

VÁLTER MANUEL VIEGAS BENTO

**A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO DO GOVERNO SOCIETÁRIO E O SEU
EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS**

EVIDÊNCIA NO PSI20 - EURONEXT LISBON



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

2016

VÁLTER MANUEL VIEGAS BENTO

**A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO DO GOVERNO SOCIETÁRIO E O SEU
EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS
EVIDÊNCIA NO PSI20 - EURONEXT LISBON**

Mestrado em Finanças Empresariais

Trabalho efetuado sob a orientação de:

Professor Doutor Sant´ana Fernandes

Professora Mestre Cristina Gonçalves



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

2016

**A DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÃO DO GOVERNO SOCIETÁRIO E O SEU
EFEITO NO MERCADO DE CAPITAIS
EVIDÊNCIA NO PSI20 - EURONEXT LISBON**

Declaração de Autoria do Trabalho

Declaro ser o autor deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Válter Manuel Viegas Bento

(assinatura)

Direitos de cópia ou Copyright

©Copyright: Válder Manuel Viegas Bento

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

AGRADECIMENTOS

Chegado ao final desta jornada fica a gratificante tarefa de agradecer a quem não deixou que este momento ficasse por acontecer e estas palavras não fossem escritas.

Início pelos meus orientadores professora Cristina Gonçalves e o professor Santana Fernandes. A eles agradeço a imensa disponibilidade que tiveram ao longo deste tempo, todo o conhecimento partilhado comigo, a confiança que me transmitiram e a orientação que me deram em todo este trabalho. Queria deixar uma palavra de gratidão ao professor Luís Coelho e ao professor Fernando Cardoso pelo entusiasmo e motivação que transmitem aos seus alunos.

À minha família, em especial aos meus pais. Não seria o homem que sou, munido de defeitos e virtudes, como tantos outros, mas único pelo amor e carinho que recebo. O caminho para aqui chegar foi duro, mas vocês nunca deixaram que desistisse. Quero vir a partilhar muitas mais conquistas e vitórias convosco, pois acredito que nada vos deixaria mais contentes como pais, ver um filho feliz.

Aos meus amigos, Flávia, Ana Teresa, Ana Colaço, Filipa, Jorge, Hugo, André e Mauro. Por todas as ideias partilhadas e críticas e a vossa boa disposição são vivências imprescindíveis para mim. Não trocaria nenhum momento passado na vossa companhia e espero que possamos vir a partilhar muitos mais!

Um especial apreço às pessoas com quem tive o prazer de trabalhar no Banco de Portugal, no café do forte e na Worten durante este período. Todos estes sítios, todos diferentes, no entanto ensinaram-me o mesmo, que a melhor coisa que podemos levar para o trabalho é um sorriso.

Por fim, em último, dedico este último parágrafo a ti Mariana. Obrigado pela confiança, pela boa disposição, pelo carinho, pelo companheirismo, pela amizade e por todo o teu amor. Sempre acreditaste em mim e nunca me deixaste desistir. Sem o teu incentivo e motivação não teria aqui chegado. Sei que para continuar a caminhar ao teu lado terei de me esforçar mais e mais mas que também conseguirei mais e mais. Também a ti dedico os frutos deste trabalho. A ti um enorme obrigado.

RESUMO

As empresas são obrigadas a divulgar um conjunto de informação, nos denominados Relatórios e Contas, onde se inclui a relativa ao Governo das Sociedades. Neste trabalho investiga-se a relação entre as divulgações relativas ao governo das sociedades e o valor de mercado da empresa, no pressuposto que estas divulgações são relevantes para o mesmo, têm um contributo significativo para a transparência da gestão e, deste modo, reduzem a assimetria de informação entre os gestores e os *stakeholders*. Definiu-se como objetivo do estudo determinar qual a relação entre o nível de cumprimento das recomendações do Governo das Sociedades, constante no Código do Governo das Sociedades (2013) da Comissão de Mercados de Valores, e o valor de mercado das empresas cotadas em Portugal. Considerou-se com objeto de investigação as empresas que fizeram parte do índice do PSI 20, em pelo menos um ano entre o período de 2011 a 2014. Os dados foram retirados do Relatório e Contas das empresas que integram a amostra, constantes nos *sites* das próprias empresas ou sítio da Comissão de Mercado de Valores. Os dados têm uma estrutura em painel balanceado e recorreu-se a um modelo de regressão com efeitos fixos para a respetiva análise. Os resultados apontam para uma relação entre o governo das sociedades e o valor de mercado das empresas distinta entre setores, refletindo a maior atenção dos investidores para setores que atravessam períodos de turbulência. Este trabalho contribui para a investigação na área da divulgação voluntária e obrigatória da informação empresarial, pois releva o papel dessa informação em contextos diferenciados e incide sobre a realidade portuguesa, para a qual se desconhece trabalhos desta natureza.

Palavras-chave: Governo das Sociedades, Recomendações, Setor, Valor de Mercado, Divulgação

ABSTRACT

Companies are required to disclose a set of information, called the Annual Report and Accounts, which includes that relating to Corporate Governance. This paper investigates the relationship between the corporate governance and the market value of the company, assuming that disclosures about its government are relevant to the market, have a significant contribution to the transparency of management and thus reduce information asymmetry between managers and stakeholders. It defined the goal of the study was to determine the relation between the level of compliance with the Corporate Governance recommendations, contained in the Corporate Governance Code (2013) published by the Portuguese Securities Market Commission, and the market value of listed companies in Portugal. It was considered as the object of investigation the companies that were part of the PSI 20 index, in at least one year from the period 2011 to 2014. The data was taken from the Annual Report of the companies included in the sample, contained on the websites of companies themselves or site of the Securities and Exchange Commission. The data have a panel structure and resorted to a regression fixed effects model for the respective analysis. The results point to a relationship between corporate governance and the market value of different companies across sectors reflecting the increased attention of investors to sectors going through periods of turbulence. This work contributes to research in the field of voluntary and mandatory disclosure of corporate information as it highlights the role of this information in different contexts and focuses on the Portuguese reality, for which it is not known works of this nature.

Keywords: Corporate Governance, Recommendations, Sector, Market Value, Disclosure

ÍNDICE GERAL

| | Página |
|--|--------|
| ÍNDICE DE FIGURAS | ix |
| ÍNDICE DE TABELAS | ix |
| LISTA DE SIGLAS | x |
| INTRODUÇÃO | 1 |
| 2. REVISÃO DA LITERATURA | 5 |
| 2.1. Enquadramento | 5 |
| 2.2. Governo das Sociedades | 6 |
| 2.3. Divulgação | 11 |
| 3. ESTUDO EMPÍRICO | 25 |
| 3.1. Enquadramento | 25 |
| 3.2. Objetivo e hipótese de investigação | 26 |
| 3.3. Instrumento de recolha de dados | 26 |
| 3.4. Universo e amostra | 29 |
| 3.5. Variáveis | 30 |
| 3.6. Modelo | 32 |
| 4. RESULTADOS | 34 |
| 4.1. Estatística descritiva e correlação | 34 |
| 4.2. Acolhimento das Recomendações | 36 |
| 4.3. Resultado multivariado | 40 |
| 5. CONCLUSÕES | 43 |
| APÊNDICES | 51 |
| ANEXOS | 56 |

ÍNDICE DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 2.1 <i>Corporate Governance</i> e o balanço da empresa | 7 |
| Figura 2.2 <i>Corporate Governance</i> : para lá do balanço da empresa | 8 |
| Figura 4.1 Classificação por sector da amostra segundo ICB | 35 |
| Figura 4.2 Evolução valor de mercado vs Taxa de cumprimento | 37 |
| Figura 4.3 Taxa de cumprimento por categoria para período 2011-2014 | 38 |
| Figura 4.4 Taxa de cumprimento por empresa para período 2011-2014..... | 39 |
| Figura 4.5 Taxa de cumprimento por setor para período 2011-2014 | 39 |

ÍNDICE DE TABELAS

| | |
|--|----|
| Tabela 2.1 Estudos relevantes relativos ao efeito do governo da sociedade no valor de mercado..... | 22 |
| Tabela 3.1 Recomendações do governo da sociedade..... | 27 |
| Tabela 3.2 Testes de diagnóstico para aceitação/rejeição dos modelos de regressão... 33 | |
| Tabela 3.3 Resultado teste VIF..... | 33 |
| Tabela 3.4 Resultados dos testes de heterocedasticidade e autocorrelação | 34 |
| Tabela 4.1 Estatísticas das variáveis..... | 36 |
| Tabela 4.2 Correlação e níveis de significância | 36 |
| Tabela 4.3 Resultado regressão | 40 |

LISTA DE SIGLAS

| | |
|-------|--|
| AEM | Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados em Mercado |
| CGS | Código do Governo das Sociedades |
| CMVM | Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários |
| ICB | <i>Industry Classification Benchmark</i> |
| IPCG | Instituto Português de Corporate Governance |
| PSI20 | <i>Portuguese Stock Index</i> |
| VIF | <i>variance inflation factor</i> |

INTRODUÇÃO

A informação é um recurso que no dia-a-dia é incorporado na tomada de decisões, quer ao nível pessoal, quer ao nível das organizações. São divulgadas diariamente quantidades enormes de informação, através dos mais diversos meios, pelo que a atualização e incorporação dessa informação é um desafio permanente. Este contexto, segundo Borges, Rodrigues e Morgado (2002:12), obriga a manter “um esforço permanente de obtenção de novos conhecimentos e saberes, sem os quais corremos o risco de exclusão como agentes do desenvolvimento económico e social.”

A nível empresarial, Borges *et al.* (2002) considera a informação como um ativo intangível. Sendo um elemento fulcral para a empresa, o gestor é o responsável pela otimização da utilização deste recurso que dispõe.

As empresas são,

...uma espetacular invenção social. Milhões de indivíduos confiam voluntariamente milhões de dólares, francos, pesos, etc. da sua riqueza pessoal ao cuidado dos gestores na base de um complexo conjunto de relações contratuais que delinham os direitos das partes envolvidas. O aumento do uso da forma corporativa assim como do crescimento do mercado de capitais sugere que até agora os investidores e credores não estão desapontados com os resultados... (Jensen e Meckling, 1976:71)

Dentro deste ambiente, a gestão tem como uma das suas tarefas medir a quantidade e a qualidade da informação a divulgar (Boot e Thakor, 2001), tendo em conta a pressão exercida pelos diferentes *stakeholders* - consumidores, acionistas, credores, fornecedores, investidores, grupos ativistas e membros da sociedade, na defesa dos seus interesses pessoais e coletivos. Estas pressões levarão as organizações a melhorar a sua comunicação, designadamente quanto aos aspetos abordados. Por exemplo, uma certa indústria confrontada com os seus índices de poluição será pressionada para baixar estes valores, como referem Doshi, Dowell e Toffel (2013).

Com a divulgação do conjunto de informação considerada ótima, o gestor espera que a reação do mercado seja a de igualar o valor intrínseco da empresa ao seu valor de mercado (Singhvi e Desai, 1971) eliminando desta forma eventual assimetria de informação. Este cenário transmite confiança ao investidor, ao garantir um mercado de capitais eficiente (Fama, 1980), capaz de distinguir os bons dos maus investimentos, e

segue a premissa da criação de valor para o acionista (Jensen e Meckling, 1976), ao maximizar a cotação de mercado da empresa.

Um dos instrumentos mais importantes de divulgação de que o gestor dispõe é o relatório anual de contas (Singhvi e Desai, 1971, Botosan, 1997, Akhtaruddin, 2005). Os denominados Relatórios e Contas servem de meio de comunicação corporativa, tanto quantitativa como qualitativa, para acionistas, investidores e outros utilizadores (Barako, Hancock e Izan, 2006). Em Portugal, segundo o Código das Sociedades Comerciais, a publicação deste documento é obrigatória. Cabe à Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM) determinar a informação que as empresas devem divulgar, para além daquela que é exigida na legislação contabilística e societária à generalidade das entidades, como entidade que regula e supervisiona os mercados de instrumentos financeiros, assim como os agentes que neles atuam, promovendo a proteção dos investidores. Esta informação deve ser transparente, responsável, precisa e fidedigna, de modo a garantir que os demais interessados tenham uma melhor percepção do valor da empresa (Barako *et al.*, 2006).

O *Cadbury Report* (1992) foi o primeiro relatório que abordou o tema do Governo das Sociedades, sendo direcionado para a realidade das empresas no Reino Unido. Aqui é referido o papel que as empresas desempenham na economia de um país. Pode-se destacar desta publicação, como linha orientadora, que cabe à direção a responsabilidade de fomentar livremente o avanço das suas empresas, seguindo os códigos e normas legais, promovendo a transparência e a confiança dos acionistas e investidores.

Nos seus Relatórios e Contas, as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado têm a obrigação de publicar um capítulo referente ao Governo das Sociedades preparado e apresentado com base num Código de Governo das Sociedades (CGS). Em 1999 a CMVM publicou o primeiro o CGS, que incluía um conjunto de 13 recomendações. Após sucessivas revisões (a última foi em 2013), são atualmente 40 as recomendações que formam este Código. Com a publicação do regulamento n.º 4/2013 a CMVM deu a possibilidade às empresas de escolherem o CGS que mais se adegue as suas necessidades. Atualmente para além do código publicado pela CMVM apenas o Instituto Português de *Corporate Governance* (IPCG) publicou um CGS em 2014.

Com o presente estudo analisa-se o efeito da divulgação de informação sobre o Governo Societário no valor de mercado de empresas que fizeram parte do índice do *Portuguese Stock Index* (PSI) 20, em pelo menos um ano entre o período de 2011 a 2014, no pressuposto que estes elementos contribuem para uma maior transparência das organizações.

Estuda-se as empresas integradas no PSI 20, principal índice de referência do mercado de valores português, que integra as vinte empresas com mais transações em Portugal. Estas empresas representam grupos de grande dimensão, com volumes de transações bolsistas muito elevados e podem ser vistas como um espelho da *performance* da economia portuguesa.

Para determinar o nível de cumprimento das recomendações do Governo das Sociedades recorreu-se à grelha de observações utilizada pela Universidade Católica Portuguesa como instrumento, o qual está validado em empresas que são o objeto desta investigação. Desde 2011 que a Universidade Católica Portuguesa, a pedido da Associação de Empresas Emitentes de Valores Cotados no Mercado (AEM), apresenta anualmente o “Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações Índice e Rating de Governo Societário”, onde nomeadamente analisa o grau de acolhimento das recomendações sobre o governo das sociedades em Portugal. Neste estudo segue-se a grelha presente no relatório publicado pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM, em 2014 relativo à análise da informação do Governo das Sociedades, reportada a 2013.

Os dados sobre o governo das sociedades foram retirados do Relatório e Contas das empresas que integram a amostra, constantes nos sítios das próprias empresas ou sítio da Comissão de Mercado de Valores. Os dados sobre a cotação foram obtidos no endereço <http://www.bolsapt.com/historico/PSI20.NX/>.

Os dados recolhidos têm uma estrutura em painel balanceado e para a respetiva análise recorreu-se a um modelo multivariado com estimação com efeitos fixos.

Os resultados apontam para uma relação entre o governo das sociedades e o valor de mercado das empresas distinta entre setores refletindo a maior atenção dos investidores para setores que atravessam períodos de turbulência. Conclui-se igualmente que a revisão de 2013 do Código do Governo das Sociedades contribuiu para o cumprimento

da maioria das recomendações, tanto a nível das categorias, como nos setores e empresas.

Os resultados encontrados limitam-se à amostra da investigação, que é qualificável como pequena, pelo que não devem ser generalizáveis. Acresce que apesar de existirem estudos semelhantes, desconhece algum que aborde a realidade portuguesa, pelo que as conclusões não são comparáveis com outros resultados, dada a dimensão e especificidade do mercado bolsista português.

Este estudo contribui para a investigação na área da divulgação voluntária e obrigatória da informação empresarial, pois releva o papel dessa informação em contextos diferenciados, o seu impacto no valor de mercado das entidades e incide sobre a realidade portuguesa, para a qual se desconhece trabalhos desta natureza.

