dividida em informação voluntária e informação obrigatória (Hassan e Marston, 2010). Relativamente às divulgações obrigatórias, uma melhor governação está associada a uma menor probabilidade de fraude ao nível das demonstrações financeiras (Beasley, 1996). Por sua vez, em relação à divulgação de informação voluntária, um melhor governo das sociedades está associado a um nível elevado de relato voluntário (Eng e Mak, 2003).

No início deste século, ocorreram vários escândalos financeiros devido a níveis de governo das sociedades insuficientes (Agrawal e Chadha, 2005). Como solução, os reguladores implementaram novas regras com o intuito de conseguirem níveis satisfatórios de governo, procurando a sua melhoria através das características dos seus próprios mecanismos, como a administração, os auditores, o controlo e o risco e aspetos éticos relacionados com a remuneração (Kolk e Pinkse, 2010). Estas mudanças regulatórias apontavam, entre vários aspetos, para o aumento da qualidade da informação disponível para os utilizadores dos relatórios e contas das organizações, nomeadamente os analistas financeiros (Byard *et al.*, 2006).

Segundo Jensen e Meckling (1976), a transparência dos relatórios financeiros por parte das entidades é um mecanismo de gestão por parte dos acionistas e credores da empresa para o amenizar das desconfianças destes últimos. Uma vez que as informações financeiras são adquiridas por um custo mais baixo pelos gestores da empresa do que pelos acionistas, logo a divulgação voluntária de informação seria uma forma de procurar reduzir o problema de agência, sendo que este custo faz parte do custo de agência.

Allegrini e Greco (2013) defendem que a divulgação voluntária de informação e o governo das sociedades são mecanismos de controlo usados para diminuir os custos de agência e para proteger os investidores, o que dá a possibilidade da sua relação ser de complementaridade ou de substituição. No entanto, Ferreira e Laux (2007) defendem que os mecanismos do governo das sociedades e a divulgação de informação têm uma relação negativa, uma vez que os autores referem que a presença de mecanismos do governo societário que representam a abertura das empresas ao mercado pode induzir a necessidade de aberturas das empresas a outros domínios, tal como a disponibilização de informação aos investidores.

Segundo Healy e Papelu (2001), o aumento da divulgação de informação aumenta a informação disponível no mercado, o que implica:

- o aumento da liquidez das ações;
- a diminuição do custo de capital;
- o aumento da cobertura dos títulos das entidades por parte dos analistas de mercado.

Os autores explicam que as empresas que divulgam informações de forma voluntária diminuem a assimetria presente entre investidores e entre agentes internos e externos, garantindo que as transações se realizem ao preço justo, o que traduz num aumento de liquidez das ações e posterior redução dos prêmios de risco impostos pelos investidores (reduzindo o custo do capital) (Healy e Papelu, 2001).

4.1. Teorias Subjacentes

4.1.1. A Teoria de Agência

Até aos anos 70, a problemática do governo das sociedades era explicado pela separação da propriedade e do controlo da empresa. Ou seja, os custos de agência eram originados essencialmente pelas divergências existentes entre os acionistas e os gestores da empresa (Kwon, 2005).

A teoria da agência defende que existem duas entidades distintas com objetivos diferentes: o proprietário/acionista é o principal e o gestor é o agente (Donaldson e Davis, 1991). O principal pretende que o agente atue no seu interesse, maximizando a sua riqueza e o agente ambiciona atuar para sua própria recompensa (Góis, 2007). Por outras palavras, as conveniências dos acionistas e dos gestores estão, à partida, em campos opostos, originando custos de agência resultantes das atividades de controlo e monitorização do desempenho do órgão de administração (Martins, 2014).

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato sob o qual os detentores de capital (principal) confiam ao gestor (agente) a realização de algum tipo de serviços a seu favor, autorizando ao agente alguma autoridade para tomar decisões. Como as duas partes são maximizadoras da utilidade, isto pode levar a concluir que o agente pode não atuar sempre em função dos interesses do principal. No entanto, o principal pode limitar esses desacordos atribuindo incentivos ao agente e controlando o seu comportamento, o que o faz incorrer em custos de agência.

Estes custos resultam da soma dos custos de monitorização, por parte do principal, dos incentivos atribuídos aos gestores e da soma das perdas residuais, decorrentes da perda de riqueza pelos acionistas em consequência do comportamento divergente dos

agentes em relação ao objetivo de maximização de riqueza dos acionistas. Estes custos refletem o custo da separação entre a propriedade e a gestão (Jensen e Meckling, 1976).

Jensen e Meckling (1976) defendem que existem alguns fatores que influenciam a magnitude dos custos de agência e estes variam consoante a empresa, tais como:

- os custos de avaliação do desempenho dos gestores;
- a autonomia que os gestores têm para exercer as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor;
- os custos dos sistemas de incentivos;
- os custos de aplicações de regras e políticas;
- o nível de competição existente no mercado dos gestores;
- o custo de “reposição” do gestor;
- a eficiência do mercado de controlo das empresas.

Para diminuir os efeitos causados pelo problema de agência e melhorar a relação entre acionistas e gestores, é necessário que existam mecanismos internos e externos de governo das sociedades. Na perspetiva de Shleifer e Vishny (1997), a diminuição do problema de agência poderá ser feito das seguintes formas:

- Conceder incentivos ao gestor para atuar em função da maximização do valor da empresa (*ex-ante*) – serão tanto mais eficazes quanto mais aproximem os interesses dos gestores aos dos acionistas;
- Controlar as decisões e o comportamento do gestor (*ex-post*);
- Promover outros mecanismos de governo das sociedades, caso os outros dois anteriores não sejam suficientes para ultrapassar o problema de agência.

No entanto Jensen e Meckling (1976) referem que o problema de agência pode diminuir com o facto de os gestores possuírem percentagens de capital da empresa, uma vez que atenua os conflitos entre os gestores e os acionistas e aumenta o interesse de atuarem em acordo. Barros *et al.* (2013) defendem que segundo a teoria de agência, se os gestores deterem uma maior percentagem de capital da empresa, menor serão os conflitos

entre acionistas e gestores e ficam mais disponíveis para divulgar informação, fundamental para diminuir os custos de monitorização e evitar os problemas de agência. Em suma, quanto maior for a divulgação de informação, menores são os custos de agência, devido à redução do nível de assimetria de informação e do controlo por parte dos acionistas (Jensen e Meckling, 1976).

4.1.2. A Teoria dos Custos de Transação

A investigação baseada na teoria dos custos de transação teve origem em duas obras principais. A primeira, reconhecida como a obra originária, o artigo de Ronald Coase na revista *Economica*, em 1937, intitulado *The Nature of the Firm*. A segunda, o livro de Oliver Williamson, intitulado *Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications*, publicado em 1975 (Pessali, 1999).

O estudo de Coase de 1937 preocupava-se em analisar em que circunstâncias os movimentos de integração vertical e a concretização de contratos que delimitam a conduta das partes e/ou estabelecem vínculos de reciprocidade tinham como objetivo a conceção de ganhos de eficiência, e não algum tipo de limitação da concorrência (Williamson, 2002).

Williamson (2002) define os custos de transação como “os custos de funcionamento do sistema económico”.

De modo a compreender os custos de transação, Williamson (1985) refere que os contratos entre as partes são sempre incompletos e que tal resulta da racionalidade limitada dos contraentes. Com isto, os contratos completos são inviáveis, possibilitando a existência de comportamentos oportunistas de ambas as partes devido às imperfeições contratuais.

Williamson (2002) conclui que existe uma necessidade de implementar esforços para evitar ou atenuar o oportunismo pois, os seus efeitos constituem um fator gerador de custo de transação.

Para o autor as principais implicações das hipóteses comportamentais já referidas são: os contratos são inevitavelmente incompletos; a confiança entre as distintas partes

abrangidas não pode ser apenas estabelecida a partir da existência de um contrato, uma vez que qualquer contrato implica riscos; e, é exequível acrescentar valor a partir de formas organizacionais que pretendem diminuir a racionalidade limitada e defender as transações do oportunismo dos agentes incluídos.

Os custos de transação podem ser os custos gerados antes da transação, *ex ante*, ou os custos pós concretização do negócio, *ex post*.

Os custos *ex-ante* verificam-se, fundamentalmente, nos casos em que é difícil estabelecer condições pré-contratuais, de forma que a transação seja efetuada de acordo com os critérios planeados e esperados. E os custos *ex post* são originados pela monitoração das obrigações contratuais, resolução de conflitos, e readaptação dos termos do contrato. Estes podem assumir quatro formas potenciais: custo de inadequação quando a transação não se processa como planeado; custos relativos a correção do desalinhamento *ex-post*; custos de instalação e manutenção das estruturas de governo que originam as transações; e, os custos essenciais para garantir o cumprimento efetivo do acordo (Williamson, 2002).

É de salientar que a realização de transações de compra e venda nos mercados pode originar custos não negligenciáveis associados à impossibilidade de realização de contratos completos. Como tal, quanto menor a especificidade dos ativos, menor a incerteza e maior a frequência das transações e como consequência, menores serão os custos relacionados à utilização do mercado enquanto mecanismo coordenador das interações mercantis (Williamson, 2002).

De modo a reduzir os custos mencionados são criadas estruturas de gestão (*governance structures*) apropriadas, vistas como estruturas contratuais (explícitas ou implícitas) das quais se realiza a transação (Williamson, 2002).

4.2. Estudos empíricos

O governo das sociedades e os seus determinantes têm sido alvo de estudos empíricos e analíticos, uma vez que os investigadores procuram identificar mecanismos do governo societário que influenciam o nível de divulgação voluntária.

Com estes estudos também se pretende analisar qual o impacto da teoria de agência e a teoria dos custos de transação na divulgação de informação pelas empresas.

Os mecanismos de governo que ajudam a controlar o problema de agência são a posse de ações pelos gestores e a posse de ações pelos *blockholders* (Jensen e Meckling, 1976).

Chen e Jaggi (2000) tinham como objetivo testar a relação entre os diretores não executivos independentes e a divulgação da informação financeira. Obtiveram evidência empírica de uma associação positiva entre a existência de diretores não executivos e a qualidade da informação financeira divulgada.

Ho e Wong (2001) basearam-se na teoria da informação e na teoria da agência e investigaram a associação entre as características de governo (proporção de diretores independentes, existência de comissão auditoria, dualidade do CEO e percentagem de membros de família no *board*) e o nível de divulgação voluntária das empresas de Hong Kong. Os autores concluíram apenas que a existência da comissão de auditoria estava significativa e positivamente relacionada com a extensão da divulgação voluntária. Relativamente à percentagem de membros familiares no *board* estava negativamente relacionada com a divulgação. Os restantes mecanismos não eram estatisticamente significativos.

Eng e Mak (2003) analisaram a influência da dos mecanismos de governo sobre a divulgação voluntária. Estes verificaram uma relação negativa entre a percentagem de membros independentes e a divulgação voluntária. Relativamente à estrutura de capital, uma significativa participação do Estado e uma baixa participação dos gestores, conduz a um aumento da divulgação. No entanto, Cheng e Courtenay (2006) obtiveram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o nível de independência do conselho de administração e o nível de relato voluntário, o que significa que as entidades com uma maioria de administradores independentes tendem a aumentar significativamente o nível de divulgação voluntária. Relativamente às variáveis dimensão do *board* e dualidade do CEO, os autores não obtiveram uma relação estatisticamente significativa com o nível de divulgação voluntária.