O estudo está estruturado em 5 capítulos, incluindo a presente introdução. No segundo capítulo procede-se ao enquadramento do tema, sustentada na revisão da literatura; no terceiro capítulo é descrito o modelo utilizado; no quarto capítulo são enunciados os resultados da análise; no quinto capítulo apresenta-se a conclusão, identifica-se as limitações e sugere-se recomendações de investigações futuras.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Enquadramento

A análise da atividade empresarial efetuada por Jensen e Meckling (1976) ajuda a compreender a motivação que conduz as empresas em informar os *stakeholders*, em especial os acionistas e os investidores¹. Defendem que a empresa enquanto figura jurídica, que serve de veículo para um sistema complexo de relações contratuais, quer manter em equilíbrio os diferentes objetivos das várias partes. Consideram que o comportamento da empresa é semelhante ao comportamento dos mercados, que são também o resultado de um complexo processo de equilíbrio. Através desta perspetiva é possível identificar o emitente da informação - o gestor - e o recetor da informação, que numa primeira instância, poderá considerar-se o acionista, a entidade com a qual o gestor tem a obrigação de valorizar a empresa.

A informação financeira e não financeira, de natureza obrigatória ou voluntária, desempenha dois papéis importantes para os investidores e acionistas: permite avaliar os ganhos potenciais das oportunidades de investimento, de monitorizar a utilização do capital investido, num ambiente de maior transparência e reduzir, desta forma, os riscos associados à assimetria de informação.

A procura e oferta de informação empresarial podem ser analisadas em diversos contextos, geralmente interligados: no contexto da motivação pela redução da assimetria de informação entre *insiders*, os gestores e os proprietários, e *outsiders*, os investidores, e no contexto de sobreavaliação de empresas com baixa rendibilidade e subavaliação de empresas com alta rendibilidade, o que leva à falência do mercado (Beyer, Cohen, Lys e Walther, 2010). Nesse sentido, Lev (1992) propõe o planeamento da divulgação de informação e que esta deve estar ao nível do planeamento da produção, do *marketing* e das finanças. Para este investigador, a divulgação tem os seus benefícios e custos. Como

¹ A Estrutura Conceptual (2015) elenca os vários utilizadores da informação contabilística, considerando os acionistas como parte dos investidores. Optou-se por considerar os investidores e os acionistas como dois grupos autónomos. Esta opção fundamenta-se no facto do investidor apresentar incluir um leque mais alargado, como por exemplo os obrigacionistas.

tal, as empresas devem ter uma estratégia cuidada e pensada a longo prazo, com o intuito de fazer passar a mensagem aos *stakeholders*, em especial investidores e acionistas, de que a empresa está a desempenhar o seu papel - a criação de valor para o acionista. A divulgação deve minimizar as surpresas dos investidores, especialmente as más surpresas. O planeamento por parte do gestor pode ser fulcral para a definição do valor da empresa quando existe um cenário de incerteza envolvendo a empresa, visto que a reputação do gestor, construída a partir do grau de precisão e utilidade dos reportes anteriores, pode levar a que o investidor reaja de uma melhor forma (Yang, 2012).

2.2. Governo das Sociedades

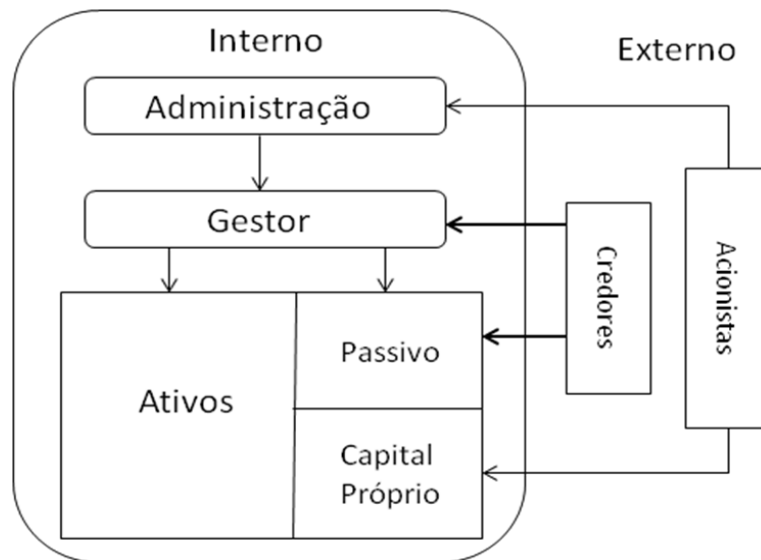
O Governo das Sociedades é definido por Silva, Vitorino, Alves, da Cunha e Monteiro (2006) como,

... o conjunto de estruturas de autoridade e de fiscalização do exercício dessa autoridade, internas e externas, tendo por objetivo assegurar que a sociedade estabeleça e concretize, eficaz e eficientemente, atividades e relações contratuais consentâneas com os fins privados para que foi criada e é mantida e as responsabilidades sociais que estão subjacentes à sua existência ...

Esta definição implica que o Governo das Sociedades envolva todos os aspetos da empresa, desde a atividade económica, à estrutura operacional, passando pelas decisões de financiamento até à utilização eficiente dos recursos disponibilizados pelos investidores, e envolva todo o ambiente que a forma, como o julgamento feito por entidades externas à empresa.

A figura seguinte ilustra a estrutura e o tipo de relações contratuais que compõem a empresa:

Figura 2.1 Corporate Governance e o balanço da empresa



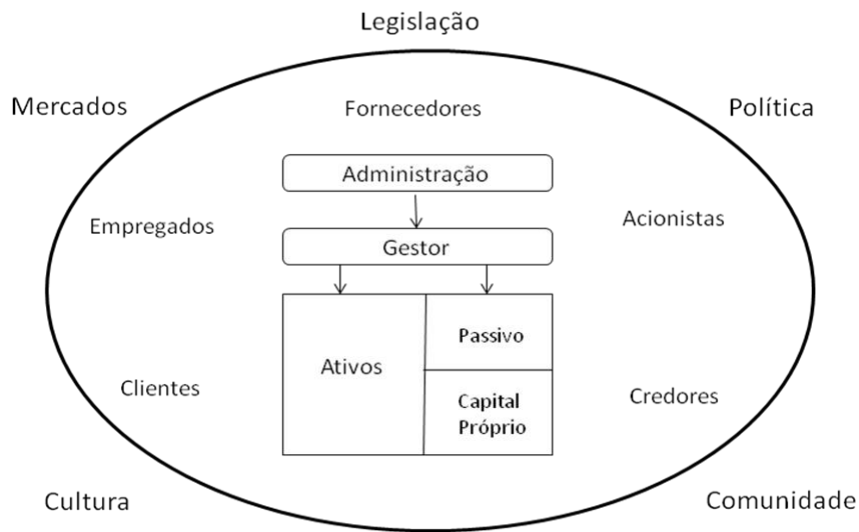
Fonte: Gillan (2006:382)

Conforme Gillan (2006) evidencia, a partir do balanço, é possível desenhar as relações da empresa. O retângulo na figura representa o ambiente interno, no qual o gestor toma decisões sobre que ativos investir e como os financiar, sempre sobre controle do conselho da administração, que representando os interesses dos acionistas, decidirá a contratação, despedimento e remuneração do gestor e da sua equipa (figura 2.1). Torna-se claro que existe uma necessidade de um conjunto de regras que orientem e criem confiança a todas as partes envolvidas, nos diferentes contratos que surgem das atividades das empresas.

Esta representação só é válida nos contextos em que existe uma separação entre quem detêm o capital e quem o gere.

A figura seguinte (Figura 2.2) ilustra melhor a dimensão contratual da empresa, com os restantes participantes na estrutura corporativa (empregados, fornecedores e clientes) e toda a sua envolvente, os mercados, a legislação, a política, a cultura e a comunidade, transmitindo uma perspetiva mais virada para os *stakeholders*.

Figura 2.2 Corporate Governance: para lá do balanço da empresa



Fonte: Gillan (2006:383)

A necessidade de criar um guia de orientação à estrutura e controlo das organizações têm sido muito discutido desde há vários anos, tendo dado origem à aplicação de um código orientador, que já é prática comum em vários países do mundo.

O *Cadbury Report*, publicado em 1992, é um código de boas práticas de governo das sociedades, direcionado para os diretores de empresas do Reino Unido. Este código assenta sobre três princípios - **abertura**, **integridade** e **responsabilidade**, no que se refere a informação a divulgar sobre o Governo das Sociedades:

- ✓ Abertura – uma empresa é mais aberta se reportar mais informação, tal permitirá uma melhor avaliação da mesma.
- ✓ Integridade - obriga que a informação divulgada apresente uma imagem completa e precisa da empresa.
- ✓ Responsabilidade - os diretores devem ser responsáveis na transmissão de informação aos acionistas, dado que a mesma pode implicar consequências para a empresa como um todo.

Este código foi pioneiro ao introduzir a filosofia do *comply or explain*², apresentando uma estrutura flexível para o conjunto de regras, o que o tornou um modelo seguido por vários outros países, no mundo inteiro.

As sociedades emitentes de ações admitidas à negociação no mercado regulamentado português, segundo o artigo 245.º-A do Código dos Valores Mobiliários são obrigadas a conter no seu relatório anual de gestão um capítulo de estrutura e práticas de governo societário (CMVM, 2013). O primeiro código data de 2007, oito anos após a publicação de um conjunto de recomendações endereçadas às empresas em Portugal, já seguia a mesma filosofia de *comply or explain* que o código do governo das sociedades do Reino Unido.

Atualmente o CGS da CMVM, revisto em 2013, é composto um conjunto de 40 recomendações agrupadas em 6 capítulos:

- Votação e Controlo da Sociedade,
- Supervisão, administração e fiscalização,
- Remunerações,
- Auditoria,
- Conflitos de interesses e transações com partes relacionadas e
- Informação.

Comparando com o código anterior (55 recomendações agrupadas em 4 capítulos) a revisão de 2013 propõe mais funções ao conselho fiscal junto do auditor externo e altera as recomendações ligadas ao direito de voto, alterando o princípio da proporcionalidade entre direito de voto e participação acionista. Deixa de contemplar os pontos relacionados com a mesa da assembleia geral e a participação na mesma, entre outras medidas.

Até 2013, a CMVM acumulou também o papel de orientador no tema do governo societário, ao ser a única entidade a emitir um CGS, e que, ao mesmo tempo, obrigava as entidades emitentes a seguirem o código por si emitido. Com o regulamento da CMVM n.º 4/2013, a entidade reguladora anunciou que deixaria de proceder à avaliação

² Princípio a partir do qual a entidade cumpre o estabelecido no código, ou são dadas explicações satisfatórias quando se afastam do cumprimento desse código.

pública da qualidade de governo de cada sociedade ao dedicar-se em exclusivo à supervisão do cumprimento das obrigações legais e regulamentares. Neste âmbito as entidades emitentes são livres para seguirem um CGS que mais se adequa à sua realidade e às suas necessidades.

Em 2014, o IPCG emitiu o Código de Governo das Sociedades do IPCG. Este código surge como alternativa ao documento publicado pela CMVM e ganhou uma maior importância com a liberdade de escolha por parte das sociedades emitentes de um CGS. Este documento complementa a visão da CMVM ao juntar recomendações com princípios que norteiam as mesmas recomendações, seguindo a regra *comply or explain*, dando às entidades emitentes uma oportunidade de esclarecerem à luz do princípio o porquê de não seguirem a recomendação.

Nos Relatórios e Contas de 2014 das empresas cotadas do PSI-20 apenas os CTT e a PT SGPS aliam as recomendações de ambos os CGS, do IPCG e da CMVM. A REN faz referência a esta iniciativa do IPCG ao publicar que durante o ano de 2015 será considerada a adoção do código com o início do novo mandato dos órgãos sociais da empresa.

Atualmente em Portugal, o tema do Governo das Sociedades tem sido acompanhado pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM. Este acompanhamento, traduz-se na publicação de um relatório anual, já na sua quarta edição, no qual é apresentado um índice e um *rating*, ambos com o intuito de medir o grau de concordância com as recomendações presentes no CGS, da CMVM, pelas empresas cotadas na bolsa de valores portuguesa, em função dos *benchmarks* internacionais. Além disto, baseia-se apenas em informação disponível a qualquer investidor, evitando constrangimentos referentes à assimetria de informação, e tem vindo a adaptar-se aos acontecimentos e às mudanças ocorridas, nomeadamente a última revisão do CGS da CMVM, ocorrida em 2013.

O índice utilizado pela Universidade Católica foi construído com base em *benchmarks*, considerados como um conjunto de princípios de referência internacional:

- As recomendações e regras decorrentes do direito europeu, que são as bases orientadoras do direito nacional;

- O CGS do Reino Unido, o primeiro código publicado e o mais influente a nível internacional;
- Os princípios da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico sobre o Governo das Sociedades.

Tendo estes três pilares como referência, foi medida a relevância de cada uma das recomendações contantes no CGS (2013) da CMVM no contexto internacional.

Os aspetos considerados no índice são justificados:

- pela necessidade de um cruzamento da realidade nacional espelhada nas recomendações da CMVM com os diferentes *benchmarks* internacionais, atendendo que em 2013 a liquidez gerada no Mercado Euronext Lisbon proveniente de fora de Portugal atingiu os 70% (Centro de Estudos Aplicados – Católica Lisbon School of Business & Economics, 2014).
- pela necessidade evitar a assimetria de informação, examinando apenas a informação a que qualquer investidor tem acesso, informação esta disponível nos relatórios e contas divulgados no final do período. Esta dimensão justifica a indispensabilidade por parte dos investidores de informação clara e útil na tomada de decisão de investimento.

O relatório (2014) refere que das 70 sub-recomendações consideradas no CGS da CMVM, apenas 37 possuem um relevo médio e máximo, as quais são agrupadas nas 7 categorias, votação e controlo da sociedade, supervisão e administração, fiscalização, remunerações, fixação de remunerações, auditoria e informação.

A grelha de observações utilizada neste relatório serviu como instrumento de avaliação no presente estudo.

2.3. Divulgação

Num mercado de capitais eficiente o gestor tem mais informação sobre a *performance* presente e futura da empresa. No cenário em que o auditor e o regulador atuam de maneira perfeita, os métodos de divulgação, quer sejam financeiros, quer não

financeiros, comunicam todas as alterações da empresa. Como estes dois agentes não funcionam de maneira perfeita, os gestores enfrentam um *trade-off* entre divulgar a sua informação e evitar informação que comprometa a empresa (Healy e Palepu, 2001).

Os gestores são chamados a divulgar informação diversa por imposição de normas e regras, sobre um conjunto específico de dados, que se considera útil para o público, facultando os gestores e os investidores meios que permitam avaliar melhor as opções disponíveis (Chung, Kim, Kim e Yoo, 2012). Contudo, como concluiu Hannes (2004), no momento de selecionar e divulgar informação, as entidades vão para além daquilo que é obrigatório.

Conjugando o compromisso que têm para com os acionistas e credores e as obrigações às quais têm de cumprir perante as entidades e instituições legais, Healy e Palepu (2001) afirmam que os gestores são influenciados por aspetos como:

- diminuir a assimetria de informação, para valorizar a empresa e baixar o custo do capital;
- justificar um mau desempenho, para evitar aquisições hostis e diminuir o risco de despedimento;
- aumentar a sua riqueza, quer seja através de prémios de desempenho, quer pela valorização de ações detidas por si;
- evitar o conflito com as instituições legais;
- criar e melhorar a sua reputação, a fim de criar uma imagem de confiança para os mercados atribuindo um maior valor e solidez às suas publicações;
- os custos de propriedade, pois sempre que os benefícios obtidos através da divulgação de informação são suplantados pelos prejuízos provocados pela utilização da mesma, o gestor vê-se obrigado a reter essa informação, o que resulta na incapacidade dos investidores em distinguirem os bons investimentos dos maus investimentos.