Os resultados de Barako *et al.* (2006) evidenciam que existe uma relação significativamente negativa entre a proporção de administradores não executivos e o índice de divulgação voluntária. Relativamente à dimensão da empresa e à estrutura acionista de investidores institucionais têm um impacto positivamente significativo ao nível da divulgação voluntária. Os mesmos autores defendem que empresas com um elevado grau de endividamento tendem a divulgar mais informação.

Tsamenyi *et al.* (2007) analisaram a associação entre a divulgação de informação e o governo societário nas empresas listadas no Ghana Stock Exchange. Com este estudo, os autores concluíram que a estrutura de participação, a dispersão das ações e o tamanho da empresa influenciam significativamente o relato de informação sobre o governo. No entanto, a relação entre a divulgação de informação e o nível de endividamento é insignificante.

Parsa *et al.* (2007) estudaram a relação entre a divulgação de informação e o governo das sociedades em pequenas e médias empresas. Os autores obtiveram evidência empírica de uma relação positiva entre o número de diretores não executivos como mecanismo de governo e a profundidade da divulgação voluntária. Estes concluíram que a presença de mais diretores não executivos leva a uma maior coordenação entre os interesses dos investidores e a divulgação e confidencialidade das informações.

Allegrini e Greco (2013) analisaram a relação entre o governo das sociedades e a divulgação voluntária das empresas cotadas em Itália. Os autores concluíram que a dimensão do *board* e a frequência de reuniões da comissão de auditoria apresentam uma relação positiva com o nível de divulgação de informação. Enquanto que a relação entre a divulgação voluntária de informação e a dualidade do CEO apresenta uma relação negativa e estatisticamente pouco significativa. A independência do *board* não tem uma associação significativa com o nível de divulgação voluntária.

Barros *et al.* (2013) realizaram um estudo em França, para as empresas cotadas não financeiras. As conclusões deste estudo são que o nível de divulgação voluntária aumenta com a estrutura acionista da administração, com a independência do órgão de gestão e da comissão de auditoria e com a frequência das reuniões da administração. No entanto, a divulgação tem uma relação negativa com o número de reuniões da comissão de auditoria. Os autores defendem que estes resultados estão de acordo com a teoria da agência, que dita que o *board* tem a obrigação de assegurar a fiabilidade, integridade e transparência da informação divulgada

Hassan (2013) baseou-se numa amostra de entidades cotadas nos Emirados Árabes Unidos para analisar a relação entre os atributos de governo das sociedades e a extensão do relato voluntário. Sustentados pela teoria da agência e da teoria do poder organizacional, os investigadores concluem que a existência de comissões ao nível do órgão de administração influencia significativamente a divulgação voluntária. O autor não obteve relação estatisticamente significativa entre a dualidade do CEO e a dimensão do *board* com o nível de divulgação voluntária.

Ghasempour e Yusof (2014) dividiram a divulgação voluntária em dois grupos de informação, financeira e não-financeira, e investigaram as razões dos efeitos dos mecanismos de governo sobre a divulgação voluntária por parte das empresas. A amostra é composta por 65 empresas do Irão, de 2005 a 2012. Os resultados deste estudo mostram que existe uma relação positiva entre a dimensão e a complexidade do negócio e o índice de divulgação voluntária, enquanto o endividamento tem uma relação negativa com a divulgação voluntária de informação.

Albitar (2015) analisou a relação entre o governo das sociedades e o nível de divulgação voluntária de uma amostra de empresas da Jordânia. Concluiu que a divulgação voluntária aumenta com o aumento da dimensão do *board*. No entanto a percentagem de membros independentes e a percentagem de capital detida pelos gestores têm uma associação negativa com o índice de divulgação.

Para além destes estudos, há autores que atendem a sua análise na influência de mecanismos de governo das sociedades ao nível de divulgação de informação de capital intelectual, de informação prospetiva e de informação de carácter ambiental.

Li *et al.* (2008) estudam a relação entre a divulgação de capital intelectual e os mecanismos de governo das sociedades, para uma amostra de empresas cotadas no Reino Unido. Analisados à luz da teoria da agência, os resultados empíricos obtidos são que a presença de membros independentes no *board*, a dimensão e frequência de reuniões da comissão de auditoria estão positivamente relacionadas com a divulgação de capital intelectual, enquanto a concentração de capital apresenta uma influência negativa. Relativamente ao facto do cargo de diretor executivo e do presidente do conselho de administração serem exercidas pela mesma pessoa relaciona-se negativamente com o índice de divulgação voluntária.

Kateb (2015) baseou-se numa amostra de empresas francesas cotadas no ramo da biotecnologia, para estudar a relação entre algumas características do governo das sociedades e a divulgação de capital intelectual. Concluiu que o índice de divulgação voluntária está positivamente relacionado com a dimensão da empresa e tem uma relação negativa com o endividamento e a concentração acionista.

Wang e Hussainey (2013) partiram de uma amostra de entidades cotadas do Reino Unido para analisarem o impacto das características de governo das sociedades na extensão de divulgação voluntária, relativamente às declarações prospetivas e às divulgações de resultados constantes do relatório de gestão. Os autores concluíram que a dimensão do órgão de administração e a sua composição (percentagem de administradores não executivos) apresentam uma relação positiva com o nível de relato voluntário relativo aos ganhos. No entanto as declarações prospetivas, a existência de acionistas com responsabilidade de administração e a separação entre chairman e gestor executivo têm uma relação negativa com o nível de divulgação. Consecutivamente, Wang e Hussainey (2013) concluem que as características das entidades, tais como a política de dividendos, a dimensão, a rendibilidade, o nível de endividamento e o sector onde se inserem, influenciam a extensão do nível de relato voluntário relativo às declarações prospetivas.

Alkhatib (2014) baseou-se em estabelecer empiricamente o nível de divulgação de informações prospetivas nas empresas cotadas na bolsa de valores da Jordânia. O autor apurou que a rentabilidade e a dimensão foram os fatores mais decisivos do índice de divulgação de informação, enquanto o tipo de auditor revelou-se um fator significativo apenas no sector industrial.

Noutra perspetiva, Rupley *et al.* (2012) analisaram a relação entre os mecanismos de governo e a qualidade da divulgação ambiental voluntária. Obtiveram evidência empírica que lhes permite concluir que o grau de independência do *board*, o seu nível de diversidade e a existência de membros com múltiplos cargos de administração tem uma relação positiva com o nível de qualidade da divulgação ambiental voluntária. Esta investigação concluiu também que um bom governo das sociedades, apoiado num forte órgão de administração, reflete mais transparência ao nível da organização.

Também ao nível da divulgação de carácter ambiental, Rao *et al.* (2012) estudaram as relações entre as características de governo das sociedades e o relato ambiental na Austrália. Os autores consideraram como variáveis, a proporção de administradores independentes, a dimensão do board e a estrutura de capital detida por investidores institucionais, e concluíram que todas as variáveis apresentam-se como positivas e estatisticamente significativas.

Relativamente a Portugal, os estudos empíricos sobre o Governo das Sociedades têm vindo aumentar.

Cunha (2005) analisou a relação entre as características e modo de funcionamento dos conselhos de administração e o desempenho financeiro das sociedades cotadas na *Euronext Lisboa* e sociedades de capital privado, entre o período 2001-2003. A principal conclusão obtida foi que, em média, o desempenho financeiro das entidades é melhor quando a remuneração dos diretores executivos está ligada aos resultados da sociedade. Relativamente à independência do conselho de administração, verificou existir uma relação significativa com o desempenho das empresas, no caso das entidades cotadas.

Apurou-se também que as entidades que separam as funções de presidente do conselho de administração e CEO obtiveram, em média, um melhor desempenho.

O estudo empírico de Sobreira (2010) baseou-se em analisar a relação existente entre os mecanismos do Governo das Sociedades e o nível de divulgação voluntária nas empresas cotadas na *Euronext* Lisboa em 2008. Concluiu que uma forte concentração de capital e o nível de endividamento está negativamente relacionado com o índice de divulgação voluntária. A presença de diretores externos no conselho de administração e a presença do Estado como acionista têm uma relação positiva com o nível de divulgação de informação. Também verificou que a participação no capital por gestores não está estatisticamente relacionada com o nível de relato voluntário pela entidade.

Silva (2011) analisou os fatores que influenciavam o grau de cumprimento das recomendações da CMVM, tendo como amostra as empresas cotadas na *Euronext* Lisboa, no período de 2007 a 2009. O autor evidenciou uma relação positiva entre o cumprimento das recomendações e o número de administradores independentes, o menor número de membros executivos, as reuniões efetuadas pelo órgão de gestão, o peso dos administradores na estrutura acionista da empresa e a existência de uma comissão/comité específica de governo das sociedades.

Martins (2014) analisou a influência dos mecanismos do governo das sociedades no nível de divulgação voluntária das entidades cotadas no índice PSI-20, no período 2005-2012.

Os mecanismos adotados pelo autor foram os atributos do órgão de administração (dimensão, independência, dimensão da comissão de auditoria e dualidade do CEO) e da estrutura de capital (detenção de capital por gestores executivos, por investidores institucionais e concentração de capital). Os resultados obtidos revelaram que a percentagem de capital detido pela gestão executiva e por investidores institucionais, a concentração de capital e existência de dualidade do CEO assumem uma relação positiva com o nível de divulgação voluntária. No entanto, a percentagem de membros independentes no órgão de administração apresentam uma relação negativa com a

divulgação voluntária. Também concluiu que as maiores entidades e as entidades que têm menor nível de endividamento apresentam um maior nível de divulgação voluntária.

Em suma, e face aos vários trabalhos analisados, verifica-se a relevância dos mecanismos de governo das sociedades na divulgação voluntária de informação nas empresas.

É no contexto destes estudos e fundamentalmente nos estudos empíricos em Portugal, que o presente estudo pretende contribuir e alargar a investigação sobre a influência dos mecanismos do governo das sociedades na divulgação voluntária de informação.

No próximo capítulo são apresentadas as variáveis escolhidas de forma a executar os objetivos de estudo. A escolha dos mecanismos do governo das sociedades baseou-se nas variáveis mais utilizadas pelos estudos analisados anteriormente.

5. Metodologia de Investigação

Este capítulo tem como objetivo descrever a metodologia de recolha dos dados e a análise adotada em função dos objetivos pretendidos para a investigação, tal como apresentar a definição das hipóteses de trabalho e das variáveis.

Como já foi referido anteriormente, a questão de partida centra-se em analisar quais os mecanismos internos de governo das sociedades que influenciam o nível de divulgação voluntária das entidades do PSI-20.

Esta questão baseia-se no facto de recentes escândalos financeiros associados à contabilidade e a outras fraudes serem responsáveis pelos gestores das empresas, colocando a dúvida se as entidades são geridas pelos interesses dos acionistas (Farinha, 2003).