Diversas questões têm motivado a investigação na procura das justificações para a existência de regulação, resultando nalgumas contribuições sobre onde e como as entidades reguladoras devem atuar a fim de garantir uma boa avaliação dos títulos financeiros. A falta de normas adequadas pode levar as empresas menos rentáveis a não divulgar informação, ao passo que no cenário de imposição de normas desadequadas,

estas empresas podem vir a divulgar informação redundante de forma a disfarçar ou "massajar" os seus indicadores ou comunicam apenas o obrigatório por lei (Healy e Palepu, 2001 e Dainelli, Bini e Giunta, 2013). Neste contexto, Raffournier (1995) sugere que o regulador deveria focar-se mais nas empresas pequenas e/ou que apenas participam no mercado doméstico, pois as empresas com presença internacional já divulgam muito conteúdo voluntariamente.

É obrigação das instituições trazer benefícios para todos, ao invés de trazer só para alguns. Tal acontece quando empresas não divulgam informação e utilizam a informação divulgada por outros na sua análise, acabando por usufruir de um benefício proveniente, sem que tenha havido uma contribuição para a sua obtenção (*free riders*) (Hannes, 2004). Perante este problema, sem divulgação obrigatória o nível de conhecimento da informação ficaria abaixo do ideal, visto que as entidades que suportam os custos relacionados com a divulgação, têm de partilhar os benefícios da mesma com os seus pares, podendo mesmo acontecer que os benefícios que retira da sejam inferiores ou nulos em comparação com os benefícios obtidos pelos seus pares. Hannes (2004) ilustra este cenário através de vários exemplos em que define, para duas empresas, o custo de divulgação e os benefícios que a empresa obtém da própria divulgação e da informação do seu par. O que se pode retirar é existirem três cenários: o primeiro em que as duas empresas não divulgam informação, não tendo qualquer custo nem qualquer ganho; o segundo cenário em que apenas uma das empresas divulga informação e perde valor com essa publicação ao passo que o seu par retira os ganhos da divulgação e não tem qualquer custo associado e o terceiro cenário em que ambas as empresas divulgam informação. Aqui os benefícios retirados da divulgação própria e do seu par suplantam os custos que suportaram para essa divulgação. De notar que o autor define para o custo da divulgação um valor superior ao benefício que a empresa obtém da própria informação divulgada.

A repartição assimétrica dos benefícios da divulgação também acontecerá se as normas de divulgação beneficiarem mais as empresas que divulgam do que aquelas que não divulgam. Nesse caso as empresas optariam por este regime mesmo que não seja obrigatório (Hannes, 2004), ou seja verifica-se o efeito contágio ou mimetismo. Abraham e Shrivies (2014) afirmam que as empresas seguem muito o que as outras do mesmo segmento divulgam e, como tal, se uma alterar o seu reporte, as restantes seguirão o seu exemplo.

Einhorn (2005) estuda o papel da divulgação obrigatória na determinação da informação voluntária a reportar. Afirma que a divulgação obrigatória e a divulgação voluntária não podem ser compreendidas sem ter em consideração a interação entre ambos. Exceto nas situações em que não existe correlação entre a divulgação obrigatória e a voluntária, a divulgação obrigatória pode influenciar o aumento do conteúdo da informação destinada aos interessados nos conteúdos voluntários:

- As estratégias das empresas para a divulgação voluntária não podem ser estudadas isoladamente sem considerar o impacto na sua divulgação obrigatória;
- O valor dos requisitos da divulgação voluntária não pode ser medido sem entender que conteúdos podem ser divulgados voluntariamente conjuntamente com a informação obrigatória.

A interação entre as duas formas de divulgação é fulcral, sendo que informação que não é requerida pelas normas ou pelas entidades reguladoras pode ter a propriedade de complementar a informação que é de facto obrigatória, melhorando o aspeto da empresa aos olhos dos restantes *stakeholders*. Como afirmam Boot e Thaktor (2001) "o objetivo de cada empresa é escolher uma política de divulgação que maximize o valor de mercado esperado". Um exemplo do efeito da escolha de um método de divulgação financeira é dado por Demski (1974) quando, num ambiente caracterizado por uma economia simples onde se transaciona apenas um bem e existem dois tipos de indivíduos, analisa as consequências da divulgação nas decisões de investimento dos diferentes perfis em estudo.

Segundo Hossain e Hammami (2009), a melhoria que a divulgação traz à eficiência económica depende do nível informativo, de como é divulgada, dos meios utilizados e das orientações impostas pelas entidades reguladoras. Para dar seguimento a operações e projetos, as empresas necessitam de financiamento, que pode ser obtido através do mercado de capitais. Uma avaliação e comunicação objetiva, correta e transparente do capital próprio da empresa é uma condição necessária para uma alocação eficiente dos recursos económicos existentes, em condições de mercado adequadas.

Diversas teorias abordam a questão da assimetria de informação e a sua relevância nas relações internas, entre a entidade e parceiros relevantes e como influência a eficiência

do mercado de capitais. Estas teorias aduzem argumentos para ceder ou não informação, no contexto dos seus interesses específicos e pressões do seu meio ambiente.

A teoria institucional, aprofundada Douglass North, introduz as relações entre os custos de transação e a teoria das organizações, considerando existirem falhas nos mecanismos de mercado. Contudo as organizações são capazes de usar instrumentos para se resguardar das incertezas, como instrumentos contratuais e mecanismos de governo.

Na interação entre as empresas e as entidades reguladoras, se as primeiras se sentirem constrangimentos na procura da realização das suas necessidades, podem criar forças que motivam alterações nestas instituições. Segundo a teoria institucional, as instituições são uma forma ou organismo criado para restringir o comportamento humano e o seu objetivo é o de reduzir as barreiras impostas pela assimetria de informação. Esta definição culminou num modelo económico assente numa matriz institucional, constituída por quatro pontos: incerteza, custos de transação, instituições e organizações. A dinâmica desta matriz mostra que as organizações com o objetivo de realizar as suas necessidades, num nível de incerteza, custos de transação e com outras instituições, investem nas suas relações todos os agentes que compõem a sua realidade. Contudo podem vir a alterar os constituintes da matriz onde se inserem, caso seja necessário (Gala, 2003).

Um exemplo de instituições e de como as relações com a organização podem vir a alterar a sua matriz são as entidades políticas. Estas têm o poder de transferir a riqueza entre diferentes grupos e certos grupos de eleitores podem exercer pressão "lobbyista" para nacionalizar, expropriar ou alterar a regulamentação de sectores corporativos.

Por outro lado, quanto maior forem as empresas, mais propícias estarão a ser alvo de pressões políticas. Tendo em conta que os custos políticos variam consoante os lucros reportados, o gestor tem incentivos para desenvolver campanhas de solidariedade e de ação social para legitimar os seus ganhos, a fim de evitarem esta intervenção política (Watts e Zimmerman, 1990). Watts e Zimmerman (1978) consideram que os gestores são principalmente motivados pelas compensações esperadas: salário, bónus de desempenho e ações e/ou opções sobre ações. O gestor pode aumentar a sua riqueza, através de um aumento da sua remuneração e do aumento do valor das ações em bolsa. Sendo que o valor das ações é influenciado pela sua *performance* atual e por previsões sobre o seu desempenho futuro, o gestor pode divulgar indicadores em certos

momentos, os que consideraria mais oportunos, que coincidiriam com o momento de negociar as ações ou opções de que dispõe (Healy e Palepu, 2001).

Em Portugal, com a predominância da CMVM no campo do governo societário, desenvolvendo, regulando e avaliando a forma como as organizações publicavam esta informação, foi criada uma iniciativa junto do IPCG para a criação de um CGS, justificada como “(...) uma resposta da sociedade civil ao apelo das empresas nacionais (...)” com o objetivo de aproximar Portugal dos padrões internacionais de cariz-autorregulatório (IPCG, 2014). Esta iniciativa é explicada à luz teoria de agência, uma vez que as organizações, figuradas pelas empresas nacionais, considerando os custos de transação a que incorrem ao se submeterem ao CGS da CMVM, desenvolvem através da sua relação com uma instituição, o IPCG, a criação de um CGS, que vem alterar o ambiente em que se inserem, uma alternativa ao código publicado pela CMVM, a fim de mitigar os custos e as incertezas que as afetam.

É exigido aos gestores garantir, por um lado, a continuidade da empresa, nomeadamente pela conservação do capital investido, e, por outro, o retorno aos investidores pelo capital investido, nomeadamente através do pagamento de dividendos. No momento de assinar o contrato entre investidor e gestor são definidas cláusulas que salvagam ambas as partes, garantem que a empresa recebe o capital necessário e o gestor recebe as compensações esperadas. Neste acordo o gestor parte em vantagem, dispondo primeiro que o investidor de informação sobre a empresa. Acresce que se o investidor não dispor de recursos próprios para conhecer os seus direitos e para estar informado, esta vantagem será maior ainda, deixando espaço ao gestor para expropriar capital da empresa. Este cenário é visto com maus olhos pelo mercado, penalizando o valor das empresas quando esta situação se verifica, pois considera que a empresa, ao não aplicar totalmente o capital captado de uma forma ótima, está a ser ineficiente (Shleifer e Vishny, 1997).

Para além do conflito entre o gestor e o acionista tradicionalmente abordado na teoria de agência, Shleifer e Vishny (1997) destacam o papel dos grandes investidores, acionistas maioritários e detentores de grandes partes de dívida. O problema reside no facto de que estes indivíduos, ao possuírem um poder sobre a empresa, agem de acordo com os próprios interesses. Isto levanta problemas aos pequenos investidores, acionistas minoritários e detentores de pequenas partes da dívida, no acesso à informação e de

participação no futuro da empresa, deixando o seu capital à mercê de decisões que não são as suas. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2002) demonstram que o mercado valoriza as empresas que melhor protegem os seus acionistas minoritários, dando ênfase ao facto que a formação de leis que limitem a expropriação dos acionistas minoritários permite que os mercados financeiros evoluam.

Num estudo sobre o impacto da composição da direção e a estrutura acionista na divulgação voluntária, Eng e Mak (2003) concluem que empresas com índices baixos de capital detido pelos gestores e índices significativos de capital detido pelo Estado aumentam a divulgação. Pode-se assim concluir que as empresas com estas características estão mais sujeitas a problemas de agência. Neste contexto existem vários mecanismos disponíveis, que a empresa pode utilizar como forma de garantir segurança e confiança aos mercados. Como tal para a empresa é pertinente saber qual o impacto que as escolhas e a forma como informa sobre o Governo da Sociedade têm no seu valor (Shleifer e Vishny, 1997).

Singhvi e Desai (1971) definem o valor de mercado da empresa como o preço pelo qual as ações estão cotadas e o valor intrínseco como o valor justificado pelos factos. A dispersão entre estes dois valores (valor de mercado e valor intrínseco) é o resultado da qualidade da informação, sendo que quanto maior a qualidade da informação menor a dispersão. O problema causado pela diferença entre os dois valores, e a consequente procura de explicações e soluções para o mesmo, tem motivado vários investigadores a abordar o tema da divulgação de informação e os seus efeitos nos diferentes aspetos das empresas. A assimetria de informação entre as partes interessadas (gestão e *stakeholders*) dificulta as tomadas de decisão e leva aos problemas de seleção adversa e risco moral, que trazem riscos e ineficiências aos mercados. O problema causado pela diferença entre os dois valores e a consequente procura de explicações e soluções para o mesmo tem motivado vários autores a abordar o tema da divulgação de informação e os seus efeitos nos diferentes aspetos das empresas.

Vários autores referem o trabalho de Cerf (1961) como sendo o primeiro a discutir esta questão (Singhvi e Desai 1971; Choi, 1973; Cooke, 1986; Raffournier, 1995; Owusu-Ansah, 1998; Popova, Georgakoupolos, Sotiropoulos e Vasileiou, 2013 e Uyar, Kilic e Bayyurt, 2013). Nesse trabalho relacionou o nível de divulgação, quantificando a

qualidade da informação divulgada nos relatórios anuais de contas. Assim, foi o precursor desta linha de investigação.

No âmbito da divulgação, o capítulo relativo ao governo societário divulgado nos relatórios e contas revela-se como uma oportunidade e não uma obrigação para o gestor na procura da maximização de valor da empresa, na medida em que são premiadas as empresas que conseguem mitigar todos os custos, nas suas várias dimensões contratuais, pois o mercado considera-as como utilizadoras eficientes dos seus recursos, mais transparentes e que garantem o retorno prometido aos seus acionistas (Dorbetz, Schillofer e Zimmermann, 2004).

A relação aqui descrita, entre o valor de mercado da empresa e a informação relativa ao governo da sociedade publicada pelas empresas, tem sido a premissa de vários estudos que tem sido vindo a ser apresentados desde do final do século XX, que procuram encontrar uma relação entre ambos, explicando-a nos seus diferentes aspetos. Da análise da relação entre estes dois pontos, pode ser feita a distinção entre os estudos que se focam em analisar países desenvolvidos (Ammann, Oesch e Schmid, 2011; Dorbetz *et al.*, 2004; Gompers, Ishii e Metrick, 2003 e La Porta *et al.*, 2002) e países emergentes (Black, Love e Rachinsky, 2006; Black, Kim, Jang e Park, 2015 e Balasubramian, Black e Khanna, 2010).

De uma forma geral, todos os estudos concluem que a publicação e divulgação de informação relativa ao governo societário tem uma relação positiva com o valor de mercado e a avaliação da empresa. Por isso é pertinente compreender as diferentes formas de medir esta relação utilizadas por estes investigadores: as amostras, as variáveis e os modelos, e quais são os motivos que explicam esta relação tendo em conta o enquadramento do estudo.

Na tabela 2.1 apresenta-se informação relativa a diversos trabalhos, que abordaram este tema, espelhando os diferentes pontos enunciados anteriormente, designadamente os assuntos relacionados com acionistas (quer seja a estrutura acionista, quer direitos e proteção), com a direção (composição e independência), a auditoria e com a transparência e divulgação da informação.

Verifica-se abordagens distintas na avaliação sobre o governo das sociedades tendo em conta que as categorias analisadas dependem do enquadramento das organizações. Diversos investigadores (Dorbetz *et al.*, 2004; Balasubramian *et al.*, 2010 e Black *et al.*, 2015), utilizam índices publicados por entidades ligadas ao governo societário nos países em estudo, o que significa que aceitam que o ambiente onde as empresas se inserem influencia o comportamento das mesmas e conseqüentemente o seu valor. O efeito do ambiente tem sobre as empresas pode ser difícil de quantificar como assinala Gompers *et al.* (2003) ao afirmar que o comportamento do mercado na avaliação da empresa pode ser influenciado por características como a cultura, de difícil mensuração, deixam por explicar parte deste comportamento.

Dorbetz *et al.* (2004) analisaram a relação entre os ganhos esperados das ações e o governo societário para um conjunto de 91 empresas (ano de 2002). No índice de governo societário, desenvolvido pelos autores para a realidade alemã, foram abordadas as categorias compromisso com o governo societário, direitos dos acionistas, transparência, assuntos relacionados com gestão e supervisão e divulgação, tendo os investigadores confirmado uma relação positiva entre o valor de mercado e o governo societário. Os autores concluem que apesar do conteúdo das recomendações do governo das sociedades definido pelas entidades reguladoras poder ser muito completo ou incompleto, cabe ao mercado em última instância avaliar os mecanismos de divulgação e transparência adotados pela empresa. Também afirmam que, na Alemanha, os grandes acionistas e os acionistas institucionais têm até agora sido passivos na monitorização e intervenção nas equipas de gestão. No entanto, nos últimos anos com o grande destaque que o governo societário tem tido e o aumento do número dos grandes fundos de investimento mundiais, é crença dos autores que os acionistas terão um papel mais ativo na empresa levando assim a que empresas com baixos níveis de cumprimento do governo societário sejam penalizadas no seu valor e no custo de capital.

Balasubramian *et al.* (2010) numa análise a 301 empresas indianas no ano de 2006, elaboram um índice de divulgação de informação relativa ao governo societário próprio, que examina seis categorias: composição e independência da direção, práticas e processos da direção, comissão de auditoria, direitos dos acionistas, divulgação e relações com partes relacionadas com a empresa, e aplicam-no no seu estudo da relação entre o governo societário o valor de mercado. Assinalam que existe uma relação

significativamente positiva entre ambos, mais acentuada em empresas mais rentáveis, no entanto, ao analisar a relação entre o valor da empresa e cada uma das categorias de governo da sociedade é constatado que é significativa apenas para a categoria dos direitos dos acionistas, não sendo significativa para a estrutura da direção, o que não se verifica em outros estudos, o que motiva os autores a sugerir que o cumprimento de recomendações que vão para além dos requisitos legais na Índia não trazem ganhos às empresas.