Um bom governo das sociedades deve preocupar-se em incentivar adequadamente os gestores, para que estes sigam os interesses da empresa e dos acionistas, facilitando uma fiscalização eficaz. Um sistema de governo das sociedades eficaz contribui para obter o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado. Daí procedem custos inferiores na captação de capitais, que incentivam as empresas a usarem os recursos de forma mais eficaz, proporcionando assim um crescimento sustentável (OCDE, 2004).

O grau de divulgação de informação voluntária cada vez é mais examinado pelas sociedades, uma vez que são várias as características do governo das sociedades que influenciam (positivamente ou negativamente) a divulgação de informação pelas empresas.

O principal objetivo deste estudo prende-se, por isso, em mostrar a influência dos mecanismos de governo das sociedades no relato voluntário das empresas. Assim, a metodologia utilizada nesta investigação será de cariz quantitativo, no sentido em que os estudos quantitativos auxiliam-se de amostras probabilísticas, seccionadas da realidade, para garantirem a difusão dos resultados finais (Amaral, 2005 citado por Duarte, 2013).

Em busca de um retrato da realidade das empresas portuguesas em relação aos atributos de governo das sociedades existentes nas organizações, que influenciam a divulgação de informação, leva-se a cabo um estudo setorial cruzado. Este estudo associa-

se a uma metodologia positivista e consiste em selecionar diferentes organizações de forma a avaliar de que modo os fatores diferem. Segundo Vieira (2009), a perspectiva positivista tem uma visão objetiva da sociedade, sem influência dos sujeitos. Ou seja, os investigadores partem da observação de um facto, formulam hipóteses e estabelecem um conjunto de conclusões que explicam esse comportamento. Tem como vantagens o facto de não ser muito dispendioso e de não subsistirem problemas de mudanças cronológicas.

Com efeito, o estudo desta temática encontra-se assente em pesquisas descritivas, uma vez que procura-se descrever os prodígios como eles existem, ou seja, procura-se descrever como as entidades valorizam o governo das sociedades.

A lógica desta pesquisa baseia-se numa pesquisa dedutiva, dado que, pretende-se deduzir alguns elementos particulares a partir de orientações gerais. Com esta investigação pretende-se contribuir para o conhecimento geral em relação ao governo das sociedades de maneira a que os resultados obtidos contribuam de forma geral para todas as organizações, logo conclui-se que estamos perante uma pesquisa básica.

O facto de ser um campo com conclusões escassas, leva-nos a querer explorar o assunto através de uma investigação em que o público-alvo serão as entidades que compõem o PSI-20.

Em relação às variáveis, estas consistem num atributo da entidade que nós escolhemos como nossa unidade de análise. A variável pode assumir mais do que um valor, quer através de entidades, quer dentro da mesma entidade ao longo do tempo.

As variáveis independentes definem-se como característica ou dimensão que o investigador adultera intencionalmente de forma a conhecer qual o impacto numa outra variável, a dependente. Já no que diz respeito às variáveis dependentes afirma-se que consistem na característica que se altera sempre que o investigador exclui ou modifica a variável independente. Posto isto, considera-se como variável dependente o índice de divulgação (quantidade de informação divulgada) e como variáveis independentes as variáveis do governo das sociedades.

De modo a dar resposta à questão de partida, durante a investigação será escolhido o modelo empírico a testar, para se poder elaborar as hipóteses principais que correspondem àquilo que, à partida, pode existir na realidade, através das quais procura-se analisar a relação entre os atributos do governo das sociedades e o nível do relato voluntário das entidades do PSI-20.

5.1. Definição das Hipóteses

A dimensão do *board*

A dimensão do órgão de administração é um mecanismo bastante significativo no governo das sociedades. Segundo Albitar (2015), quanto maior a composição do *board*, mais eficiente é o desempenho das empresas, uma vez que têm uma ampla gama de experiência e especialização coletiva que pode auxiliar na tomada de melhores decisões.

O aumento do número de membros do *board* pode contribuir para atenuar os conflitos nas organizações. Logo, se o tamanho do *board* pode contribuir para uma melhor eficácia num ambiente caracterizado pela presença de grandes acionistas controladores pode-se esperar que o tamanho do *board* esteja positivamente associado ao nível da divulgação voluntária (Allegrini e Greco, 2013).

Segundo Nadndi e Ghosh (2012) e Hassan (2013) existe uma relação positiva entre o tamanho do *board* e o nível de divulgação voluntária das empresas (Albitar, 2015).

Com base no que se apresentou e à semelhança de Albitar (2015) é esperado que a divulgação voluntária aumente com o aumento da dimensão do *board*, formulando assim a primeira hipótese de trabalho:

H1: *Existe uma associação positiva entre a dimensão do board e o nível de divulgação voluntária.*

Independência dos diretores no *board*

A presença de administradores independentes no conselho de administração é fundamental, dado que contribuem com a sua experiência para as empresas e protegem os interesses gerais dos acionistas contra o potencial comportamento oportunista (Barros *et al.*, 2013).

Segundo Beasley (1996), os diretores independentes têm o papel crucial nas decisões de divulgação e, Cheng e Courtenay (2006) demonstraram que as empresas com uma maioria de administradores independentes têm níveis de divulgação voluntária significativamente mais elevados.

A literatura atribui quatro papéis críticos para os diretores do *board*: monitorização e serviço, estratégia e provisão de recursos (Zahra e Pearce, 1989, referenciado por Barros *et al.*, 2013).

Segundo Haniffa e Cooke (2002), se os diretores independentes do *board* desempenharem bem o seu papel de controlo e monitorização, o governo das sociedades é reforçado, a eficácia do *board* aumenta, a qualidade da divulgação de informação é melhorada e é esperada mais divulgação de informação voluntária.

A monitorização é um mecanismo do governo das sociedades importante para minimizar os conflitos de agência (Jensen e Meckling, 1976), uma vez que os diretores do *board* são responsáveis por garantir a confiabilidade, integridade e transparência dos sistemas de relatórios financeiros (Jensen, 1993). E isso pode fazer atenuar os conflitos de agência entre grandes acionistas controladores e os acionistas minoritários externos (Patelli e Prencipe 2007, referenciado por Allegrini e Greco, 2013).

Alguns estudos empíricos encontraram uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a divulgação voluntária e a independência do *board* (Barros *et al.*, 2013; Cheng e Courtenay, 2006).

Os estudos de Eng e Mak (2003) e Albitar (2015) demonstraram que existe uma relação negativa entre a independência do *board* e o nível de divulgação voluntária.

Ho e Wong (2001) e Allegrini e Greco (2013) não obtiveram uma relação estatisticamente significativa entre as duas variáveis. Todavia, é de esperar que o nível de divulgação voluntária aumente com o aumento de diretores independentes no *board*, tal como Barros *et. al* (2013), surgindo a segunda hipótese de trabalho:

H2: *Existe uma associação positiva entre a proporção de diretores independentes e o nível de divulgação voluntária.*

Dualidade do CEO

A Dualidade do CEO sinaliza a ausência de separação entre controle e poder de decisões (Fama e Jensen 1983) e existe quando a mesma pessoa tem o cargo de *chairman* e de CEO da empresa (Wang e Hussainey, 2013)

A concentração de poder de decisão reduz a monitorização efetiva do *board* que, por sua vez, pode resultar na falta de transparência e de assimetria de informação (Allegrini e Greco, 2013). As empresas em situação de dualidade CEO são mais propensas a ser associadas a um nível de divulgação menor (Gul e Leung 2004; citado por Allegrini e Greco, 2013). Por outro lado, segundo Brickley *et al.* (1997), citado por Wang e Hussainey (2013), a dualidade do CEO pode ter algumas vantagens: o CEO é capaz de agir rapidamente, é de esperar que o presidente do conselho de administração esteja em boa posição para tomar decisões relevantes e oportunas, uma vez que conhece melhor a empresa e o papel de dualidade pode levar a um estilo de liderança forte.

Os estudos empíricos de Cheng e Courtenay (2006) e de Ho e Wong (2001) mostram que não existe nenhuma associação estatisticamente significativa entre a dualidade CEO e a divulgação voluntária de informação.

Hidalgo *et al.* (2011) e Allegrini e Greco (2013) concluem que existe uma relação negativa entre a existência de dualidade do CEO e o nível de divulgação voluntária, enquanto que Al-Janadi *et al.* (2013) encontraram uma relação positiva entre as duas variáveis.

Em conformidade com o estudo de Allegrini e Greco (2013), é de esperar que o nível de divulgação voluntária aumente com a inexistência do papel de dualidade do CEO.

Com isto, formulamos a terceira hipótese:

H3: *Existe uma associação negativa entre existência de dualidade do CEO e o nível de divulgação voluntária.*

Estrutura de Propriedade dos Gestores

A estrutura de propriedade dos gestores é a percentagem de ações ordinárias detidas pelos gestores e diretores do *board*.

A separação entre propriedade e controlo é considerado por investigadores a principal razão de conflitos entre gerentes e proprietários das empresas (Barros *et al.*, 2013). Jensen e Meckling (1976) defendem que os problemas de agência surgem quando os proprietários (diretores) contratam um gestor (agente) para gerir a empresa, mas estes não têm objetivos semelhantes e entram em divergência. Este conflito de interesses baseia-se no facto dos proprietários oferecerem regalias aos gestores em troca de benefícios próprios, o que origina os gestores a terem incentivos por satisfazer os interesses do proprietário e não pela maximização de desempenho.

Os mesmos autores defendem, no entanto, que o facto de os gestores possuírem capital da empresa poderá amenizar os conflitos entre gestores e acionistas, reduzindo os custos potenciais de agência, pela menor assimetria de informação. Com isto, os custos por divulgação voluntária de informação e os benefícios de retenção de informações pelos gestores são menores (Barros *et al.*, 2013).

Segundo Barros *et al.* (2013), na perspetiva da teoria de agência, quanto maior for a detenção de capital pelos gestores, mais inclinados estão a agir no interesse dos acionistas, divulgando mais informações voluntárias, de modo a reduzir os custos de monitorização para evitar problemas de agência.

Os estudos empíricos de Eng e Mak (2003) e Wang e Hussainey (2013) defendem que os gestores com mais posse de ações da empresa tendem a satisfazer os interesses próprios e dos acionistas e deste modo, divulgam menos informação voluntária

Jensen e Meckling (1976) apoiando-se na teoria de agência, defendem que a propriedade de gestão tende a ser positivamente relacionado com a divulgação voluntária de informação. No entanto, Ruland *et al.* (1990), Eng e Mak (2003) e Albitar (2015) encontraram evidência empírica que existe uma associação negativa entre a propriedade de gestão e o nível de divulgação voluntária. Também nos estudos de Wang e Hussainey (2013), a relação entre a propriedade de gestão e a divulgação de informação prospetiva foi negativa.

Em corroboração com os estudos de Ruland *et al.* (1990), Eng e Mak (2003), Wang e Hussainey (2013) e Albitar (2015) é de esperar que a divulgação voluntária de informação diminui com o aumento da posse de capital pela gestão, delineando a seguinte hipótese:

H4: *Existe uma associação negativa entre a percentagem de capital retida pelos gestores e o nível de divulgação voluntária.*

Em suma, a tabela 2 apresenta as hipóteses de investigação a testar neste trabalho.