Numa amostra que varia consoante o período e o objeto em análise (entre 93 e 172 empresas da Coreia do Sul e entre 1998 e 2004), Black *et al.* (2015) estudam a forma como o governo societário afeta o valor de mercado, tendo em conta a canalização de *cash-flow* da empresa através de operações com entidades relacionadas com ela. Para isto os autores procuram analisar o peso do *cash-flow* que as empresas canalizam, à luz das reformas ocorridas na legislação ao nível da estrutura da direção. Com isto os autores concluem que o mercado valoriza mais as empresas que demonstram um nível baixo de risco de expropriação do que as empresas com um nível alto durante o período de adoção das reformas na estrutura da direção. Também é comprovada a relação significativa entre o índice criado pelos autores e a sensibilidade da rentabilidade da empresa em relação ao seu setor, indicando menor canalização.

A forma como é mensurado o nível de governo das sociedades afeta também a relação entre o valor de mercado e o governo societário. Black *et al.* (2006) analisaram esta relação na Rússia recorrendo a seis índices de governo societário publicados por entidades nacionais e internacionais, sendo que só existe uma relação significativa entre o valor de mercado e o governo societário para quatro dos seis índices estudados, o que leva a concluir que a forma como se mede o governo societário influencia a natureza da sua relação com o valor de mercado.

Ammann *et al.* (2011) num estudo realizado a 22 países desenvolvidos entre 2003 e 2007, estudaram a relação entre a avaliação da empresa e *Corporate Governance* num contexto internacional. Aqui os autores abordaram o governo da sociedade segundo seis categorias: responsabilidade da direção, controlo interno e divulgação de informação financeira, direitos dos acionistas, remuneração, controlo da sociedade e conduta empresarial, tendo encontrado uma relação positiva entre ambos, o que permitiu afirmar que as boas práticas de governo societário são significativas economicamente em

grandes mercados, isto é, os seus custos da implementação são menores que os ganhos de monitorização que proporciona, levando a maior *cash-flow* para o acionista e menor custo do capital. Isto demonstra que o capítulo sobre o governo societário não deve ser visto como um custo e uma obrigação imposta pelas entidades reguladoras mas sim uma oportunidade.

Os estudos referenciados distinguem, quer pelas amostras, quer pelas variáveis, quer pelas categorias de governo estudadas. Apresentam também outras diferenças designadamente quanto aos modelos econométricos utilizados, mas atingem, em geral, a mesma conclusão – o valor de mercado está correlacionado significativamente com o valor de mercado. Não obstante, são apontadas diferentes causas e efeitos desta relação.

Como exemplo Gompers *et al.* (2003), numa análise a 1500 grandes empresas dos Estados Unidos da América entre 1990 e 1999, procuram analisar o comportamento bolsista do valor da empresa, entre empresas de diferentes níveis de direitos dos acionistas considerando medidas contra *takeovers*, direitos de voto dos acionistas e direitos da direção, assim separam as empresas por democracias, com fortes direitos acionistas e por ditaduras, em que a gestão tem mais poder que os acionistas na empresa. Concluindo que um investidor que na década de 1990 tivesse comprado ações de democracias e tenha vendido ações de ditaduras, teria um retorno de 8,5% ao ano, sendo que os autores alertam para a influência que características não observadas possam ter tido nos resultados. La Porta *et al.* (2002) procuram analisar o efeito das leis que protegem os acionistas e o poder dos acionistas maioritários no valor de mercado. Para isto os autores incidem o seu estudo sobre uma amostra de 539 empresas de 27 países ricos entre 1995 e 1997 focando-se na natureza da lei e como esta protege os interesses dos acionistas minoritários e direitos dos acionistas maioritários sobre o *cash-flow* da empresa em comparação com os seus direitos de voto. Esta abordagem permite compreender como é afetado o valor da empresa pelo risco de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários, com os autores a concluírem que na ausência de leis que os protejam são necessários incentivos por parte da empresa para captar o capital que necessita.

Na tabela 2.1. sintetiza-se a informação presente no Apêndice 1, relevando diversos estudos, a amostra, as variáveis independentes e dependentes, assim como as principais conclusões a que os autores chegaram.

Tabela 2.1 Estudos relevantes relativos ao efeito do governo da sociedade no valor de mercado

| Autores (ano) | Amostra | Variáveis | | | Conclusões |
|--|---|---|---|---|---|
| | | Dependentes | Independentes | | |
| | | | Categorias de Governo | Variáveis de Controle | |
| La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2002) | 27 países ricos entre 1995 e 1997, num total de 539 empresas | tobin's q (book value assets-book value equity-deferred taxes+mkt value common stocks)/book value assets Industry adjusted Tobin's Q Tobin's Q - Media dos Tobin's Q da Industria | Proteção dos investidores e accionistas minoritários | Common Law Civil Law Anti-Director Rights Growth in Sales Control Rights Industry-adjusted Growth Sales Cash flow rights Wedge | Os autores confirmam que uma fraca proteção accionista afeta negativamente o valor da empresa. Com isto é importante clarificar a posição da sociedade ao mercado e potenciais investidores |
| Gompers, Ishii & Metrick (2003) | EUA entre 1990 e 1999, total de 1500 grandes empresas | Tobin's Q book value assets + market value of equity - book value of equity + deferred taxes)/book assets | Delay - atrasar Direito de voto Proteção da direção Outras medidas de defesa contra takeovers Leis estatutárias | ln(assets) ln age mkt value of equity/book value of equity | Alertam para o fato da relação entre o valor da empresa e o governo da sociedade também poder ser explicada por fatores inquantificáveis como a cultura da empresa |
| Drobtz, Schillofer & Zimmermann (2004) | Alemanha em 2002, total de 91 empresas | Tobin's Q (mkt value equity + total liabilities)/assets market to book ratio mkt value of equity/book value of equity | compromisso no Governo societario direitos dos accionistas transparência assuntos da direção relacionados com gestão e supervisão auditoria | ln(assets) ln age Growth earnings per share growth industry dummy index dummy debt/assets | Concluem que será sempre em ultima instância o mercado quem premiará a adoção de boas práticas de governo societário. Os autores também acreditam que o efeito do governo societário se sentirá mais, pois no futuro os investidores terão uma participação mais ativa na empresa |
| Black, Love & Rachinsky (2006) | Russia entre 1999 e 2005, total de 99 empresas contando com 964 observações | Tobin's Q (Mkt value equity + book value debt)/book value assets mkt equity/sales mkt value of equity/book value of equity | Estrutura accionista transparência divulgação de informação Composição da direção e gestão Expropriação | ln(book value assets) (quarterly trading volume of common shares)/(market value of common shares) book value debt/book value of assets net income/book value of assets Year-sector dummy sales growth ln Tobin's Q Ln Assets | Neste estudo os autores provam que a forma como é medido o governo da sociedade e o modelo utilizado nos estudos têm influência nos resultados |

| Autores (ano) | Amostra | Variáveis | | | Conclusões |
|--|--|---|---|---|---|
| | | Dependentes | Independentes | | |
| | | | Categorias de Governo | Variáveis de Controlo | |
| Balasubramanian, Black & Khanna (2010) | India em 2006 numa amostra de 301 empresas | Ln(Tobin's Q) ((book value of debt+ of preferred stock+ mkt value common stock)/book value of assets) | Composição e independência da direção | book value of assets | Os resultados indicam que a associação entre ambos é maior para empresas com maiores lucros. Ao estudarem o índice separadamente por categorias os autores concluem que os direitos dos accionistas tem uma relação significativamente positiva e que a composição da direção não tem uma relação significativa porque as leis do país são rígidas ao ponto de divulgação extra não trazer qualquer benefício |
| | | | | mkt value of common stock + book value of preferred stock | |
| | | | Comissão de Auditoria | book value debt/mkt value common stock | |
| | | | | book value debt/mkt value of total assets | |
| | | Ln (market value/book value of common stocks) | Direitos acionistas | number of years since original listing | |
| | | | Divulgação | sales growth | |
| | | | | r&d/sales | |
| | | Relações com partes relacionadas com a empresa | | exports/sales | |
| | | | | ppe/sales | |
| | | | | EBIT/sales | |
| Ln (market value of common stocks/sales) | Práticas e processos da direção | average daily shares/shares held by public shareholders | | | |
| | | foreign ownership common shares/common shares | | | |
| | | firms share of sales by all firms in same 4-digit industry | | | |
| Ammann, Oesch & Schmid (2011) | 22 países desenvolvidos entre 2003 e 2007 num total de 6663 amostras | Tobin's Q (Assets-book value equity +mkt value equity)/assets | Responsabilização da direção | Ln Total Assets | O governo societário deverá ser visto como uma oportunidade devido ao fato de o seu custo de implementação ser inferior aos benefícios que traz à empresa a nível de monitorização |
| | | | Controlo Interno e divulgação informação financeira | PG sales | |
| | | | | RD/SALES | |
| | | | direitos dos accionistas | Cash/Assets | |
| | | | Remuneração | Capex/assets | |
| | | | Controlo da Sociedade | EBIT/sales | |
| | | | Conduta empresarial | ppe/sales | |
| debt/assets | | | | | |

| Autores (ano) | Amostra | Variáveis | | | Conclusões |
|--------------------------------|---|--|-----------------------|---|--|
| | | Dependentes | Independentes | | |
| | | | Categorias de Governo | Variáveis de Controlo | |
| Black, Kim, Jang & Park (2015) | Coreia do Sul entre 1998 e 2004, numa amostra que varia consoante o período e o objeto em análise entre 93 e 172 empresas | EBITDA/Assets | Composição da Direção | Assets | Concluem que um modelo sólido de governo societário, em geral e na categoria da composição da direção, diminui o risco de expropriação aos olhos do mercado, o que se traduz numa menor previsão de perda de valor |
| | | Tobin's Q (book value debt+market value of equity)/book value assets | | Years Listed | |
| | | | | Book value of debt/ Market Value of Equity | |
| | | | | sales growth | |
| | | Cash flow rights Direitos, diretos ou indiretos, sobre os resultados da empresa por parte dos acionistas com maior peso | Divulgação | r&d/sales | |
| | | | | Advertising/sales | |
| | | | Praticas da direção | exports/sales | |
| | | ppe/sales | | | |
| | | Industry EBITDA/Assets | | | |
| | | Capex/PPE | | | |
| | | EBIT/sales | | | |
| | | RPS/Sales(*) RPP/Sales (**) RPT/Sales (***) peso das vendas (*), compras (**) e vendas e compras (***) a entidades ligadas à empresa no total das vendas | Direitos acionistas | average daily shares/shares held by public shareholders | |
| Estrutura accionista | foreign ownership common shares/common shares | | | | |

Fonte: Elaboração própria

A análise da taxa de cumprimento das orientações de divulgação do governo societário por setor, por forma a relevar comportamentos e impactos sensíveis às características das indústrias nas quais as empresas se inserem, vai no sentido das análises efetuadas por diversos autores que, quer seja ajustando variáveis dependentes e independentes, acrescentando variáveis *dummy*, quer ajustando variáveis de controlo à indústria (La Porta *et al.*, 2002; Dorbetz *et al.*, 2004; Black *et al.*, 2006; Balasubramanian *et al.*, 2010, Amman *et al.*, 2011 e Black *et al.*, 2015) procuram captar esses efeitos (Tabela 4.4).

La Porta *et al.* (2002) introduz o efeito setor através, quer na variável dependente (Tobin's q), quer numa independente (crescimento das vendas), enquanto Dorbetz *et al.*, (2004) no seu modelo de regressão adiciona *dummies* para os setores obtendo uma relação significativamente positiva ($p\text{-value} < 0,01$), a relação entre o valor de mercado e o índice de governo societário. Na regressão efetuada, com uma variável *dummy*, por

Black *et al.* (2006) a relação é significativamente positiva ($p\text{-value} < 0,01$), sendo a relação igual para ambos os modelos com efeitos fixos e efeitos constantes. Balasubramanian *et al.* (2010) também incluindo uma *dummy* setor, obtêm, uma relação significativamente positiva para as variáveis dependentes tobin's q. Amman *et al.* (2011) controlam os efeitos da indústria, sublinhando que todas as variáveis de controlo têm uma relação significativa ao contrário do modelo sem efeito de setor. Black et al. (2015) no seu estudo medem o efeito do setor através de uma variável dependente resultante da interação do índice de divulgação e da rentabilidade do setor. Aqui a relação é significativamente positiva, para um nível significância de 5%, para o grupo das empresas com EBITDA positivo (> 0).

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1. Enquadramento

Como se expôs existem vários estudos sobre o efeito da divulgação de informação relativa ao Governo Societário. As abordagens de estudo são bastante heterogéneas, nomeadamente relacionando a divulgação de informação com determinadas características de governo das empresas, suportadas nas diversas teorias de divulgação, ou o efeito da divulgação de informação sobre o governo societário no valor da empresa. O presente trabalho segue esta abordagem.

A influência da divulgação sobre o governo das sociedades no valor das empresas tem sido abordada em investigação que tem como objeto empresas de um só país, tanto em países emergentes, como em países desenvolvidos, como abordagens comparadas entre países. O presente estudo tem como base os trabalhos que tem como objeto empresas de um país, em detrimento de estudos comparados entre países.

Esta opção fundamenta-se pelo facto do objeto de investigação deste trabalho incidir em empresas portuguesas, pelo que a metodologia de trabalhos com a mesma tipologia de objeto de investigação pareceu mais apropriada. Os trabalhos que incidem sobre um país atendem ao contexto legal existente no que concerne ao governo das sociedades.

Recorre-se à grelha de observações proposta pela Universidade Católica Portuguesa e que a apresenta no Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações e Índice e *Rating* de Governo Societário (2014).

3.2. Objetivo e hipótese de investigação

O objetivo deste estudo é determinar se existe influencia no valor de mercado da empresa por força das divulgações relativas ao governo das sociedades e qual o seu impacto. Assim define-se como hipótese, formulada pela positiva:

- A divulgação de informação relativa ao governo societário da empresa tem influência no valor de mercado da empresa.

Adotando a linha da literatura existente, é seguida a abordagem positivista, baseada no modelo de preços de Ohlson (1995), para explicar o peso da divulgação de informação relativa ao governo societário no valor de mercado das empresas cotadas no principal índice da bolsa de valores de Portugal, o PSI 20. Para tal, pressupõe-se que o mercado, sendo eficiente, incorpora e reage à informação que lhe está disponível.

3.3. Instrumento de recolha de dados

Os dados foram retirados do Relatório e Contas das empresas que integram a amostra, constantes nos *sites* das próprias empresas ou no sítio da CMV, no período 2010 a 2014.

Foi utilizada a grelha de observações constante no Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações, Índice e Rating do Governo Societário, elaborado em 2014 pela Universidade Católica Portuguesa, a pedido da AEM, relativo à atividade das empresas no ano de 2013.

A grelha de observações é composta por 37 questões, agrupadas em 7 categorias que ajudam a perceber as características do governo societário da empresa. Ao contrário da opção espelhada no referido relatório, na valorização de cada atributo presente na grelha de observações foi seguida a metodologia de Balasubramanian *et al.* (2010), em que foi atribuído um peso de 1, quando a recomendação é cumprida e 0, caso não o seja. Nas situações em que o atributo não é aplicável à empresa este não é considerado.