Tabela 2 - As Hipóteses de Investigação

H	Variável Independente	Formulação da Hipótese	Relação Esperada
H1	Dimensão do <i>Board</i>	<i>Existe uma associação positiva entre a dimensão do board e o nível de divulgação voluntária.</i>	Positiva
H2	Independência dos Diretores do <i>Board</i>	<i>Existe uma associação positiva entre a proporção de diretores independentes e o nível de divulgação voluntária.</i>	Positiva
H3	Dualidade do CEO	<i>Existe uma associação negativa entre existência de dualidade do CEO e o nível de divulgação voluntária.</i>	Negativa
H4	Estrutura de Propriedade dos Gestores	<i>Existe uma associação negativa entre a percentagem de capital retida pelos gestores e o nível de divulgação voluntária.</i>	Negativa

5.2. Definição das Variáveis

5.2.1. Variável Dependente

No presente estudo, a variável dependente corresponde ao nível de informação voluntária divulgada pelas entidades do PSI-20.

Para calcular a nível de divulgação de informação voluntária, será construído um índice de divulgação, tal como nos estudos de Barako *et al.* (2006), Barros *et al.* (2013) e Allegini e Greco (2013).

Para tal, será utilizada a técnica de análise de conteúdo aos relatórios e contas e aos relatórios do governo das sociedades, onde é necessário analisar o tipo de informação divulgada pelas várias empresas.

O índice de divulgação de informação voluntária divulgada por cada empresa é calculado pela soma não ponderada das pontuações de todos os itens do índice, sendo atribuída a cada item divulgado a mesma pontuação (Barros *et al.*, 2013).

Para saber qual o tipo de informação que se tem de identificar na análise de conteúdo, será utilizada uma *checklist* de divulgação voluntária. Esta *checklist* foi desenvolvida com base no estudo de Barako *et al.* (2006) pelo facto de terem desenvolvido uma *checklist* sintética e com informação mais relevante, e com o estudo de Barros *et al.* (2013) pelo facto da amostra do estudo destes autores serem empresas francesas, ou seja, são empresas que pertencem a um país europeu, tal como as empresas do PSI-20.

A *checklist* deste estudo é constituída por 41 itens, classificadas em 4 categorias gerais: informação geral e estratégica, dados financeiros, informações prospetivas e divulgação social.

O índice de divulgação é o total das pontuações atribuídas a cada item do total de 41 itens da *checklist* de divulgação voluntária.

Para evitar a subjetividade, atribui-se igual importância a todos os itens descritos na lista. Assim, quando um determinado item da lista for divulgado pelos relatórios atribui-se o valor 1 e caso não seja divulgado atribui-se o valor 0.

Na tabela 3 apresenta-se a lista de verificação de itens incluídos na pontuação de divulgação.

Tabela 3 - Índice de divulgação voluntária

1 - Informação geral e estratégica	<ul style="list-style-type: none"> - Informações relativas à perspetiva geral da economia - Declaração de missão da empresa - Breve história sobre a empresa - Estrutura organizacional - Descrição dos produtos/serviços principais - Contribuição da empresa para a economia nacional - Atual estratégia de negócios - Impacto da estratégia de negócios no desempenho atual - Análise de quota de mercado - Divulgações relativas à concorrência na indústria
2 - Dados financeiros	<ul style="list-style-type: none"> - Resumo histórico de dados financeiros dos últimos 6 anos - Avaliação dos resultados financeiros atuais e discussão dos principais fatores de desempenho subjacentes - Retorno dos ativos - Retorno dos capitais próprios - Rácios de liquidez - Índice de endividamento
3 - Informações prospetivas	<ul style="list-style-type: none"> - Fatores que afetam o desempenho futuro - Impacto da estratégia de negócio no desempenho futuro - Desenvolvimento de novos produtos/serviços - Planeamento dos custos de capital - Planeamento de despesas de investigação e desenvolvimento - Planeamento de despesas de publicidade - Previsão de vendas/proveitos - Previsão de lucro
4 - Divulgação social	<ul style="list-style-type: none"> - Número de funcionários para os últimos dois anos ou mais - Mudança no número de funcionários - Produtividade por trabalhador - Outros indicadores de produtividade - Indicação do moral dos funcionários (turnover, greves e absentismo) - Informações sobre a segurança no trabalho - Informações sobre acidentes de trabalho - Informações de responsabilidade social corporativa - Informações de política ambiental - Projetos Ambientais/Atividades empreendedoras - Informações da comunidade envolvente - Nomes de diretores - Idade dos diretores - Qualificação académica e profissional dos diretores - Experiência profissional dos diretores - Participação dos administradores na empresa e outros interesses relacionados (por exemplo, posse ações) - Divulgação relativa às responsabilidades dos gestores seniores, experiência e formação

Fonte: Índice desenvolvido a partir dos trabalhos de Barako *et al.* (2006) e Barros *et al.* (2013)

5.2.2. Variáveis Independentes

A definição das variáveis independentes foi baseada no governo das sociedades, considerando as características do órgão de administração e da estrutura de propriedade.

Tabela 4 - Variáveis Independentes

Variáveis Independentes	
BSZE	Dimensão do <i>board</i>
BordIndp	Independência do board
CEOCH	Dualidade do CEO
ManagerOwn	Participação dos gestores

Em conformidade com os estudos de Wang e Hussainey (2013), Allegrini e Greco (2013) e Albitar (2015), a variável BSZE corresponde ao número total de membros do *board*.

A variável BORDINDP é medida pelo rácio entre o número de membros independentes e o número total de membros do *board*, tal como defende Barros *et al.* (2013), Allegrini e Greco (2013) e Albitar (2015).

Tal como os estudos de Hidalgo (2011) e Allegrini e Greco (2013), a variável CEOCH é uma variável *dummy* em que tem valor 1 se existir dualidade, ou seja, se for a mesma pessoa a assumir o papel de *chairman* e de CEO, ou 0 se não existir dualidade.

A variável MANAGEROWN, em semelhança a Barros *et al.* (2013) e Wang e Hussainey (2013), corresponde à proporção de ações detidas pelos membros do *board*.

5.2.3. Variáveis de Controle

Tal como nos estudos de Eng e Mak (2003), Barako *et al.* (2006), Allegrini e Greco (2011), Barros *et al.* (2013) e Albitar (2015), considerou-se um conjunto de variáveis de controle, no sentido de isolar as ligações entre as variáveis independentes e a divulgação voluntária.

As variáveis de controle utilizadas são baseadas nas características das organizações e são apresentadas na Tabela 5.

Tabela 5 - Variáveis de Controle

Variáveis de Controle	
InASST	Tamanho da Empresa
INDU	Tipo de Indústria
ROA	Rendibilidade
DEBT	Nível de Endividamento

Em conformidade com Barros *et al.* (2013) e Albitar (2015), a variável InASST corresponde ao logaritmo do total do ativo. A literatura evidência que as maiores empresas tendem a divulgar mais informações (Tsamenyi *et al.*, 2007; Allegrini e Greco, 2011; Barros *et al.*, 2013), logo é de prever uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação voluntária, consistente com os pressupostos da teoria de agência.

A variável INDU, de acordo com Eng e Mak (2003) é uma variável *dummy*, em que assume valor 1 se corresponder a uma indústria financeira e assume valor 0 para as outras indústrias.

Segundo Meek *et al.* (1995) as empresas que apresentam uma boa rendibilidade tendem a divulgar mais informação voluntária. Para Allegrini e Greco (2013), a variável ROA corresponde à proporção do resultado líquido sobre o total do ativo e é de esperar uma relação positiva entre a rendibilidade e o nível de divulgação voluntária.

A variável DEBT, à semelhança de Eng e Mak (2003) e Allegrini e Greco (2013), é medida pelo rácio entre o passivo e o ativo. As empresas com um elevado nível de dívida têm custos de monitorização mais elevados e para reduzir esses custos, divulgam mais informações (Jensen e Meckling 1976). Barako *et al.* (2006) e Allegrini e Greco (2013) encontraram uma relação positiva entre o nível de alavancagem financeira e a divulgação voluntária de informação. Enquanto que Barros *et al.* (2013) e Ghasempour e Yusof (2014) defendem que o endividamento tem uma relação negativa com o índice de divulgação voluntária. No entanto, Tsamenyi *et al.* (2007) refere que a relação entre a divulgação de informação e o nível de endividamento é insignificante.

A tabela 6 apresenta o conjunto de variáveis dependentes e independentes que foram consideradas neste estudo.

Tabela 6 - Definição das variáveis

Variável	Definição	Medida
Variável Dependente		
ID	Índice de divulgação	Conjunto de 41 itens
Variáveis Independentes		
BSZE	Dimensão do <i>Board</i>	Total de membros do <i>board</i>
BordIndp	Independência do <i>board</i>	Membros independentes/Nº total de membros do <i>board</i>
CEOCH	Dualidade do CEO	Variável <i>dummy</i> : 1 = se existir dualidade; 0 = se não existir
ManagerOwn	Participação dos Gestores	Ações detidas pelos gestores/Total ações
InASST	Tamanho da Empresa	Logaritmo do total do ativo
INDU	Tipo de Indústria	Variável <i>dummy</i> : 1 = Indústria Financeira; 0 = Outras Indústrias
ROA	Rendibilidade	Resultado Líquido/Total do Ativo
DEBT	Nível de Endividamento	Passivo Total/Ativo Total

Assim, o modelo geral a ser testado para o objetivo do estudo é o seguinte:

$$ID_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BoardIndp_{it} + \beta_3 CeoCh_{it} + \beta_4 ManagerOwn_{it} + \beta_5 InAsst_{it} + \beta_6 Indu_{it} + \beta_7 Roa_{it} + \beta_8 Debt_{it} + \mu_{it},$$

$$i = 1, 2, \dots, N;$$

$$t = 1, 2, \dots, T$$

5.3. Definição da Amostra

A amostra da presente pesquisa são as entidades cotadas no índice PSI-20 em 31 de dezembro de 2014, o que abrange uma técnica de amostragem não aleatória intencional, dado que esta não dá a mesma possibilidade a todos os elementos da população de serem escolhidos para formar a amostra.

O PSI-20 é o principal índice da *Euronext* Lisboa e o principal índice de referência do mercado de capitais português. É constituído pelas ações das vinte maiores empresas cotadas na bolsa de valores de Lisboa e reflete a evolução dos preços dessas ações. Uma vez que são 18 empresas cotadas no índice PSI-20 em 2014, no período temporal de 4 anos, o número de observações no presente estudo são de 72.

A tabela 7 apresenta as entidades que compõe a amostra do presente estudo.

Tabela 7 - Empresas presente na amostra

Amostra
Altri SGPS SA
Banco BPI SA
BANIF - Banco Internacional do Funchal
Banco Comercial Português SA
CTT Correios De Portugal, SA
EDP - Energias de Portugal SA
EDP Renováveis SA
Galp Energia SGPS SA
Impresa-Sociedade Gestora De Participações Sociais, SA
Jerónimo Martins SGPS SA
Mota-Engil SGPS SA
NOS, SGPS, SA
Portucel SA
Portugal Telecom SGPS SA
REN - Redes Energéticas Nacionais SGPS S
Semapa-Sociedade de Investimento e Gesta
SONAE
Teixeira Duarte, SA

5.4.Fonte de Dados

O método de investigação utilizado será a técnica de análise de conteúdo, uma vez que será construído um índice de divulgação de informação para medir a quantidade de informação voluntária divulgada, sendo necessário realizar uma análise aos relatórios e contas.

Segundo Naser (1998), a análise de conteúdo é definida como uma técnica utilizada para calcular objetivamente, sistematicamente e qualitativamente o conteúdo da informação.

Rodrigues *et al.* (2005) defendem que a análise de conteúdo tem limitações e que é fundamental ter precaução na leitura dos resultados, dado que cinge juízos de valor na decisão de que elementos incorporam ou não as categorias.

Para dar resposta aos objetivos apresentados anteriormente, os dados serão recolhidos dos relatórios e contas e dos relatórios de Governo das Sociedades das entidades do PSI-20, no período de 2011 a 2014. Estes estão disponíveis nas páginas de internet das próprias empresas e no *site* da CMVM.

Segundo Branco e Rodrigues (2008), o relatório anual é o principal recurso de divulgações de informações em Portugal.

O nº 1 do artigo 66º do CSC refere que “*O relatório da gestão deve conter, pelo menos, uma exposição fiel e clara sobre a evolução dos negócios, do desempenho e da posição da sociedade, bem como uma descrição dos principais riscos e incertezas com que a mesma se defronta.*”

O relatório e contas engloba o relatório de gestão e as demonstrações financeiras, tais como, o balanço, a demonstração de resultados, a demonstração dos fluxos de caixa, a demonstração de variação dos capitais próprios, bem como os anexos. Em certas empresas, alguns relatórios de Governo das Sociedades e relatórios de Sustentabilidade integram um capítulo no relatório e contas, noutras encontram-se individualmente.

Para Wilmshurst e Frost (2000), as vantagens da utilização do relatório anual são o facto de ser de fácil acesso, da empresa poder exercer predomínio editorial para impedir qualquer eventual interpretação ou distorção jornalística e a hipótese de poder comparar os relatórios de várias empresas.

Vários estudos analisaram os relatórios e contas para medir a divulgação de informação (Cooke, 1992; Allegrini e Greco, 2013; Barros *et al.*, 2013; Wang e Hussainey, 2013; Kateb, 2015).

Para finalizar este capítulo, importa referir que para realizar a análise estatística dos dados recolhidos foi utilizado o *Software SPSS (Statistical Package for Social Sciences)* versão 23.0. De forma a dar resposta às hipóteses em estudo e verificar se a divulgação de informação voluntária é influenciada pelas variáveis de governo das sociedades será feita uma análise descritiva, uma análise bivariada e por fim, uma análise multivariada.

6. Resultados obtidos

Neste capítulo são expostos os resultados obtidos a partir dos dados de 18 empresas cotadas, com dados do período de 2011 a 2014.

Começou por ser feita a análise descritiva através da distribuição de frequências e medidas de tendência central e dispersão mais comuns, mais especificamente a média e desvio padrão, conforme a escala de medida das variáveis.

Posteriormente estudou-se a normalidade das variáveis através do teste de *Kolmogorov-Smirnov*.

Para dar resposta às hipóteses em estudo, efetuou-se a análise da correlação entre as variáveis, através do teste de correlação de Spearman e por fim, a uma análise multivariada através do modelo de regressão linear múltipla.

Em todas as análises considerou-se um nível de significância de 0,05 ($\alpha = 0,05$), ou seja, resultados com $p < 0,05$ consideram-se estatisticamente significativos, ao passo que, acima deste valor consideram-se não significativos.

6.1. Análise Descritiva

A tabela 8 mostra as estatísticas descritivas obtidas relativamente à variável dependente, o índice de divulgação voluntária de informação. São apresentadas as percentagens de divulgação voluntária por cada empresa da amostra.

Tabela 8 - Estatística descritiva do índice de divulgação por empresa, por percentagem

Empresa	2011	2012	2013	2014
Altri SGPS SA	56%	56%	63%	63%
Banco BPI SA	59%	59%	63%	63%
BANIF	66%	68%	71%	73%
Banco Comercial Português SA	73%	73%	78%	78%
CTT Correios De Portugal, SA	85%	85%	88%	88%
EDP - Energias de Portugal SA	78%	78%	80%	80%
EDP Renováveis SA	56%	59%	59%	59%
Galp Energia SGPS SA	73%	76%	78%	78%
Impresa	54%	54%	54%	56%
Jerónimo Martins SGPS SA	78%	80%	80%	80%
Mota-Engil SGPS SA	56%	59%	56%	56%
NOS, SGPS, SA	63%	63%	68%	68%
Portugal Telecom SGPS SA	63%	63%	63%	63%
Portucel SA	68%	68%	71%	71%
REN - Redes Energéticas Nacionais	73%	73%	73%	73%
Semapa	56%	56%	56%	54%
SONAE	51%	54%	59%	63%
Teixeira Duarte, SA	54%	56%	59%	59%

Como se pode verificar, em geral, houve um aumento de divulgação de informação no período estudado. As entidades que divulgaram mais itens da *checklist* do presente estudo foram os CTT Correios De Portugal, Jerónimo Martins e EDP - Energias de Portugal SA. As empresas do PSI-20 que divulgaram menos informação foram a Impresa, Mota-Engil, Semapa e Teixeira Duarte. Constata-se também que os bancos presentes na nossa amostra, aumentaram de três a cinco pontos percentuais o nível de divulgação de informação voluntária. Este aumento pode ser explicado pela crise bancária que se desencadeou com a crise financeira também. De facto, e pela observação da

comunicação social, têm sido exigido aos bancos mais e melhor informação nomeadamente quanto ao seu desempenho e posição financeira.

Nas tabelas 9 e 10 pode-se observar as estatísticas descritivas das variáveis quantitativas (dependente e independentes) e das variáveis *dummy* em relação à amostra total.

Tabela 9 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas

Estatística Descritiva	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
BSZE	72	3	24	13,64	5,984
BOARDIND	72	,0000	,7500	,262841	,1904355
MANAGEROWN	72	,0000	,6470	,090802	,1828246
InASST	72	8,6097	10,9707	9,769371	,5973886
ROA	72	-,2374	,4752	,023030	,0698480
DEBT	72	,0541	,9809	,741517	,1783695
ID %	72	,5122	,8780	,665312	,1002065
N válido (listwise)	72				

Legenda:

Variáveis independentes: BSZE: Dimensão do *board*; BordIndp: Independência do *board*; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; ROA: Rendibilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

Tabela 10 - Estatísticas descritivas das variáveis *dummy*

Estatística Descritiva	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem cumulativa
CEOCH Não existe dualidade	52	72,2	72,2	72,2
Existe dualidade	20	27,8	27,8	100,0
Total	72	100,0	100,0	
INDU Outras Industrias	60	83,3	83,3	83,3
Industria Financeira	12	16,7	16,7	100,0
Total	72	100,0	100,0	

Legenda:

Variáveis independentes: Dualidade do CEO; INDU: Tipo de indústria.

As estatísticas descritivas do índice de divulgação voluntária apresentam um valor mínimo de 51% de divulgação e no máximo houve uma divulgação de 87,8% dos itens de informação voluntária do *checklist* definido.

Em média, as empresas cotadas no PSI-20 divulgam mais de metade dos itens definidos na *checklist* desenvolvida para o estudo, com uma percentagem média de 66,53%.

Analisando a estatísticas descritivas das variáveis do Governo das Sociedades, pode-se verificar que o conselho de administração das empresas cotadas no PSI-20 é em média composto por 14 membros, o que significa que a empresa que tem um *board* menor é constituído por 3 membros e com um *board* maior é constituído por 24 membros.

As entidades da amostra apresentam em média uma percentagem de membros independentes do órgão de administração de 26,28%, o que é recomendado pela CMVM, que sugere que não deve ser inferior a um quarto do número total de administradores.

Pode-se também verificar que em média a percentagem de capital detida pelos gestores é de 9,08%, o que é considerado uma participação baixa segundo Eng e Mak (2003). No entanto, é de realçar que o máximo de percentagem de capital detida pelos gestores é de 64,7%.

Relativamente às variáveis de controlo, verifica-se que a rendibilidade tem uma média de 2,3% e o nível de endividamento apresenta uma média de 74,15%.

Por fim, em relação às variáveis *dummy* (apenas assumem valor 0 ou 1), verifica-se que 27,8% das empresas apresentam a mesma pessoa com o cargo de *chairman* e com o cargo de CEO e verifica-se que 16,7% das entidades cotadas no principal índice bolsista português são do setor financeiro e 83,3% são de outros tipos de indústria.

De seguida, as tabelas 11 e 12 apresentam a análise descritiva por ano.

Tabela 11 - Estatísticas descritivas das variáveis quantitativas por ano

ANO		N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
2011	BSZE	18	3	24	13,33	6,499
	BOARDIND	18	,0000	,7500	,261493	,2274919
	MANAGEROWN	18	,0000	,4118	,059000	,1168946
	InASST	18	8,6452	10,9707	9,782345	,6208351
	ROA	18	-,0793	,0797	,014974	,0422186
	DEBT	18	,4761	,9809	,778792	,1354725
	ID %	18	,5122	,8537	,646341	,1022030
	N válido (listwise)	18				
2012	BSZE	18	5	24	13,78	6,376
	BOARDIND	18	,0000	,5217	,252639	,1711893
	MANAGEROWN	18	,0000	,5909	,083010	,1749220
	InASST	18	8,6228	10,9530	9,780980	,6231737
	ROA	18	-,0412	,0775	,021420	,0287955
	DEBT	18	,4565	,9731	,770295	,1479914
	ID %	18	,5366	,8537	,655827	,1003507
	N válido (listwise)	18				
2013	BSZE	18	5	23	13,61	6,089
	BOARDIND	18	,0000	,5294	,251627	,1850854
	MANAGEROWN	18	,0000	,6093	,087749	,1845915
	InASST	18	8,6252	10,9139	9,784257	,5913320
	ROA	18	-,0346	,4752	,049262	,1105224
	DEBT	18	,0745	,9601	,722246	,2062460
	ID %	18	,5366	,8780	,677507	,1019650
	N válido (listwise)	18				
2014	BSZE	18	6	22	13,83	5,426
	BOARDIND	18	,0000	,5556	,285604	,1880258
	MANAGEROWN	18	,0000	,6470	,133448	,2412284
	InASST	18	8,6097	10,8829	9,729901	,6039951
	ROA	18	-,2374	,0670	,006465	,0667721
	DEBT	18	,0541	,9403	,694735	,2121959
	ID %	18	,5366	,8780	,681572	,1005539
	N válido (listwise)	18				

Legenda:

Variáveis independentes: BSZE: Dimensão do *board*; BordIndp: Independência do *board*; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; ROA: Rendibilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

Analisando as variáveis em estudo por ano, em relação ao índice de divulgação voluntária verifica-se um aumento ligeiro de ano para ano, o que significa que em média as entidades da amostra preocuparam-se em divulgar mais informação voluntária.

Relativamente às variáveis do governo das sociedades, todas as variáveis têm mantido valores idênticos de ano para ano, logo não se verifica uma variação notável durante os quatro anos.