Tabela 3.1 Recomendações do governo da sociedade

| Questão | Capítulo | Recomendação | Explicação |
|---------|---------------------------------|--|---|
| Q1 | votação e controlo da sociedade | Proibição de mecanismos anti takeover | Proibição para a existência de mecanismos de takeover |
| Q2 | Supervisão e Administração | Matérias indelegáveis: Estratégia e Política geral | Proibição da delegação da definição da estratégia e das políticas gerais da sociedade por parte do Conselho de administração |
| Q3 | | Matérias indelegáveis: Estrutura empresarial do grupo | Proibição da delegação da definição da estrutura empresarial do grupo por parte do Conselho de administração |
| Q4 | | Matérias Indelegáveis: decisões estratégicas | Proibição da delegação da tomada de decisões estratégicas por parte do Conselho de administração |
| Q5 | | Criação de comissão que avalie os administradores executivos individualmente | Existência de uma comissão competente e independente de avaliação, individual e global, dos administradores executivos |
| Q6 | | criação de comissão que avalie o desempenho global dos administradores executivos | Existência de uma comissão competente e independente de avaliação, individual e global, dos administradores executivos |
| Q7 | | Criação de comissão que avalie outras comissões existentes | Existência de uma comissão que avalie outras comissões criadas |
| Q8 | | Independência da comissão criada | Independência das comissões criadas |
| Q9 | | Membros não executivos no conselho de administração para supervisionar | O número de membros não executivos no conselho de administração deverá ser suficiente para garantir efectiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da actividade dos membros executivos é acolhida pela totalidade |
| Q10 | | Independentes como administradores não executivos | De acordo com o nº de administradores não executivos, os administradores independentes devem existir numa proporção adequada |
| Q11 | | Prestação de informações pelos administradores executivos aos órgãos sociais | Os administradores executivos providenciam aos outros órgãos sociais a informação por eles solicitada |
| Q12 | Fiscalização | Independência do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as matérias Financeiras | O presidente de um destes organismos deve ser independente e possuir competências adequadas ao exercício das suas funções |

| Questão | Capítulo | Recomendação | Explicação |
|---------|-------------------------|--|--|
| Q13 | | Órgão de fiscalização como interlocutor principal do auditor externo | Órgão de fiscalização como interlocutor principal do auditor externo |
| Q14 | | Órgão de fiscalização deve propor remuneração do auditor externo | Órgão de fiscalização deve propor remuneração do auditor externo |
| Q15 | | Órgão de fiscalização a zelar para condições adequadas na prestação de serviços | Órgão de fiscalização a zelar para condições adequadas na prestação de serviços |
| Q16 | | Avaliação anual do auditor externo pelo órgão de fiscalização | órgão de fiscalização avalia o auditor externo e com base nessa avaliação poderá propor a destituição ou resolução do contrato |
| Q17 | | Avaliação dos sistemas de controlo interno pelo órgão de fiscalização | órgão de fiscalização avalia os sistemas de controlo interno e gestão do risco, propondo ajustamentos necessários |
| Q18 | | Proposta de ajustamentos ao sistema de controlo interno pelo órgão de fiscalização | órgão de fiscalização avalia os sistemas de controlo interno e gestão do risco, propondo ajustamentos necessários |
| Q19 | | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre auditoria interna | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre auditoria interna |
| Q20 | | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre o compliance | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre o compliance |
| Q21 | | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre o conflito de interesses | A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal pronunciam-se sobre o conflito de interesses |
| Q22 | Fixação de Remunerações | Independência dos membros da Comissão de Remunerações | Independência dos membros da Comissão de Remunerações |
| Q23 | | Inclusão de pelo menos um membro da Comissão de Remunerações com conhecimentos e experiência em política de remuneração | Inclusão de pelo menos um membro da Comissão de Remunerações com conhecimentos e experiência em política de remuneração |
| Q24 | | Votação pela Assembleia Geral de proposta relativa a plano de ações | Votação pela Assembleia Geral de proposta relativa a plano de ações |
| Q25 | Remunerações | Remuneração dos administradores não executivos não depende do desempenho | Remuneração dos administradores não executivos não inclui qualquer componente ligada ao desempenho ou valor da sociedade |
| Q26 | | Remuneração dos membros do órgão de fiscalização não depende do desempenho | Remuneração dos membros do órgão de fiscalização não inclui qualquer componente ligada ao desempenho ou valor da sociedade |
| Q27 | | Componente variável da remuneração razoável | Componente variável da remuneração razoável em relação à componente fixa |

| Questão | Capítulo | Recomendação | Explicação |
|---------|------------|---|--|
| Q28 | | Componente variável da remuneração com limite máximo | Componente variável da remuneração com limite máximo |
| Q29 | | Parte da remuneração variável é diferida pelo menos 3 anos | Parte da remuneração variável é diferida pelo menos 3 anos |
| Q30 | | Pagamento da remuneração variável apenas realizado se o desempenho for positivo | Pagamento da remuneração variável apenas realizado se o desempenho for positivo |
| Q31 | | Inabilidade das ações adquiridas em esquemas de remuneração variável | Os administradores executivos devem manter até ao fim do seu mandato as acções adquiridas em esquemas de remuneração variável até ao limite de duas vezes o valor da remuneração total anual |
| Q32 | Auditoria | Auditor externo verifica aplicação das políticas de remunerações | Auditor externo verifica aplicação das políticas de remunerações |
| Q33 | | Auditor externo verifica a eficácia do sistema de controlo interno | Auditor externo verifica a eficácia do sistema de controlo interno |
| Q34 | | Auditor externo reporta deficiências ao órgão de fiscalização | Auditor externo reporta deficiências ao órgão de fiscalização |
| Q35 | | Outros serviços contratados ao auditor externo são aprovados pelo órgão de fiscalização | Outros serviços contratados ao auditor externo são aprovados pelo órgão de fiscalização |
| Q36 | | outros serviços contratados ao auditor externo com peso não superior a 30% | a sociedade não deve contratar ao auditor externo um significativo de serviços diversos dos serviços de auditoria |
| Q37 | Informação | Gabinete apoio ao investidor: respostas pronta | deverá existir o gabinete de apoio ao investidor para prevenir as assimetrias no acesso à informação por parte dos investidores e promover a igualdade de informação pelos accionistas |

A utilização de toda a grelha de observações segue a metodologia de Biswas e Bhuiyan (2008) num estudo sobre revisão de literatura relacionada com o Governo Societário e a *performance*, na qual concluíram que recentemente se têm vindo a encontrar uma forte correlação entre as duas variáveis, sendo que, o estudo de uma característica isolada do Governo Societário nem sempre traduz totalmente o seu efeito na *performance* da empresa, descredibilizando a pesquisa.

3.4. Universo e amostra

A amostra do presente estudo inclui um conjunto de empresas cujos títulos foram admitidos a negociação na bolsa portuguesa, a *Euronext Lisbon*, entre 2011 e 2014, e que fizeram parte do principal índice bolsista do português – PSI 20, em pelo menos um dos períodos em análise. Na amostra não foram incluídas as empresas CTT (que teve a sua primeira emissão em 2014), Brisa que perdeu a sua qualidade de sociedade aberta em 2013, a ESFG (em 2014 apresentou aos tribunais luxemburgueses um pedido de gestão controlada) e BES/Novo Banco, criado a partir da transferência de determinados elementos do BES, tendo o Fundo de Resolução como único acionista. Desta forma

forma incluídas na amostra 20 empresas, com observações nos anos de 2011 a 2014 (inclusive) obtendo-se 80 observações (dados em painel balanceado).

3.5. Variáveis

Neste estudo, as variáveis dependentes estão em linha com o já estudado por outros autores. Foi definida uma medida do valor da empresa e uma medida do grau de cumprimento das regras de governo societário. Paralelamente são utilizadas variáveis de controlo que ajudam a explicar o valor de mercado da empresa. Devido à diferença entre amostras e períodos em análise, nem todas as variáveis, abordagens e metodologias puderam ser totalmente transpostas para este estudo, tendo sido procuradas alternativas da mesma dimensão e fiabilidade para análise.

Variável dependente:

- Capitalização bolsista a 31 de março o ano t+1 (mark_value_1trim):

Esta variável é calculada através da multiplicação do total de ações emitidas pela empresa vezes o valor de mercado de cada ação. Considerou-se a data de 31 de março do ano t+1 porque, seguindo a teoria dos mercados perfeitos (Fama, 1980), considera-se que os investidores incorporem o valor informativo da publicação dos resultados na cotação das ações.

Variáveis independentes

De investigação:

- Taxa de cumprimento de Governo Societário (tx_cumprimento1).

Métrica do peso das questões adotadas sobre o total das questões adotadas e questões não adotadas, ficando excluídas deste cálculo questões não aplicáveis à empresa.

- Setor (i_setor)

Dummy por setor cuja classificação teve por base o *Industry Classification Benchmark* (ICB), consultada no site da *Euronext Lisbon*. Os setores em estudo são o industrial (i_industrial), financeiro (i_financials), bens de consumo (i_consumer_services), *utilities* (i_utilities), petrolíferos (i_oilgas), telecomunicações (i_telecommunications) e materiais básicos (i_basicmaterials).

- Taxa de cumprimento das recomendações de governo societário por setor (tx_setor)

Variável obtida pela interação entre setor (i_setor) e taxa de cumprimento (tx_cumprimento1), dá para cada setor/ano a respetiva taxa de cumprimento.

A importância de adaptar uma ou mais variáveis à indústria em que a empresa se insere é seguida por vários autores (La Porta *et al.*, 2002; Black *et al.*, 2006; Balasubramian *et al.*, 2010 e Black *et al.*, 2015). Sinal esperado (+).

De controlo

Definiram-se como variáveis de controlo, variáveis utilizadas por diversos autores, no contexto do modelo de Ohlson (1985), designadamente como *proxies* de dimensão, *performance* e endividamento.

As variáveis de controlo utilizadas são:

- Volume de Negócios (vol_neg): Corresponde ao valor das vendas de bens e serviços no ano t, sendo utilizada aqui como variável de *performance* da empresa. Referências: Albuquerque, Almeida e Quirós (2011), Kvall (2005), Francis, Hanna e Vicent (1996) e Elliott e Shaw (1988). Sinal esperado (+).
- Resultado Líquido (rl): Representa o desempenho económico da entidade pelo que se espera uma relação positiva com o valor de mercado. Referências: AbuGhazaleh, Al-Hares e Haddad (2012), Xu, Anandarajan e Curatota (2011) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2010). Sinal esperado (+).
- Endividamento (leverage): Calculado através do rácio da dívida sobre o ativo, ambos do ano t. Esta variável, que mede a dependência da empresa para com os seus credores, é utilizada por diversos autores (Dorbetz *et al.*, 2004; Black *et al.*, 2006; Amman *et al.*, 2011 e Black *et al.*, 2015) como variável de controlo. Sinal esperado (-).
- Ativo (ln_ativo): Valor contabilístico do ativo no ano t. Seguindo a linha de diferentes investigadores (Gompers *et al.*, 2003; Dorbetz *et al.*, 2004, Black *et al.*, 2006; Balasubramanian *et al.*, 2010; Amman *et al.*, 2011 e Black *et al.*, 2015) é utilizado o Ln (ativo) para limitar o efeito dos *outliers* na variável. Sinal esperado (+).

3.6. Modelo

Os dados recolhidos para o estudo apresentam uma estrutura em painel, em que são combinados dados seccionais, as empresas observadas (i), e dados temporais, os anos de observação (t), atribuindo-se um índice duplo a cada variável, onde $i = 1 \dots 20$ e $t = 2011 \dots 2015$, num total de 80 observações, dado existir uma observação por empresa em cada período em análise.

Para a construção do modelo procurou-se incluir todas as variáveis, independentes e de controlo, que expliquem o comportamento da variável dependente, conforme a revisão da literatura. As variáveis que não explicavam estatisticamente e de forma significativa foram retiradas, caso não influenciassem o resultado global do modelo. Para a hipótese em estudo o modelo é o seguinte:

$$\begin{aligned} \text{mark_value_1trim}_{it+1} = & \alpha_i + \beta_1 \text{tx_basic_mat}_{it} + \beta_2 \text{tx_telec}_{it} + \beta_3 \text{tx_utilities}_{it} \\ & + \beta_4 \text{tx_consu_serv}_{it} + \beta_5 \text{tx_financ}_{it} + \beta_6 \text{tx_indus}_{it} + \beta_7 \text{vol_neg}_{it} + \beta_8 \\ & \text{leverage}_{it} + \beta_9 \text{rl}_{it} + \beta_{10} \text{ln_ativo}_{it} + \mu_{it} \end{aligned}$$

onde $i = 1, \dots, 20$, $t = 2011, \dots, 2014$, α_i mede o efeito individual não observado (varia entre entidades, mas é constante no tempo) e μ_{it} representa o erro idiossincrático que varia ao longo de i e de t . Foram incluídos efeitos individuais na especificação para se controlarem características das entidades invariantes no tempo, mas que possam estar omissas no modelo. Esta abordagem resolve a preocupação resultante da eventual omissão de variáveis que poderiam gerar variação no valor de mercado.

Neste estudo, todos os modelos testados foram estimados usando o *software* econométrico Stata 12. Para todos os testes de hipóteses foi considerado um nível de significância teórico de 5%.

Para averiguar se o modelo está corretamente especificado, não excluindo variáveis significativas, utilizou-se o teste Reset (RegressionEquation Specification Error Test) cujo resultado ($F(3, 66) = 1,75$; $p\text{-value} = 0,5040$) não permite rejeitar a hipótese do modelo estar corretamente especificado.

Seguidamente decidiu-se qual dos três modelos analíticos de análise de dados em painel (efeitos fixos, efeitos aleatórios ou efeitos constantes) era o mais apropriado. O teste F com $F(19,50) = 4.36$; $p\text{-value} = 0.000$), cuja hipótese é de que todos os $u_i = 0$, permite considerar o modelo com efeitos fixos mais adequado do que o modelo dos efeitos constantes. O teste LM de Breusch-Pagan ($\chi^2(1) = 6.07$; $p\text{-value} = 0.0069$) permite assumir que o modelo com efeitos aleatórios é preferível ao modelo com efeitos constantes. Por fim, para decidir entre o modelo com efeitos aleatórios e o modelo com efeitos fixos foi aplicado o teste de Hausman ($\chi^2(8) = 17.89$; $p\text{-value} = 0.022$) cujos resultados indicam que deve ser utilizado o modelo com efeitos fixos em detrimento dos restantes. Os valores são apresentados na tabela seguinte:

Tabela 3.2 Testes de diagnóstico para aceitação/rejeição dos modelos de regressão

| Teste | Modelo | Resultado |
|---|--|--|
| F test that all $u_i=0$: (a) (OLS versus efeitos fixos) | $F(19,50) = 4.36$ P-value = 0.000 | Rejeição do modelo dos efeitos constantes a favor do modelo com efeitos fixos |
| Breusch and Pagan (LM) (b) (OLS versus efeitos aleatórios) | $\chi^2(1) = 6.07$ P-value = 0.0069 | Rejeição do modelo dos efeitos constantes a favor do modelo com efeitos aleatórios |
| Hausman test (c) (efeitos aleatórios versus efeitos fixos) | $\chi^2(8) = 17.89$ P-value = 0.022 | Rejeição do modelo efeitos aleatórios a favor com efeitos fixos |

Fonte: Elaboração própria

Também se verificou que variáveis não apresentavam elevada multicolinearidade dado que os *variance inflation factor* (VIF) não excedem o valor 5 (com exceção da variável tx-financ - taxa de divulgação do setor financeiro), valor habitualmente considerado como limite a partir do qual existe multicolinearidade.

Tabela 3.3 Resultado teste VIF

| Variável | VIF | 1/VIF |
|--------------|-------------|----------|
| tx_financ | 6.31 | 0.158418 |
| tx_indus | 4.94 | 0.202461 |
| tx_utilities | 4.43 | 0.225643 |
| ln_ativo | 4.15 | 0.240771 |
| Tx_consus-v | 3.92 | 0.254788 |
| vol_neg | 3.87 | 0.258131 |
| tx_basic_mat | 3.24 | 0.30857 |
| rl | 3.18 | 0.314788 |
| tx_telec | 3.12 | 0.320879 |
| leverage | 2.22 | 0.45039 |
| Média VIF | 3.94 | |

Fonte: Elaboração própria

Na etapa seguinte analisou-se a possibilidade de existência de heterocedasticidade e autocorrelação efetuando os testes de Wald modificado e de Breusch-Pagan / Cook Weisberg cujos resultados confirmam a presença de heterocedasticidade. Pelo teste de Wooldridge conclui-se que existe autocorrelação.