Tabela 12 - Estatísticas descritivas das variáveis *dummy* por ano

ANO			Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem cumulativa
2011	CEOCH	Não existe dualidade	14	77,8	77,8	77,8
		Existe dualidade	4	22,2	22,2	100,0
		Total	18	100,0	100,0	
2012	CEOCH	Não existe dualidade	14	77,8	77,8	77,8
		Existe dualidade	4	22,2	22,2	100,0
		Total	18	100,0	100,0	
2013	CEOCH	Não existe dualidade	12	66,7	66,7	66,7
		Existe dualidade	6	33,3	33,3	100,0
		Total	18	100,0	100,0	
2014	CEOCH	Não existe dualidade	12	66,7	66,7	66,7
		Existe dualidade	6	33,3	33,3	100,0
		Total	18	100,0	100,0	

Legenda:

Variáveis independentes: CEOCH: Dualidade do CEO.

Relativamente à variável CEOCH, verifica-se um aumento da existência de dualidade de CEO nas entidades da amostra. Nos dois primeiros anos haviam quatro empresas (22,2%) que se verificava a existência de dualidade e em 2013 e 2014 passaram a ser 6 empresas que atribuíram o cargo de CEO e de chairman à mesma pessoa (33,3%).

6.2. Análise Bivariada

Depois de estudar a normalidade das variáveis através do teste de Kolmogorov-Sminorv e verificar que não seguem distribuição normal, procedeu-se ao teste de correlação de Spearman para fazer a análise de correlações.

A Tabela 13 corresponde à análise de correlações entre todas as variáveis consideradas neste estudo.

Tabela 13 - Tabela de correlação das variáveis

	BSZE	BOARDI	CEOCH	MANAG	InASST	INDU	ROA	DEBT	ID %
BSZE	1,000								
BOARDIND	,368**	1,000							
CEOCH	-,322**	-,098	1,000						
MANAGERO	-,063	,124	,111	1,000					
InASST	,723**	,385**	-,373**	-,010	1,000				
INDU	,279*	-,042	-,277*	-,126	,581**	1,000			
ROA	-,201	-,186	,343**	-,027	-,250*	-,515**	1,000		
DEBT	,068	-,237*	-,064	,289*	,265*	,646**	-,386**	1,000	
ID %	,238*	,011	,040	-,156	,273*	,136	,331**	-,071	1,000

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (bilateral).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (bilateral).

Legenda:

Variáveis independentes: BSZE: Dimensão do *board*; BordIndp: Independência do *board*; CEOCH: Dualidade do CEO; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; INDU: Tipo de indústria; ROA: Rendibilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

Relativamente ao teste de correlação de Spearman, verifica-se uma correlação positiva e estatisticamente significativa a 1% entre o índice de divulgação voluntária e a rendibilidade.

Também se encontrou uma relação positiva e estatisticamente significativa, a níveis de significância de 5%, entre o índice de divulgação voluntária e as variáveis dimensão do *board* e a dimensão da empresa. Isto significa que as entidades da amostra com maior rendibilidade, com maior dimensão e que têm maior dimensão do conselho de administração têm tendência a divulgar mais informação voluntária.

As variáveis percentagem de membros independentes no conselho de administração, dualidade do CEO, percentagem de capital detido pelos gestores, tipo de indústria e o nível de endividamento, não apresentam correlações estatisticamente significativas com o nível de divulgação voluntária.

Também é possível apurar a existência de correlações estatisticamente significativas entre as variáveis independentes do modelo, e tirar conclusões como o facto de quanto maior é a dimensão do *board*, mais membros independentes têm o *board*, menos dualidade do CEO existe e maior é a dimensão da entidade.

Verifica-se também que quanto maior é a empresa, maior é o número de membros independentes no conselho de administração, menor é a rendibilidade e maior é o endividamento.

Pode-se concluir ainda a existência de relações estatisticamente significativas entre as variáveis dualidade do CEO com a dimensão da empresa, o tipo de sector e a rendibilidade, entre a participação de capital pelos gestores e o nível de endividamento, entre o tipo de sector e a rendibilidade e o endividamento e por fim, entre a rendibilidade e o nível de endividamento.

6.3. Análise Multivariada

Procedeu-se de seguida a uma regressão linear múltipla para realizar a análise multivariada, cujos resultados se apresentam a seguir na tabela 14 (modelo 1):

$$ID_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BoardIndp_{it} + \beta_3 CeoCh_{it} + \beta_4 ManagerOwn_{it} + \beta_5 InAsst_{it} + \beta_6 Indu_{it} + \beta_7 Roa_{it} + \beta_8 Debt_{it} + \mu_{it},$$

Tabela 14 - Modelo de regressão 1

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados			Estatísticas de colinearidade	
	Erro		Beta	T	Sig.	Tolerância	VIF
	B	Padrão					
ID % (Constante)	,309	,355		,870	,388		
BSZE	,000	,003	,016	,083	,934	,344	2,903
BOARDIND	-,023	,069	-,045	-,339	,736	,733	1,365
CEOCH	,032	,030	,145	1,080	,284	,707	1,414
MANAGEROWN	,125	,073	,227	1,713	,092	,719	1,391
InASST	,042	,040	,249	1,036	,304	,219	4,561
INDU	,047	,049	,177	,956	,343	,371	2,699
ROA	,268	,185	,187	1,451	,152	,765	1,307
DEBT	-,112	,080	-,199	-1,392	,169	,617	1,621
R²	0,202						
R² ajustado	0,100						
F	1,992						

Legenda:

Variáveis independentes: BSZE: Dimensão do *board*; BordIndp: Independência do *board*; CEOCH: Dualidade do CEO; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; INDU: Tipo de indústria; ROA: Rentabilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

Neste modelo incluímos as variáveis todas deste estudo. Os resultados mostram que análise efetuada para um nível de significância de 5% revela que este modelo não é estatisticamente significativo ($p = 0,062$).

Posteriormente utilizou-se outro modelo, onde se pretende testar a robustez dos resultados obtidos pelo modelo anterior.

Modelo de Regressão 2'

No modelo 2, optou-se por retirar a variável INDU, uma vez que apresentava uma correlação elevada com a variável InAsst (0,754).

$$ID_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSize_{it} + \beta_2 BoardIndp_{it} + \beta_3 CeoCh_{it} + \beta_4 ManagerOwn_{it} + \beta_5 InAsst_{it} + \beta_6 Roa_{it} + \beta_7 Debt_{it} + \mu_{it},$$

A tabela 15 apresenta os resultados do modelo 2.

Tabela 15 - Modelo de regressão 2

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		Estatísticas de colinearidade		
	Erro		Beta	T	Sig.	Tolerância	VIF
	B	Padrão					
ID % (Constante)	,093	,274		,341	,734		
BSZE	,000	,003	-,020	-,107	,915	,358	2,791
BOARDIND	-,039	,067	-,075	-,586	,560	,777	1,286
CEOCH	,034	,030	,151	1,134	,261	,709	1,410
MANAGEROWN	,100	,068	,182	1,470	,147	,823	1,215
InASST	,064	,033	,382	1,945	,056	,329	3,044
DEBT	-,084	,075	-,149	-1,121	,266	,712	1,405
ROA	,230	,180	,161	1,278	,206	,802	1,248
R²	0,190						
R² ajustado	0,102						
F	2,148						

Legenda:

Variáveis independentes: BSZE: Dimensão do *board*; BordIndp: Independência do *board*; CEOCH: Dualidade do CEO; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; ROA: Rendibilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

Os resultados deste modelo diferem dos resultados do modelo 1.

Este modelo apresenta um valor de significância de 0,051 mas tem um poder explicativo da variável dependente baixo. O R^2 ajustado indica qual a percentagem do índice de divulgação voluntária que é explicado pelo modelo estimado e este modelo tem um coeficiente de determinação R^2 ajustado de 0,102, o que indica que apenas 10,2% do índice de divulgação é explicado pelas variáveis presentes no modelo.

Os resultados obtidos do modelo 2, apresentam que o tamanho da empresa ($\beta = 0,382$; $t = 1,945$; $p = 0,056$), influencia positivamente o índice de divulgação, mas apenas para um nível de significância de 10%.

As restantes variáveis não apresentam relação estatisticamente significativa com o índice de divulgação voluntária.

Modelo de Regressão 3

No modelo 3 retirou-se a par do INDU, o BSZE, uma vez que tal como no segundo modelo, esta variável também apresenta uma elevada correlação.

$$ID_{it} = \beta_0 + \beta_1 BoardIndp_{it} + \beta_2 CeoCh_{it} + \beta_3 ManagerOwn_{it} + \beta_4 InAsst_{it} + \beta_5 Roa_{it} + \beta_6 Debt_{it} + \mu_{it},$$

A tabela 16 apresenta os resultados do modelo 3.

Tabela 16 - Modelo de regressão 3

	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados		Estatísticas de colinearidade		
	B	Padrão	Beta	T	Sig.	Tolerância	VIF
ID % (Constante)	,112	,212		,527	,600		
BOARDIND	-,041	,066	-,077	-,619	,538	,802	1,246
CEOCH	,034	,029	,153	1,157	,252	,715	1,399
MANAGEROWN	,099	,067	,181	1,477	,144	,828	1,208
InASST	,062	,023	,367	2,678	,009	,665	1,504
DEBT	-,082	,071	-,145	-1,148	,255	,778	1,285
ROA	,234	,175	,163	1,336	,186	,835	1,198
R²	0,190						
R² ajustado	0,115						
F	2,543						

Legenda:

Variáveis independentes: BordIndp: Independência do *board*; CEOCH: Dualidade do CEO; ManagerOwn: Participação dos gestores; InASST: Dimensão da empresa; INDU: Tipo de indústria; ROA: Rendibilidade; DEBT: Nível de endividamento.

Variável dependente: ID %: Índice de divulgação (em %).

O modelo 3 é estatisticamente significativo ($p = 0,028$), no entanto explica apenas uma pequena proporção do índice de divulgação. O coeficiente de determinação R^2 ajustado, que indica a variância observada explicada, é de 0,115, o que significa que o modelo tem um poder explicativo de 11,5% da variação do índice de divulgação.

Os resultados permitem identificar a variável dimensão da empresa ($\beta = 0,367$; $t = 2,678$; $p = 0,009$) como a única variável estatisticamente significativa na explicação do índice de divulgação, tal como no modelo anterior. O que significa, que existe uma relação estatisticamente e positivamente significativa entre a dimensão da empresa e o índice de divulgação voluntária, ou seja, quanto maior é a empresa, maior é o nível de divulgação voluntária.

Relativamente às restantes variáveis não se verificou uma relação estatisticamente significativa com o índice de divulgação voluntária.

O modelo final ajustado é dado por:

$$ID = 0,112 + 0,62InASST$$

6.4. Discussão dos Resultados

Os resultados obtidos neste estudo permitem responder à questão de partida relativamente à influência dos mecanismos do governo das sociedades no nível de divulgação voluntária das empresas do PSI-20. Para responder a esta questão foi realizada uma análise de conteúdo aos relatórios e contas e aos relatórios de governo das sociedades das empresas no período temporal 2011-2014.

Para responder ao problema de pesquisa, foram elaboradas quatro hipóteses e utilizadas quatro variáveis do governo das sociedades para as testar (total de membros do conselho de administração, percentagem de membros independentes no conselho de administração, dualidade do CEO e percentagem de capital detido pelos gestores), como também foram utilizadas quatro variáveis de controlo (dimensão da empresa, rendibilidade, endividamento e o tipo de sector).

Os resultados deste estudo permitem concluir que a variável dimensão da empresa é único fator explicativo da variável dependente, uma vez que tem uma influência estatisticamente e positivamente significativa na divulgação voluntária de informação. O que significa que as maiores empresas tendem a divulgar mais informação voluntária. Este resultado é corroborado por vários estudos, tal como Eng e Mak (2003), Barako *et al.* (2006), Tsamenyi *et al.* (2007), Li *et al.* (2012), Allegrini e Greco (2013), Barros *et al.* (2013), Alkhatib (2014) e Albitar (2015). Segundo Albitar (2015), a teoria explicativa que suporta esta relação é a teoria de agência, uma vez que as maiores empresas são mais propensas a fornecer mais informações com o objetivo de reduzir os custos de agência (Jensen e Meckling, 1976).

Desta forma, a análise multivariada confirma que nenhuma hipótese foi confirmada, o que significa que as variáveis do governo das sociedades (tamanho do conselho de administração, percentagem de membros independentes no conselho de administração, dualidade do CEO e percentagem de capital detido pelos gestores) não têm uma relação estatisticamente significativa com o índice de divulgação voluntária. Esta situação poderá ser explicada pelo período de estudo considerado, o de crise financeira, onde outras variáveis poderão ter tido maior influência na divulgação, nomeadamente, no aumento da informação que constatámos.

A rejeição da hipótese 1, relativamente à inexistência de influência significativa entre a dimensão do conselho de administração e o índice de divulgação voluntária, vai de encontro aos estudos de Cheng e Courtenay (2006), Hassan (2013) e Martins (2014).

A hipótese 2 foi rejeitada e o resultado é consistente com os estudos de Ho e Wong (2001) e Allegrini e Greco (2013, uma vez que também não obtiveram evidência empírica de uma relação estatisticamente significativa entre a proporção de diretores independentes e o nível de divulgação voluntária.

Relativamente à rejeição da hipótese 3, vai de encontro aos resultados obtidos por Ho e Wong (2001), Cheng e Courtenay (2006) e Hassan (2013), dado que também não evidenciaram nenhuma associação estatisticamente significativa entre a dualidade CEO e a divulgação voluntária de informação.

A rejeição da hipótese 4 é consistente com o estudo empírico realizado em Portugal, de Sobreira (2010), uma vez que também não obteve uma relação estatisticamente significativa entre a participação no capital da empresa por parte dos gestores e o nível de divulgação voluntária. Este resultado contraria os pressupostos da teoria de agência defendida por Jensen e Meckling (1976) e Barros *et al.* (2013), que defendem que quanto maior for a detenção de capital pelos gestores, maior será a tendência para estes atuarem de acordo com os interesses dos *shareholders*, que se traduz num aumento de divulgação de informação, fundamental para reduzir os custos de monitorização dos acionistas e evitar os problemas de agência.

Relativamente à rentabilidade da empresa e ao nível de endividamento, também não têm influência significativa no índice de divulgação voluntária, tal como nos estudos de Eng e Mak (2003) e Tsamenyi *et al.* (2007) respetivamente.

Com os resultados obtidos também se pode tirar conclusões relativamente à variável dependente, uma vez que durante o período de análise, de 2011 a 2014, verificou-se um aumento da divulgação voluntária de informação. Em média, as empresas cotadas no principal índice bolsista português divulgaram 66,5% dos itens do *checklist* desenvolvido neste estudo. Comparando com o estudo de Martins (2014) em Portugal, que obteve em média 45% da divulgação de informação, pode-se concluir que em contexto de crise financeira, a divulgação voluntária das entidades cotadas no PSI-20 tem vindo a aumentar.

7. Conclusão

O presente estudo aborda a temática do governo das sociedades e do índice de divulgação voluntária, e tem como objetivo responder ao problema de pesquisa e deste modo, analisar a influência dos mecanismos do governo das sociedades no índice de divulgação voluntária das empresas cotadas no principal índice bolsista português, o PSI-20.

Neste estudo foi adotada a perspetiva positivista da investigação e foi realizada uma análise de conteúdo aos relatórios e contas e aos relatórios do governo das sociedades das entidades que compõe o PSI-20 no período de 2011 a 2014.

Para analisar o nível de divulgação voluntária foi construído um índice de divulgação voluntária a partir de uma *checklist* de 41 itens de informação de modo a identificar o tipo de informação divulgada e a quantificar a informação voluntária divulgada pelas entidades.

Para responder aos objetivos iniciais e à questão de partida “*Quais os mecanismos internos de governo das sociedades que influenciam o nível de divulgação voluntária das entidades do PSI-20, no período 2011-2014?*” foram apresentadas quatro hipóteses de trabalho.

Os mecanismos do governo das sociedades alvos do presente estudo para testar as hipóteses foram o total de membros do conselho de administração, a percentagem de membros independentes no conselho de administração, a dualidade do CEO e a percentagem de capital detido pelos gestores, bem como as variáveis de controlo dimensão da empresa, rentabilidade, endividamento e o tipo de sector. Para testar a influência destas variáveis no índice de divulgação voluntária foram elaboradas 4 hipóteses de trabalho.

Os resultados empíricos indicam que a variável dimensão da empresa é a única variável do modelo que tem influência estatisticamente significativa no índice de divulgação voluntária. Tal como nos estudos de Eng e Mak (2003), Barako *et al.* (2006), Tsamenyi *et al.* (2007), Li *et al.* (2012), Allegrini e Greco (2013), Barros *et al.* (2013), Alkhatib (2014) e Albitar (2015), as empresas de maior dimensão tendem a divulgar mais informação voluntária.

Posto isto, não se confirmou nenhuma das hipóteses de trabalho, o que demonstra que o total de membros do conselho de administração, a percentagem de membros independentes no conselho de administração, a dualidade do CEO, a percentagem de capital detido pelos gestores, a rendibilidade e o endividamento não influenciam significativamente o nível de divulgação voluntária das entidades da amostra.

A análise multivariada evidenciou que apenas a dimensão da empresa é a única variável estatisticamente significativa que explica o índice de divulgação voluntária.

Verifica-se, relativamente ao índice de divulgação de informação voluntária, que as entidades da amostra divulgaram, em média, 66,5% dos itens do *checklist* desenvolvido neste estudo. No período temporal de 2011 a 2014 verificou-se uma tendência para as empresas aumentarem a divulgação de informação de ano para ano.

Em suma, considera-se ter atingido os objetivos iniciais deste estudo em contribuir para a análise sobre a influência dos mecanismos do governo das sociedades na divulgação voluntária de informação. Este estudo também contribuiu para uma análise de informação divulgada pelas entidades do PSI-20 em período de crise financeira. Contudo, e face aos resultados obtidos, as teorias escolhidas para este trabalho, a teoria de agência e a teoria dos custos de transação, não são capazes de dar uma resposta eficaz ao aumento da divulgação, na medida que este aumento parece não estar associado aos mecanismos de governo das sociedades mas sim a outras variáveis que poderão ser estudadas/exploradas em outros estudos.

As principais limitações deste estudo prendem-se com o facto da dimensão da amostra ser reduzida, uma vez que apenas foram utilizadas as entidades cotadas no PSI-20, o que pode influenciar a análise estatística.

A análise adotada também apresenta uma limitação, dado que é uma técnica de análise bastante subjetiva. Em suma, a análise de conteúdo envolve julgamentos de decisão ao identificar a presença de determinado item e a que categoria pertence.

Em estudos futuros, sugere-se o aumento das entidades utilizadas no estudo e o aumento das fontes de dados utilizados na análise de conteúdo, uma vez que apenas foi utilizado o relatório e contas anuais e o relatório do governo das sociedades e foram

ignoradas outras formas de comunicação, formal e informal, utilizadas pelas empresas. Sugere-se que além de analisar o relatório e contas e o relatório de governo das sociedades, que seja utilizado o relatório de sustentabilidade e os *websites* das entidades, uma vez que este último é uma fonte de informação cada vez mais utilizado por todos os *stakeholders* que procuram informações.

8. Referências Bibliográficas

Abreu, J. (2010). *Governança das sociedades comerciais*. Coimbra: Edições Almedina.

Agrawal, A. e Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *Journal of Law and Economics*, 48 (2), 371–406.

Al-Akra, M. & Ali, M. (2012). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East: The case of Jordan. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31, 533–549.

Albitar, K. (2015). Firm Characteristics, Governance Attributes and Corporate Voluntary Disclosure: A Study of Jordanian Listed Companies. *International Business Research*, 8(3), 1-10.

Al-Janadi, Y., Rahman, R. & Omar, N. (2013). Corporate governance mechanisms and voluntary disclosure in Saudi Arabia. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4 (4), 25–35.

Allegri, M. e Greco, G. (2013). Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian listed companies. *Journal of Management and Governance*, 17, 187–216.

Alkhatib, K. (2014). The determinants of forward-looking information disclosure. *Procedia- Social and Behavioral Sciences*, 109, 858-864.

Barako, D., Hancock, P. & Izan, H. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14 (2), 107-125.

Barros, C., Boubakar, S. & Hamrouni, A. (2013). Corporate governance and voluntary disclosure in France. *The Journal of Applied Business Research*, 29 (2), 561-578.

Beasley, M. (1996). An empirical analysis of the relation between the board of directors composition and financial statement fraud. *The Accounting Review*, 71 (4), 443–465.

Berle, A. & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*, 2^o Ed. 1956, MacMillan.

Borges, A., J. A. Rodrigues & J. Morgado (2007). *Contabilidade e Finanças para a Gestão*. Lisboa: Áreas Editora.

Borges, A., Rodrigues, A., Rodrigues, J. M. & Rodrigues, R. (2007). *As novas demonstrações financeiras*. Lisboa: Áreas Editora.

Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323–349.

Branco, M. (2003). La Utilizacion de Internet como meio de Suministro de Informacion sobre: Responsabilidad Social por las Empresas Cotadas. XII Congresso AECA. “Transparencia Empresarial y Sociedad de Conocimiento”.

Branco, M. C. & L. L. Rodrigues. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by Portuguese companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), 685-701.

Byard, D., Li, Y. & Weintrop, J. (2006). Corporate governance and the quality of financial analysts information. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 609–625.

Cañibano Calvo, L. (2004). Información financeira y gobierno de la empresa. *Revista Internacional Legis de Contabilidad & Auditoria*, 19, 158-235.

Chen, C. e Jaggi, B. (2000). Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 285-310.

Cheng, E. e Courtenay, S. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 4, 262–289.