Tabela 3.4 Resultados dos testes de heterocedasticidade e autocorrelação

| Teste | Modelo | Resultado |
|--|--|--|
| Teste modificado de Wald (heterocedasticidade) | Chi ² (20) = 3033.19 P-value = = 0.000 | Ambos os testes indicam que existe heterocedasticidade |
| Teste Breusch - Pagan / Cook Weisberg | Chi ² (1) = 23.13 P-value = = 0.000 | |
| Wooldridge test for auto correlation in panel data | F(1, 19) = 73.370 P-value = 0.0000 | Resultados confirmam a existência de autocorrelação |

Fonte: Elaboração própria

Conforme Drukker (2003), devido à existência do problema da heterocedasticidade e da autocorrelação foi efetuada uma estimação robusta dos erros-padrão dos estimadores dos coeficientes do modelo com o objetivo de obter estimadores mais consistentes e eficientes.

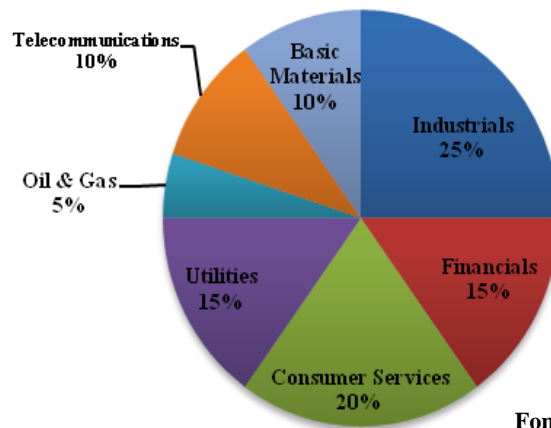
4. RESULTADOS

4.1. Estatística descritiva e correlação

Com base na informação do capítulo referente governo societário presente nos relatórios e contas das empresas da amostra analisou-se a informação relativa ao governo da sociedade. Visto o caráter de obrigatoriedade imposto pela CMVM que este capítulo tem, todas as empresas na amostra apresentam-no para o período em análise.

A figura seguinte demonstra a sua distribuição por sector, seguindo a classificação do ICB.

Figura 4.1 Classificação por sector da amostra segundo ICB



Fonte: Elaboração Própria

O sector com um maior peso na amostra é o industrial (25%), seguido pelo sector do bens de consumo (20%), seguindo-se os sectores de *utilities* e financeiro (15%), os sectores de materiais básicos e de telecomunicações (10%) e com uma menor expressão o sector de petrolífero (5%).

A tabela seguinte ilustra a estatística descritiva ligada às variáveis de controlo utilizadas neste estudo, cujos valores demonstram a heterogeneidade da amostra. O valor de mercado das empresas em estudo no trimestre em que é divulgado o seu relatório e contas varia entre as 1.4 milhões de euros e os 12.724 milhões de euros. O volume de negócios das entidades estudadas varia entre as 0.01 milhões de euros e os 19,620 milhões de euros. O endividamento das empresas em estudo varia entre os 5% e os 98%, sendo o valor mínimo no volume de negócios e no endividamento referente à Portugal Telecom em 2014, ano em que subscreveu ao aumento de capital da Oi através da contribuição em espécie de ativos da PT, contribuição esta que teve impacto nos seus resultados e também na redução do passivo. O resultado líquido reportado pelas empresas variou entre os -1,137milhões de euros e os 1,331milhões de euros. O ativo, medido pelo *log natural*, varia nesta forma entre os 4.9 e os 11.45 milhões de euros.

Tabela 4.1 Estatísticas das variáveis

| Variáveis | Observações | Média | Desvio Padrão | Mínimo | Máximo |
|------------------|-------------|----------|---------------|----------|----------|
| mark_value_ltrim | 80 | 2694.021 | 3238.994 | 1.4 | 12724.75 |
| vol_neg | 80 | 3720.288 | 5157.33 | 0.01 | 19620.34 |
| leverage | 80 | 0.7385 | 0.1997346 | 0.05 | 0.98 |
| rl | 80 | 98.21175 | 373.679 | -1137.21 | 1331.98 |
| ln_ativo | 80 | 8.567125 | 1.451343 | 4.9 | 11.45 |

Fonte: Elaboração Própria

Foi medida a correlação entre as diferentes variáveis e os níveis de significância associados através do coeficiente de correlação de Pearson. Esta análise mostra que a variável dependente valor de mercado a 31 de março do ano seguinte tem uma relação positiva e significativa com as variáveis volume de negócios, resultado líquido, ativo total e taxa de cumprimento para os setores *utilities* e industrial. O comportamento destas duas últimas variáveis indica que as empresas que fazem parte destes dois setores são mais sensíveis à publicação de informação relativa ao governo das sociedades.

Tabela 4.2 Correlação e níveis de significância

| | mark_value_ltrim | tx_basic_mat | tx_telec | tx_utilities | tx_consuserv | tx_financ | tx_indus | vol_neg | leverage | rl | ln_ativo |
|------------------|------------------|--------------|----------|--------------|--------------|-----------|----------|---------|----------|--------|----------|
| mark_value_ltrim | 1.0000 | | | | | | | | | | |
| tx_basic_mat | -0.1019 | 1.0000 | | | | | | | | | |
| tx_telec | -0.0880 | -0.1026 | 1.0000 | | | | | | | | |
| tx_utilities | 0.3558* | -0.1390 | -0.1298 | 1.0000 | | | | | | | |
| tx_consuserv | 0.0354 | -0.1651 | -0.1542 | -0.2089 | 1.0000 | | | | | | |
| tx_financ | -0.1005 | -0.1384 | -0.1293 | -0.1752 | -0.2081 | 1.0000 | | | | | |
| tx_indus | 0.3377* | -0.1853 | -0.1731 | -0.2345* | -0.2785* | -0.2336* | 1.0000 | | | | |
| vol_neg | 0.8968* | -0.1305 | -0.0844 | 0.1929 | 0.0369 | -0.1503 | -0.2388* | 1.0000 | | | |
| leverage | -0.2072 | -0.2767* | -0.4513* | -0.1097 | 0.0432 | 0.4548 | 0.2659* | -0.1339 | 1.0000 | | |
| rl | 0.6011* | 0.0746 | 0.0540 | 0.4719* | 0.0611 | -0.5037* | -0.1643 | 0.5779* | -0.2351* | 1.0000 | |
| ln_ativo | 0.4775* | -0.1061 | -0.0573 | 0.2935* | -0.3939* | 0.5826* | -0.3041* | 0.4154* | 0.1943 | 0.0800 | 1.0000 |

* Nível de Significância de 5%

Fonte: Elaboração Própria

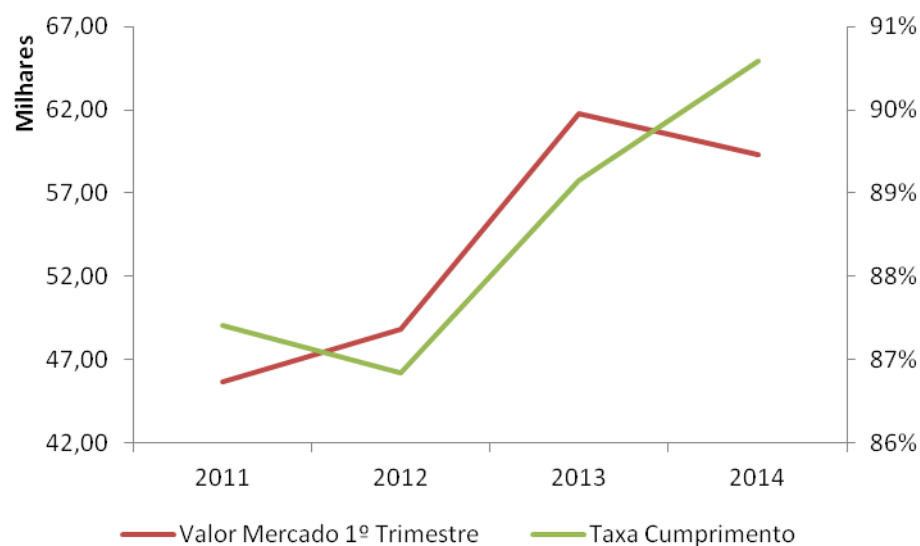
4.2. Acolhimento das Recomendações

As empresas analisadas apresentam um grau de cumprimento médio de 89% das recomendações nos 4 anos de referência. Este valor que evoluiu positivamente ao longo

deste período, sendo de 87% em 2011 e 2012, 89% em 2013 e 91% em 2014. Confrontando os valores de acolhimento dos anos 2011 e 2012 e dos anos 2013 e 2014 pode-se afirmar que as empresas compreenderam a importância das novas regras e consideram útil a incorporação das mesmas no seu governo. Contudo este impulso na divulgação, não apresenta diferenças estatisticamente significativas (teste t para dados emparelhados com $t = -0.5429$, $p\text{-value} = 0,603$) entre os anos de 2012 e 2013, anos de fronteira na aplicação das orientações CGS, antes e após revisão. Se se considerar as médias de cumprimento, antes e após aplicação das orientações CGS, encontra-se uma diferença significativa, mas apenas para um $p\text{-value} < 0,10$) conforme anexos A a D.

O comportamento em termos de cumprimento não acompanha a evolução do valor de mercado das empresas presentes na amostra, tanto entre os anos 2011-2012 e 2013-2014. Os valores referentes à taxa de cumprimento estão presentes no apêndice 6.

Figura 4.2 Evolução valor de mercado vs Taxa de cumprimento

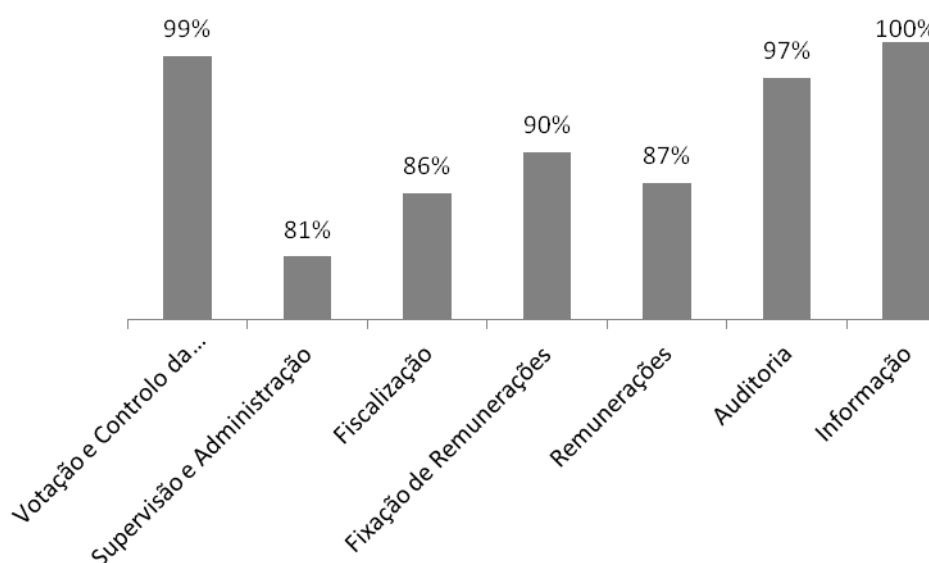


Fonte: Elaboração Própria

As figuras seguintes espelham o cumprimento das recomendações por categoria de questões, tendo a visão global do período em estudo (2011 a 2014). Para este período a categoria com maior grau de cumprimento é Informação com 100% de acolhimento das recomendações, em segundo aparece a categoria Votação e Controlo da Sociedade com 99%, seguido pelas categorias Auditoria com 97%, Fixação de Remunerações com 90%, Remunerações com 87%, Fiscalização com 86% e por último a categoria

Supervisão e Administração com 81%. Ao longo dos quatro anos somente as categorias Votação e Controlo da Sociedade e Auditoria diminuíram o seu grau de cumprimento. Esta situação verificou-se igualmente para as categorias no ponto da comparação entre o antes e após a revisão do CGS em 2013. Os valores referentes à taxa de cumprimento por categoria estão presentes no apêndice 3.

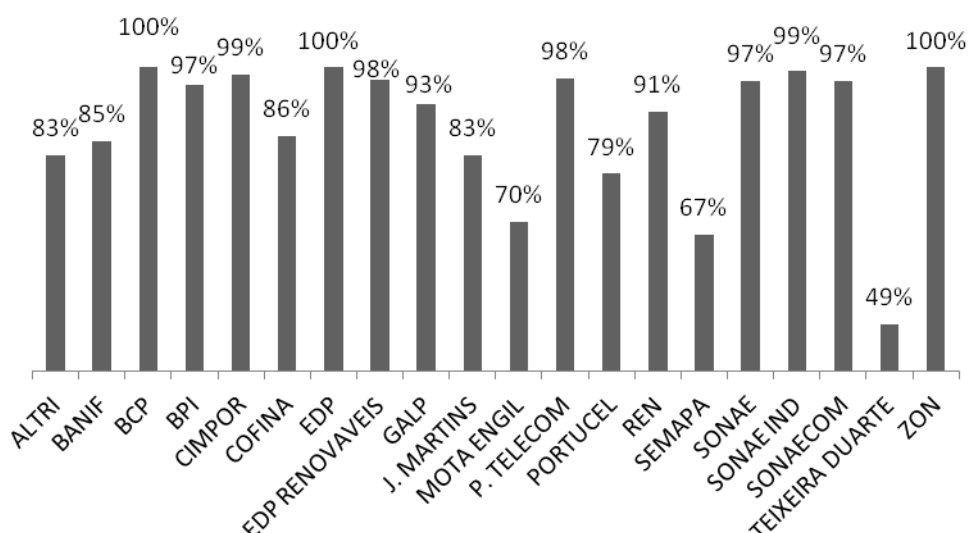
Figura 4.3 Taxa de cumprimento por categoria para período 2011-2014



Fonte: Elaboração Própria

Das 20 empresas, no período dos quatro anos estudados, 5 tem uma taxa de acolhimento das normas estudadas superior a 99%. São o BCP, a Cimpor, a EDP, a Sonae Industria e a NOS, sendo que, comparando entre o ano de 2014 e o ano de 2011 todas as empresas melhoraram o seu grau de acolhimento à exceção da REN, Semapa, Sonaecom e Teixeira Duarte. A análise do acolhimento das normas estudadas no presente trabalho, entre o antes e o após as alterações, indica que após a revisão das recomendações verificou-se um maior acolhimento dessas orientações. Apenas 5 empresas verificaram um decréscimo no grau de acolhimento. Os valores referentes à taxa de cumprimento por empresa estão presentes no apêndice 4.

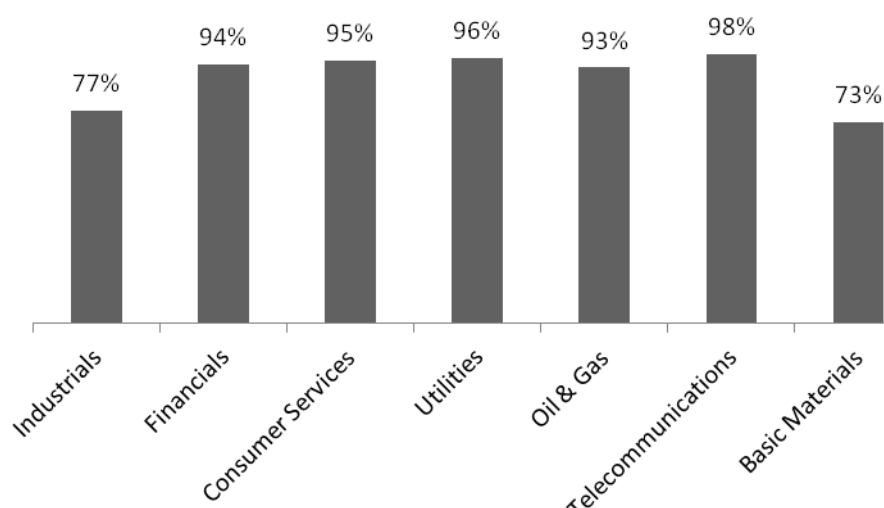
Figura 4.4 Taxa de cumprimento por empresa para período 2011-2014



Fonte: Elaboração Própria

Agrupando as entidades por setor verifica-se que no período dos 4 anos em análise 5 dos 7 setores tem um grau de acolhimento superior a 90%, tendo o setor telecomunicações a maior taxa 98% e o setor materiais básicos a menor taxa 73%. Considerando a evolução ao longo do período, tanto como entre 2011 e 2014 como o antes e após a revisão de 2013, só os setores de *utilities* e materiais básicos não melhoraram o seu percentual de cumprimento das recomendações. Os valores referentes à taxa de cumprimento estão presentes no apêndice 5.

Figura 4.5 Taxa de cumprimento por setor para período 2011-2014



Fonte: Elaboração Própria

4.3. Resultado multivariado

A próxima tabela apresenta os resultados da estimação pelo modelo com efeitos fixos, globalmente significativo para um $F(10, 19) = 77,10$; $p\text{-value} = 0.000$.

Tabela 4.3 Resultado regressão

| Variáveis Independentes e controlo | Sinal coef. | T |
|---|-------------|----------|
| Taxa Cumprimento Setor Materiais básicos (tx_basic_mat) | - | -1.29 |
| Taxa Cumprimento Setor Telecomunicações (tx_telec) | - | -1.81*** |
| Taxa Cumprimento Setor <i>Utilities</i> (tx_utilities) | + | 0.95 |
| Taxa Cumprimento Setor Bens de consumo (tx_cons_u_serv) | + | 1.61 |
| Taxa Cumprimento Setor Financeiro (tx_financ) | + | 11.61* |
| Taxa Cumprimento Setor Industrial (tx_indus) | - | -0.66 |
| Volume de Negócios (vol_neg) | - | -1.17 |
| Resultado Líquido (rl) | - | 4.87* |
| Endividamento (leverage) | + | -4.3* |
| Ativo (ln_ativo) | + | 3.21* |
| const | - | -3.1* |

Observações: 80. A estatística t entre parênteses, com a seguinte designação: *, ** e *** para, respetivamente 1%, 5% e 10% de níveis de significância

Fonte: Elaboração Própria

A estimação do modelo (dados em painel) com efeitos fixos foi utilizado por diversos autores como Black *et al.*, (2006), Amman *et al.*, (2011) e Black *et al.*, (2015). Black *et al.* (2006) no seu estudo utilizam, para além dos efeitos fixos, o modelo com efeitos constantes e chegam à conclusão que, destes dois modelos, o dos efeitos constantes poderá não ser o adequado para estudar a existência de relação entre o valor de mercado e o governo societário.

Os resultados obtidos confirmam a hipótese geral de que informação divulgada sobre o governo corporativo é relevante para o mercado e pode influenciar o comportamento dos investidores. Confirma-se que o setor é uma variável relevante para esta análise, na medida em que, por um lado, as empresas do mesmo setor partilham problemas comuns, por outro, crises de alguma(s) dela(s), podem ter efeitos sistémicos intra-setor afetando a perceção de risco dos investidores sobre todas elas.

A análise da taxa de cumprimento das orientações de divulgação do governo societário por setor, por forma a relevar comportamentos e impactos sensíveis às características das indústrias, vai no sentido das análises efetuadas por diversos autores. Estes, quer ajustando variáveis dependentes e independentes, acrescentando variáveis *dummy*, quer

ajustando variáveis de controlo à indústria, procuram captar esses impactos (La Porta *et al.*, 2002; Dorbetz *et al.*, 2004; Black *et al.*, 2006; Balasubramanian *et al.*, 2010; Amman *et al.*, 2011 e Black *et al.*, 2015). A relevância do setor foi identificada por La Porta *et al.* (2002), por Dorbetz *et al.* (2004) que adicionam variáveis *dummy* dos setores obtendo uma relação significativamente positiva ($p\text{-value} < 0,01$), entre o valor de mercado e o índice de governo societário e por Black *et al.* (2015) que mede o efeito do setor através de uma variável dependente resultante da interação do índice de divulgação e da rentabilidade do setor. Aqui a relação é significativamente positiva, para um nível significância de 5%, para o grupo das empresas com EBITDA positivo (> 0). Amman *et al.* (2011) obtém o efeito da indústria, obtendo uma relação significativamente positiva, para um nível significância de 1%, sublinhando que aqui todas as variáveis de controlo têm uma relação significativa ao contrário do modelo sem efeito de setor.

Os resultados obtidos revelam que o valor de mercado das empresas está significativamente relacionado com divulgação da informação relativa ao governo societário nalguns setores, não sendo estatisticamente significativa noutros. Os sinais da relação (significativa ou não), são positivos para uns setores e negativos para outros, permitindo concluir, em termos gerais, não ser possível preestabelecer uma relação entre a divulgação da informação sobre o governo corporativo e a reação do mercado de valores. Sinaliza-se que, não sendo este tipo de informação determinante (em termos universais) para a formação do preço das ações, sugere que ela integra a decisão dos investidores em determinadas situações onde terá um papel importante no sentido dessas decisões.

Constatam-se relações significativas em dois setores: financeiro e telecomunicações. No setor financeiro verifica-se uma relação significativa ($p\text{-value} < 0,01$) e positiva entre o valor de mercado das entidades e a divulgação da informação relativa ao governo societário. No setor telecomunicações ($p\text{-value} < 0,1$) esta relação é negativa. Para os setores materiais básicos, bens de consumo, *utilities* e industrial não foi encontrada uma relação significativa.

Os resultados podem ser justificados pela crise financeira em geral que afetou a imagem e confiança neste setor, mas também pelo facto de várias empresas financeiras - Banif, BCP e BPI – terem estado sobre o foco do regulador europeu, devido aos diversos testes de resistência aplicados aos seus rácios, o que os obrigou a sucessivos aumentos de

capital e emissões de obrigações. Muitas destas emissões foram adquiridas, em grande parte, pelo Estado Português. Para além disto, viram o seu par, o BES, ser alvo de um processo de resolução.

A agitação no mercado financeiro tornou, do nosso ponto de vista, mais importante as informações cedidas ao mercado, designadamente como medida de transparência dos governos destas empresas. Pelos resultados crê-se que os investidores incorporam positivamente essas informações. Também interpreta-se a relação positiva entre o valor de mercado e a divulgação de informação sobre o governo das sociedades como um contributo para a sua confiança na gestão dessas entidades, que permite aos investidores minimizar riscos da assimetria de informação, com efeitos relevantes no preço das ações.

No setor telecomunicações as empresas que o constituem, Portugal Telecom e SONAECOM, participaram em processos de troca de ativos seus por capital de outras empresas, a Oi e a ZON, respetivamente, tendo em ambos os casos o ativo total das empresas diminuído para menos de metade do seu valor antes do processo. Estes resultados (sinal negativo) não confirmam os de Amman *et al.* (2011) e Black *et al.* (2006) onde toda a indústria tinha sinal positivo. Isto pode sugerir que os processos vividos no setor das telecomunicações em Portugal, tiveram um impacto de tal modo significativo, que carecem de um estudo diferenciado, justificando a importância do estudo destes fenómenos ao nível das empresas (grupos empresariais) e dos impactos setoriais que estes processos desencadeiam, criando potencial desconfiança dos investidores sobre o futuro destas empresas.

Quanto às variáveis de controlo, constata-se que o endividamento apresenta uma relação significativa e negativa com o valor de mercado, para um nível de significância de 1%. Para Black *et al.* (2006), Black *et al.* (2015) e Balasubramanian *et al.* (2010) esta variável apresenta um sinal positivo, para Dorbetz *et al.* (2004) apresenta sinal negativo e para Amman *et al.* (2011) varia consoante o país, ano ou indústria. Este indicador reflete o peso dos passivos e desta forma o risco de insolvência, pelo que a relação negativa é explicável à luz destes riscos percecionados pelos investidores.

O resultado líquido e o ativo total têm uma relação significativa e positiva com o valor de mercado, para um nível de significância de 1%. O sinal do ativo total era o esperado e foi de encontro com o encontrado pelos investigadores mencionados anteriormente. O

ativo é por vezes utilizado como *proxy* de dimensão mas no caso presente explora-se o ativo na sua perspetiva financeira e da sua capacidade para gerar resultados e *cash flow*. O resultado líquido é uma medida de desempenho económico da empresa, característica também medida por Amman *et al.* (2011), Black *et al.* (2006), Black *et al.* (2015) e Balasubramanian *et al.* (2010). Em todos estes estudos a relação entre o valor de mercado e a *performance* operacional tem sinal positivo, à exceção de Black *et al.* (2015) que apresenta um sinal negativo.

5. CONCLUSÕES

A importância de informação empresarial de natureza obrigatória e voluntária para a transparência das entidades e como fator de redução da assimetria de informação e incremento da eficiência dos mercados é um tema que tem sido alvo de inúmeros contributos nacionais e internacionais. Sobre o tema específico tratado neste estudo - relação entre o nível de cumprimento das recomendações do governo das sociedades e o valor de mercado das empresas cotadas – também se identificaram diversos estudos de autores estrangeiros, que ao longo das últimas décadas procuraram uma explicação para a pergunta. Constata-se a ausência de estudos nacionais sobre este tema.

Para responder à pergunta de investigação foi analisada a informação, que tem carácter obrigatório, presente no capítulo do governo da sociedade, publicada no relatório e contas de 20 empresas que fizeram parte do PSI 20, em pelo menos um ano no período de 2011 a 2014. Esta informação foi recolhida recorrendo à grelha de observações publicada no relatório anual pela Universidade Católica Portuguesa que segue as recomendações publicadas pela CMVM e as de organismos com maior destaque internacional.

Ao analisar o grau de adoção do governo das sociedades pode-se afirmar que o conjunto das empresas estudadas tem um grau de cumprimento de 89%, média para os quatro anos em análise. Tal sugere que as empresas consideram importante seguir as recomendações de maior destaque internacional, procurando transmitir sinais não só ao mercado de capitais nacional e também ao mercado internacional.

A última revisão do CGS publicado pela CMVM veio trazer melhorias no cumprimento da maioria das recomendações, tanto a nível das categorias, como dos setores e

empresas estudadas, apesar desse incremento de informação não ser estatisticamente significativo. No entanto, a evolução positiva, indica também um maior cuidado e atenção por parte das empresas para este tema.

A divulgação de informação sobre o governo das sociedades pode ser explicada, não só à luz do cumprimento de normas dos reguladores, como pelas teorias da organização que dão um sentido racional ao comportamento dos gestores que desenvolvem estratégias com objetivos diversos, desde o da minimização dos custos políticos, de contratação, como meio e influência junto aos parceiros ou entidades reguladoras.

O governo de uma organização é fulcral para a sua imagem e afeta o seu valor. Vários estudos seguem estas premissas no momento de medir o nível de governo societário das empresas. Confirmou-se na literatura sobre o tema e neste estudo que existe uma relação significativamente positiva entre o valor de mercado e a informação sobre o governo societário. São poucos os estudos que refletem o efeito do setor nesta relação, mas quando esse fator é considerado, obtiveram-se resultados significativos, comprovando que as empresas têm comportamentos intra-setor que se tendem a aproximar (para Gompers *et al.* (2003) a classificação por setor ajuda a explicar entre um sexto e um terço dos resultados anormais) e que os investidores também relevam essas particularidades.

Os resultados deste estudo vão ao encontro das conclusões das diversas investigações referidas anteriormente e que comprovam uma relação significativa entre o valor de mercado e o governo das sociedades. Contudo, neste trabalho explora-se em que medida o setor é relevante para além das particularidades de cada empresa e desse modo justifica comportamentos diferenciados de mercado. Os resultados sugerem que é pertinente considerar o efeito setorial na divulgação de informação e o respetivo impacto no valor de mercado e que os investidores incorporam essa informação nas suas tomadas de decisão.

Em dois dos setores estudados - financeiro e telecomunicações – encontrou-se evidência estatística de uma relação significativa, sendo que o primeiro setor tem um sinal positivo e o segundo setor apresenta um sinal negativo. Justifica-se pela turbulência específica provoca por grandes empresas que afetaram a imagem e expectativas destes setores. Os sinais da relação podem refletir em que medida a informação disponibilizada

tranquilizou, ou não, os investidores em relação à situação presente e futura desses setores.

Sendo o valor de mercado de uma empresa resultante de fatores imediatamente mensuráveis ou que não sendo mensuráveis são identificáveis, e das expectativas de evolução futura apenas mensuráveis com elevados níveis de incerteza, o tipo de informação aqui analisado terá necessariamente um contributo relativo, mas relevante no contexto da transparência dos atos do governo das sociedades. Estes resultados podem motivar as empresas a adequarem as recomendações às especificidades do seu setor e alertar as entidades reguladoras que as diferenças inter-setores podem justificar a criação de recomendações específicas.

Não obstante da relação significativa entre o valor de mercado e o cumprimento de boas normas de governo societário, Dorbetz *et al.* (2004) aponta que estas não devem ser encaradas como explicação única, sendo que uma má gestão e um fraco modelo de negócio não podem ser mascarados com transparência nas suas práticas e divulgações. Também se interpreta os resultados encontrados numa perspetiva de indício que deverá ser aprofundado em estudos posteriores

Com a publicação do CGS pelo IPCG, e permitindo a CMV a sua utilização, defende-se que nos próximos anos o CGS publicado pelo IPCG terá impacto na forma como as empresas portuguesas abordam o tema do governo societário. Numa futura análise entre o valor de mercado e o grau de acolhimento dos CGS publicados pelo IPCG e CMVM poderá ser confirmado qual dos dois está melhor preparado para a realidade das empresas portuguesas. No entanto, sabendo que a forma como é medido governo societário afeta a relação com o valor da empresa (Black *et al.*, 2006) será necessário apurar ao nível das categorias de recomendações e distinguir qual a relação por setor.

Este trabalho contribui para a investigação na área da divulgação voluntária e obrigatória da informação empresarial, pois releva o papel dessa informação em contextos diferenciados e incide sobre a realidade portuguesa, para a qual se desconhece trabalhos desta natureza.

As limitações associadas ao estudo relacionam-se com o diminuto número de empresas o período de análise (2011 – 2014), marcado por vários acontecimentos que afetaram as empresas constituintes do PS20 e dificultaram a harmonia das empresas da amostra.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Abraham, S. e Shrikes, P. J. (2014) Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. *The British Accounting Review*, 46, 91-107.
- AbuGhazaleh, N. M., Al-Hares, O. M. e Haddad, A. E. (2012) The value relevance of goodwill impairments: UK evidence, *International Journal of Economics and Finance*; Vol. 4 N.º 4, 206-216.
- Akhtaruddin, M. (2005) Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 40, 399-422.
- Albuquerque, F., Almeida, C. A. e Quirós, J. (2011) The impairment losses in non-financial assets: evidence from the portuguese stock Exchange, *International Journal of Business Research*, 11 n.º 2, 42-52.
- Ammam, M., Oesch, D. e Schmid, M. (2011) Corporate Governance and firm value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18, 36-55.
- Balasubramian, N., Black, B. S. e Khanna, V. (2010) The relation between firm-value corporate governance and firm value: a case study of India. *Emerging Markets Review*, 11, 319-340.
- Barako, D. G., Hancock, P. e Izan, H. Y. (2006) Factors influencing voluntary corporate disclosure by kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z. e Walther, B. R. (2010) The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343.
- Biswas, P. K. e Bhuiyan, H. U. (2008) Corporate Governance and Firm Performance: Theory and Evidence form literature. *SSRN Electronic Journal*, 1-29.
- Black, B. S., Love, I. e Rachinsky A. (2006) Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361-379.