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2007). Código de governo das sociedades da CMVM. Acedido em 06/10/2015, em <http://www.cmvm.pt>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2010). Código de governo das sociedades da CMVM 2010 (Recomendações). Acedido em 06/10/2015, em <http://www.cmvm.pt>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2013). Código de governo das sociedades da CMVM 2013 (Recomendações). Acedido em 06/10/2015, em <http://www.cmvm.pt>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2001). Regulamento da CMVM n.º 7/ 2001 – Governo das sociedades. Acedido em 03/12/2015, em <http://www.cmvm.pt/>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2003). Regulamento da CMVM n.º 11/ 2003 – Governo das sociedades. Acedido em 03/12/2015, em <http://www.cmvm.pt/>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2007). Regulamento da CMVM n.º 1/ 2007 – Governo das sociedades. Acedido em 03/12/2015, em <http://www.cmvm.pt/>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2010). Regulamento da CMVM n.º 1/ 2010 – Governo das sociedades. Acedido em 03/12/2015, em <http://www.cmvm.pt/>

Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) (2013). Regulamento da CMVM n.º 4/ 2013 – Governo das sociedades. Acedido em 03/12/2015, em <http://www.cmvm.pt/>

Cooke, T. E. (1992). The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, 22 (87), 229-237.

Cronje, C. & Moolman, S. (2013). Intellectual capital: measurement, recognition and reporting. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 16(1), 1-12.

Cunha, P. (2010). *Direito das sociedades comerciais*. (4.ª Edição). Cascais: Edições Almedina.

Cunha, V. (2005). *O Governo das Sociedades e o Desempenho das Sociedades Anónimas Portuguesas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Administração, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Braga.

Da Costa, C. B. (2010). *Auditoria financeira teoria e prática*. Lisboa: Editora Rei dos Livros.

Donaldson, L. & Davis, J. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholders returns. *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64.

Duarte, J. A. M. (2013). *Metodologias de Investigação*. Lisboa: Vírgula.

Einhorn, E. (2005). The Nature of the Interaction Between Mandatory and Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 43(4), 593-621.

Eng, L. & Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.

Esperança, J., Sousa, A., Soares, E. & Pereira, I. (2011). *Corporate Governance no Espaço Lusófono*. Alfragide: Texto Editores.

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, 26(2), 327-349.

Farinha, J. (2003). Corporate Governance: A survey of literature. Social Science Research Network, 2003(06). Acedido em 02/10/2016 em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=470801

Ferreira, M. & Laux, P. (2007). Corporate governance: Idiosyncratic risk, and information flow. *The Journal of Finance*, 62(2), 951-990.

Financial Accounting Standards Board (FASB) (2001). Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, Steering Committee Report, Business Reporting Research Project. Acedido em 10/10/2015 em www.fasb.org.

Frentrop, P. (2002). *A history of corporate governance*. Amsterdam: Deminor.

Ghasempour, A. & Yusof, M. (2014). The effect of fundamental determinants on voluntary disclosure of financial and nonfinancial information: The case of internet reporting on Theran Stock Exchange. *The International Journal of Digital Accounting Research*, 14, 37-56.

Gillan, S. (2006). Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402

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*. Tese de Doutoramento, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad de Extremadura.

Haniffa, R. e Cooke, T. (2002). Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. *Abacus*, 38 (3), 317-349.

Hassan, M. (2013). Corporate governance characteristics and voluntary disclosure: the case of UAE listed corporations. The 2013 IBEA, International Conference on Business, Economics and Accounting, 20-23 Março de 2013, Bangkok – Thailand.

Hassan, O. & Marston, C. (2010). Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature. A Review Article, acedido em 30/11/2015 em <http://ssrn.com/abstract=1640598>.

Healy, P. & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.

Hidalgo, R., García-Meca, E. & Martínez, I. (2011). Corporate governance and intellectual capital disclosure. *Journal of Business Ethics*, 100, 483-495.

Ho, S. & Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 139–156.

Holland, J. (1997). *Corporate communications with institutional shareholders*. Institute of Chartered Accountants of Scotland, Edinburgh.

Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). (2009). Ante-projecto de código de bom governo das sociedades. Lisboa. Acedido em 14/12/2016 em http://www.cgov.pt/images/stories/ante_projecto_cdigo_de_bom_governo_das_sociedades.pdf

Instituto Português de Corporate Governance (IPCG). (2014). Código de governo das sociedades. IPCG. Acedido em 30/11/2015 em <http://www.cgov.pt>

International Accounting Standards Board (IASB) (2010). The conceptual framework for financial reporting 2010. IASB. Acedido em 2016/01/18 em <http://www.ifrs.org>

International Federation of Accountants (IFAC). (2011). Integrating the business reporting supply chain. IFAC Business Reporting Project Group. Acedido em 12/10/2015 em www.ifac.org.

Jensen, M. (1993). The modern industrial revolution, exit and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

John, k. & Senbet, L. (1998). Corporate Governance and board effectiveness. *Journal of Banking and Finance*, 22, 371-403.

Kang, H. & Gray S. J. (2011), The Content of Voluntary Intangible Asset Disclosures: Evidence from Emerging Market Companies, *Journal of International Accounting Research*, 10(1), 109-125.

Kateb, I. (2015). The determinants of intellectual disclosure: Evidence from French stock exchange. *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, 4(2), 628-646.

Kolk, A. & Pinkse, J. (2010). The integration of corporate governance in corporate social responsibility disclosures. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 17, 15-26.

Kumar, G., W. M. Wilder & M. H. Stocks. (2008). Voluntary Accounting Disclosures by U.S.Listed Asian Companies. *Journal of International Accounting Research*, 7(1), 25-50.

Kwon, Y. (2005). Accounting Conservatism and managerial Incentives. *Management Science*, 5, 11, 1626-1632.

Lazana, A. P. (2004). *Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras*. Tese de Mestrado, Universidade de São Paulo.

Lev, B. (1992). Information disclosure strategy. *California Management Review*, Summer, 34(4), 9-32.

Levinsohn, A. (2001). FASB Weighs the value of voluntary disclosure, strategic finance. 82(9), 73-74.

Li, J., Pike, R. e Haniffa, R. (2008). Intellectual capital disclosure and corporate governance structure in UK firms. *Accounting and Business Research*, 38 (2), 137-159.

Martins, R. (2014). *O governo das sociedades e o relato voluntário das entidades do PSI-20*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Universidade do Minho, Braga.

Meek, G. K., Roberts, C. B. & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-572

Mueller, G., (2000). The role of financial reporting: discussion, conference series. *Federal Reserve Bank of Boston*, 108-112.

Naser, K. (1998). Comprehensives of disclosure of non-financial companies listed on the Amman financial market. *International Journal of Commerce and Management*, 2 (8), 88-119.

Nobre, P. M. (2003). *Determinantes da divulgação voluntária de informação: empresas cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e Porto*. Tese de Mestrado, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Oliveira, L. (2008). *Towards a better understanding of the reporting of intangible assets and intellectual capital: Portuguese evidence*. Tese de Doutoramento, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Portugal.

Organisation for Economic Co-operation and Development (OCDE). (2004). Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades. Acedido em 05/10/2015 em <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/33931148.pdf>

Parsa, S., Chong, G. & Isimoya, E. (2007). Disclosure of governance information by small and médium-sized companies. *Corporate Governance: An International Journal of Business in Society*, 7(5), 635-548.

Pessali, H. (1999). Teoria dos custos de transação: Hibridismo teórico? Uma apresentação aos principais conceitos e à literatura crítica. *Economia em revista*, 8, 1999.

Qu, W., Leung, P. & Cooper, B. (2013). A study of voluntary disclosure of listed Chinese firms – a stakeholder perspective. *Managerial Auditing Journal*, 28 (3), 261-294.

Rao, K., Carol, T. & Lester, L. (2012). Corporate governance and environmental reporting: an Australian study. *Corporate Governance*, 12 (2), 143-163.

Ribeiro, N. (2014). *A relação entre o governo das sociedades e a responsabilidade social: estudo de caso das empresas cotadas no PSI-20*. Dissertação de mestrado em auditoria, Instituto Politécnico do Porto, Porto.

Rodrigues, L. M., Oliveira L. M. & Menezes. C. C. (2005). O Relato Financeiro do Desempenho Ambiental: Estudo das Empresas Cotadas na Bolsa de Valores de Lisboa e Porto. *Portuguese Journal of Management Studies* X(2), 145-167.

Rolim, M. V., S. Lemes & M. Tavares. (2010). Disclosure dos Ativos Intangíveis das Empresas Britânicas Pertencentes ao Índice FTSE 100, *CEPPG* (22), 85-110.

Ruland, W., Tung, S. & George, N. E. (1990). Factors associated with the disclosure of managers forecasts. *The Accounting Review*, 65 (3), 710-721.

Rupley, K., Brown, D. & Marshall, R. (2012). Governance, media and the quality of environmental disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31, 610-640.

Santos, J. A. N. (2009). Corporate governance. Desenvolvimentos recentes e a realidade Portuguesa. Dissertação de Mestrado, Universidade Aberta.

Shleifer, A. & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-83.

Silva, A., Vitorino, A., Alves, C., Cunha, J. & Monteiro, M. (2006). Livro Branco sobre Corporate Governance. Lisboa: Instituto Português de Corporate Governance.

Silva, P. A. T. (2011). *Factores que influenciam o cumprimento das recomendações da C.M.V.M. sobre o governo das sociedades em Portugal*. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Instituto Politécnico do Porto.

Simon, H. (1962). The Architecture of Complexity. *Proceedings of the American Philosophical Society*, 106(6), 467-82.

Sobreira, S. (2010). *Estudo da relação entre o governo das sociedades e o grau de divulgação voluntária das empresas cotadas na Euronext Lisbon*. Tese de Mestrado, Escola de Economia e Gestão, Universidade do Minho, Portugal.

Special Committee on Financial Reporting (Jenkins Committee) (1994). *Improving business reporting*. The American Institute of Certified Public Accountants – AICPA. Acedido em 13/10/2015. Em www.aicpa.org.

Tavares, C. (2014). *Corporate Governance e responsabilidade social das empresas*. Acedido em 07/10/2015 em http://www.cmvm.pt/pt/Comunicados/Intervencoespublicas/Documents/Apresenta%C3%A7%C3%A3o%20CT_GRACE_27.11.2014.pdf

Torres, M. & Paradís, A. (2003). La Responsabilidad Social em la Empresa: Un Análises de las fuentes de Informacion. XII Congreso AECA. *Transparencia Empresarial y Sociedad de Conocimiento*.

Tsamenyi, M., Enninful-Adu, E. & Onumah, J. (2007). Disclosure and corporate governance in developing countries: evidence from Ghana, *Managerial Auditing Journal*, 22(3), 319-334.

Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194.

Vieira, R. (2009). Paradigmas teóricos da investigação em Contabilidade. In M. Major e R. Vieira (Ed.), *Contabilidade e Controlo de Gestão – Teoria, Metodologia e Prática*, 11-34. Lisboa: Escolar Editora.

Wang, M. e Hussainey, K. (2013). Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 26-49.

Williamson, O. E. (1985). The modern corporation: origins, evolution, attributes. *Journal of Economic Literature*, 91(10), 1537-1568.

Williamson, O. E. (2002). The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. *The Journal of Economic Perspectives*, 16(3).

Wilmshurst, T. & Frost, G. (2000). Corporate environmental reporting: a test of legitimacy theory. *Accounting Auditing and Accountability Journal*, 13(1), 10-26.