- Black, B. S., Kim, W., Jang, H. e Park K. (2015) How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel from a natura experiment in Korea. *Journal of Banking & Finance*, 51, 131-150.
- Boot, A. W. A. e Thakor, A. V. (2001) The many faces of information disclosure. *The Review of Financial Studies*, 4, 1021-1057.
- Borges, A., Rodrigues, A. e Morgado J. (2002) *Contabilidade e Finanças para a Gestão*, Lisboa, Áreas Editora.
- Botosan, C. A. (1997) Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review*, 72 (3), 323-349.
- Centro de Estudos Aplicados - Católica-Lisbon School of Business & Economics (2014) *Governo das Sociedades em Portugal 2014: Relatório sobre o Grau de Acolhimento de Recomendações e Índice e Rating de Governo Societário*, Lisboa.
- Choi, Frederick D. S. (1973) Financial Disclosure and Entry to the European Capital Market. *Journal of Accounting Research*, 11, 159 – 179.
- Chung, J., Kim, H., Kim, W. e Yoo, Y. K. (2012) Effects of disclosure quality on market mispricing: Evidence from derivative-related loss Announcements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 39, 936- 959.
- CMVM (1999) *Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas*, Lisboa.
- CMVM (2007, 2010, 2013) *Código do Governo das Sociedades*, Lisboa.
- CMVM (2013) *Regulamento da CMVM n.º 4/2013 Governo das Sociedades*, Lisboa.
- Cooke, T. E. (1989) Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies. *Accounting and Business Research*, 19, 113-124.
- Dainelli, F., Bini, L. e Giunta, F. (2013) Signalling strategies in annual reports: Evidence from the disclosure of performance indicators. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 29, 267-277.
- Demski, J. S. (1974) Choice among financial reporting alternatives. *The accounting review*, 49, 221-232.
- Diário da República (2009) *Aviso n.º 15652/2009 – Comissão Normalização Contabilística*, Lisboa.

- Dorbetz, W., Schilhofer, A., Zimmermann H. (2004) Corporate Governance and expected governance returns: Evidence from Germany. *European Financial Management*, 10 (2), 267-293.
- Doshi, A. R., Dowell, G. W. S. e Toffel, M. W., (2013) How firms respond to mandatory information disclosure. *Strategic Management Journal*, 34, 1209-1231.
- Drukker D. (2003) Testing for serial correlation in linear panel-data models. *The Stata Journal*, 3 (2), 168–177.
- Einhorn, E. (2005) The Nature of the Interaction between Mandatory and Voluntary Disclosures. *Journal of Accounting Research*, 43, 593-621.
- Elliott, J. e Shaw, W. (1988) Write-downs as accounting procedures to manage perceptions, *Journal of Accounting Research*, 26 (Suppl.), 91-119.
- Eng, L. L. e Mak, Y. T. (2003) Corporate Governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325-345.
- Fama, E. F. (1980) Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307.
- Francis, J., Hanna, D. e Vincent, L. (1996) Causes and effects of discretionary asset write-offs. *Journal of Accounting Research*, 34, 117-134..
- Gala, Paulo (2003) A teoria institucional de Douglass North. *Revista de Economia Politica*, 23 (2), 89-105.
- Gillan, S. L. (2006) Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12, 381-402.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. e Metrick, A. (2003) Corporate Governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economic*, 118(1), 107-155.
- Guerreiro, M. S., Rodrigues, L. L. e Craig, R. (2012) Voluntary Adoption of International Financial Reporting Standards by large unlisted companies in Portugal - Institutional logics and strategic responses. *Accounting, Organizations and Society*, 37, 482 – 499.
- Hannes, S (2004) Comparisons Among Firms: (When) Do They Justify Mandatory Disclosure?. *The Journal of Corporation Law*, , 700-716.

- Healy, P. e Palepu, K. (2001) Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accountings and Economics*, 31, 405-440.
- Hossain, M. e Hammami, H. (2009) Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 25, 255 – 265.
- Instituto Português de Corporate Governance (2014) *Código de Governo das Sociedades*, Lisboa.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.
- Kvaal, E. (2005) Topics in accounting for impairment of fixed assets. Norwegian School of Management: Department of Accounting, *Auditing and Law, Series of Dissertations* 3/2005.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. e Vishny, R. (2002) Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 58 (3), 1147-1170.
- Lev, B. (1992) Information Disclosure Strategy. *California Management Review*, 34 (9), 9-32.
- Lopes, P. T. e Rodrigues, L. L. (2007) Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The international Journal of Accounting*, 42, 25 – 56.
- Ohlson, J. (1995) Earnings, book value and dividends in security valuation, *Contemporary Accounting Research*, 11, pp. 611 – 687.
- Oliveira, L., Rodrigues, L. e Craig, R. (2010) Intangible assets and value relevance: Evidence from the Portuguese stock exchange, *The British Accounting Review* 42, 241-252.
- Owusu-Ansah, S. (1998) The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33 (5), 605 - 631.

- Popova, T., Georgakopoulos, G., Sotiropoulos, I. e Vasileiou, K. Z. (2013) Mandatory Disclosure and it's impact on the Company Value. *International Business Research*, 6 (5), 1-16.
- Raffournier, B. (1995) The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European accounting review*, 4 (2), 261-280.
- Shleifer, A. e Vishny, R. A. (1997) A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, A. S., Vitorino, A., Alves, C. F., Cunha, J. A. e Monteiro, M. A. (2006) *Livro Branco sobre Corporate Governance em Portugal*. Instituto Português de Corporate Governance.
- Singhvi, S. S. e Desai, H. B. (1971) An empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. *The Accounting Review*, 46 (1), 129-138.
- The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance: Cadbury Report (1992) *The Financial Aspects of Corporate Governance*, Londres, Gee.
- The Financial Reporting Council (2014) *The UK Corporate Governance Code*, Londres.
- Uyar, A., Kilic, M. e Bayyurt, N. (2013) Association between firm characteristics and corporate voluntary disclosure: evidence from turkish listed companies. *Intangible Capital*, 9, 1080-1112.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978) Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53 (1), 112-134
- Watts, R. L. e Zimmerman, J. L. (1990) Positive Accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Xu, W., Anandarajan, A. e Curatota, A. (2011) The value relevance of goodwill impairment, *Research in Accounting Regulation*, 23, 145-148.
- Yang, H. I. (2012) Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 16-184.

APÊNDICES

Apêndice 1 - Estudos relevantes na área do efeito do governo da sociedade no valor de mercado

| Autores | Amostra | Categorias de Governo societário | Principais Variáveis | Variáveis controle | Descrição variáveis | Modelo | Conclusões |
|--|--|---|---|---|--|--------------------|---|
| La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny (2002) | 27 países ricos entre 1995 e 1997, num total de 539 empresas | Proteção dos investidores e accionistas minoritários | tobin's q (book value assets-book value equity-deferred taxes+mk value common stocks)/book value assets Industry adjusted Tobin's Q Tobin's Q - Media dos Tobin's Q da Industria | Common Law Civil Law Anti-Director Rights Growth in Sales Industry-adjusted Growth Sales Control Rights Cash flow rights Wedge | Igual a 1 Se o código em vigor deriva da Lei romana Igual a 1 Se o código em vigor deriva da Lei romana Igual a 1 pelo cumprimento de uma regra de um conjunto de seis direitos que protegem os accionistas minoritários. Pode ter um valor igual a 6 crescimento vendas Crescimento vendas ajustado à industria Igual a 1 se existir um accionista com mais de 10% dos direitos de voto, direta ou indiretamente Igual a 1 se existir um accionista com mais de 10% dos direitos dos resultados da empresa, direta ou indiretamente Diferença entre os <i>Control Rights</i> e <i>Cash Flow Rights</i> | Efeitos aleatórios | Os autores confirmam que uma proteção accionista afeta negativamente o valor da empresa. Com isto é importante clarificar a posição da sociedade ao mercado e potenciais investidores |
| Gompers, Ishii & Metrick (2003) | EUA entre 1990 e 1999, total de 1500 grandes empresas | Delay - atrasar ofertas de aquisição hostis Direito de voto Proteção da direção Outras medidas de defesa contra Leis estatutárias | Tobin's Q book value assets + market value of equity - book value of equity + deferred taxes)/book assets | ln(assets) ln age mkt value of equity/book value of equity | tamanho empresa antiguidade market to book ratio | Efeitos constantes | Alertam para o fato da relação entre o valor da empresa e o governo da sociedade também poder ser explicada por fatores inquantificáveis como a cultura da empresa |
| Drobetz, Schillofer & Zimmermann (2004) | Alemanha em 2002, total de 91 empresas | compromisso no Governo societário direitos dos accionistas transparência assuntos da direção relacionados com gestão e supervisão auditoria | Tobin's Q (mkt value equity+total liabilities)/assets market to book ratio mkt value of equity/book value of equity | ln(assets) ln age Growth earnings per share growth industry dummy index dummy debt/assets | tamanho empresa antiguidade Crescimento do ativo e vendas crescimento do EPS variável dicotómica para controlar efeito industria variável dicotómica para controlar efeito do indice endividamento | Efeitos constantes | Concluem que será sempre em ultima instância o mercado quem premiará a adoção de boas práticas de governo societário. Os autores também acreditam que o efeito do governo societário se sentirá mais, pois no futuro os investidores terão uma participação mais ativa na empresa |

| | | | | | | | |
|---------------------------------------|---|--|---|--|--|------------------------------------|--|
| Black, Love, Rachinsky (2006) | Rússia entre 1999 e 2005, total de 99 empresas contando com 964 observações | Estrutura acionista transparência divulgação de informação Composição da direção e gestão Expropriação | Tobin's Q (Mkt value equity + book value debt)/book value assets mkt equity/sales mkt value of equity/book value of equity | ln(book value assets) quarterly trading volume of common shares/market value of common shares book value debt/book value of assets net income/book value of assets Year-sector dummy sales growth ln Tobin's Q Ln Assets | tamanho empresa liquidez das ações endividamento Rendibilidade do ativo Igual a 1 se pertencer a uma industria num dado ano crescimento vendas log natural do tobin's Q Valor ativo | Efeitos Constantes e Efeitos Fixos | Neste estudo os autores provam que a forma como é medido o governo da sociedade e o modelo utilizado nos estudos têm influência nos resultados |
| Balasubramanian, Black, Khanna (2010) | Índia em 2006 numa amostra de 301 empresas | Composição e independência da direção Práticas e processos da direção Comissão de Auditoria Direitos acionistas Divulgação Relações com partes relacionadas com a empresa | Ln(Tobin's Q) Ln (market value/book value of common stocks Ln (market value of common stocks/sales) | (book value of debt+ of preferred stock+ mkt value common stock)/book value mkt value/ book value of common stocks book value of assets mkt value of common stock + book value of preferred stock book value debt/mkt value common stock book value debt/mkt value of total assets number of years since original listing sales growth r&d/sales exports/sales ppe/sales EBIT/sales average daily shares/shares held by public shareholders foreign ownership common shares/common shares firms share of sales by all firms in same 4-digit industry | tobin's q mkt to book ratio valor ativo valor mercado ações divida sobre valorização bolsista endividamento anos em bolsa crescimento vendas despesas em I&D sobre vendas peso das exportações nas vendas peso ativo fixo tangível sobre vendas peso EBIT nas vendas turnover ações peso do capital estrangeiro peso das vendas da empresa nas vendas da industria | Efeitos Constantes | Os resultados indicam que a associação entre ambos é maior para empresas com maiores lucros. Ao estudarem o índice separadamente por categorias os autores concluem que os direitos dos acionistas tem uma relação significativamente positiva e que a composição da direção não tem uma relação significativa porque as leis do país são rígidas ao ponto de divulgação extra não trazer qualquer benefício |

| | | | | | | | |
|--------------------------------|---|--|--|--|--|------------------------------------|--|
| Ammann, Oesch & Schmid (2011) | 22 países desenvolvidos entre 2003 e 2007 num total de 6663 amostras | Responsabilização da direção Controlo Interno e divulgação informação financeira direitos dos accionistas Remuneração Controlo da Sociedade Conduta empresarial | Tobin's Q (Assets-book value equity+mkt value equity)/assets | Ln Total Assets PG sales RD/SALES Cash/Assets Capex/assets EBIT/sales ppe/sales debt/assets | tamanho empresa ultimos dois anos de vendas I&D sobre as vendas peso das disponibilidades no ativo peso das despesas capital sobre ativos peso do EBIT nas vendas peso ativo fixo tangível sobre vendas endividamento | Efeitos Fixos | O governo societário deverá ser visto como uma oportunidade devido ao fato de o seu custo de implementação ser inferior aos benefícios que traz à empresa a nível de monitorização |
| Black, Kim, Jang & Park (2015) | Coreia do Sul entre 1998 e 2004, numa amostra que varia consoante o periodo e o objeto em analise entre 93 e 172 empresas | Composição da Direção Estrutura accionista Divulgação Praticas da direção Direitos acionistas | Tobin's Q (book value debt+market value of equity)/book value assets RPT/Sales peso das vendas e compras a entidades ligadas à empresa no total das vendas da empresa RPS/Sales peso das vendas a entidades ligadas à empresa no total das vendas da empresa RPP/Sales peso das compras a entidades ligadas à empresa no total das vendas da empresa Cash flow rights Direitos, diretos ou indiretos, sobre os resultados da empresa por parte dos acionistas com maior peso Industry EBITDA/ASSETS Peso do Ebitda de todas empresas da mesma industria sobre o total dos seus ativos | Assets Years Listed Book value of debt/ Market Value of Equity sales growth r&d/sales Advertising/sales exports/sales ppe/sales Capex/PPE EBIT/sales EBIT/assets Market Share average daily shares/shares held by public shareholders foreign ownership common shares/common shares | valor ativo anos em bolsa endividamento crescimento das vendas despesas em I&D sobre vendas despesas em publicidade sobre vendas peso das exportações nas vendas peso ativo fixo tangível sobre vendas Peso do capex sobre o ativo fixo tangível peso do EBIT nas vendas peso do EBIT no ativo peso das vendas da empresa nas vendas da industria turnover acções peso do capital estrangeiro | Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios | Concluem que um modelo sólido de governo societário, em geral e na categoria da composição da direção, diminui o risco de expropriação aos olhos do mercado, o que se traduz numa menor previsão de perda de valor |

Apêndice 2 Taxa de Cumprimento de cada recomendação para o período 2011-2014

| Categoria | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2011-2012 | 2013-2014 | 2011-2014 |
|-----------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| Q01 | 100% | 100% | 100% | 95% | 100% | 98% | 99% |
| Q02 | 94% | 89% | 94% | 94% | 92% | 94% | 93% |
| Q03 | 94% | 89% | 94% | 94% | 92% | 94% | 93% |
| Q04 | 94% | 89% | 94% | 94% | 92% | 94% | 93% |
| Q05 | 75% | 60% | 65% | 75% | 68% | 70% | 69% |
| Q06 | 75% | 60% | 65% | 75% | 68% | 70% | 69% |
| Q07 | 75% | 60% | 65% | 75% | 68% | 70% | 69% |
| Q08 | 75% | 60% | 65% | 75% | 68% | 70% | 69% |
| Q09 | 83% | 89% | 42% | 89% | 86% | 92% | 89% |
| Q10 | 50% | 63% | 75% | 75% | 57% | 75% | 66% |
| Q11 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Q12 | 90% | 90% | 85% | 90% | 90% | 88% | 89% |
| Q13 | 90% | 95% | 95% | 95% | 93% | 95% | 94% |
| Q14 | 90% | 95% | 95% | 95% | 93% | 95% | 94% |
| Q15 | 90% | 95% | 95% | 95% | 93% | 95% | 94% |
| Q16 | 95% | 95% | 95% | 100% | 95% | 98% | 96% |
| Q17 | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% |
| Q18 | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% | 95% |
| Q19 | 70% | 68% | 89% | 89% | 69% | 86% | 77% |
| Q20 | 70% | 68% | 89% | 89% | 69% | 86% | 77% |
| Q21 | 79% | 90% | 84% | 94% | 85% | 92% | 88% |
| Q22 | 79% | 74% | 75% | 85% | 76% | 80% | 78% |
| Q23 | 95% | 100% | 100% | 100% | 97% | 100% | 99% |
| Q24 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Q25 | 90% | 90% | 95% | 95% | 90% | 95% | 92% |
| Q26 | 100% | 100% | 95% | 95% | 100% | 98% | 98% |
| Q27 | 95% | 95% | 89% | 84% | 95% | 87% | 91% |
| Q28 | 80% | 90% | 89% | 89% | 85% | 89% | 87% |
| Q29 | 65% | 75% | 78% | 78% | 70% | 78% | 74% |
| Q30 | 85% | 80% | 83% | 83% | 83% | 79% | 83% |
| Q31 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Q32 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| Q33 | 100% | 100% | 95% | 95% | 100% | 95% | 98% |
| Q34 | 100% | 100% | 95% | 95% | 100% | 95% | 98% |
| Q35 | 95% | 95% | 95% | 90% | 95% | 93% | 94% |
| Q36 | 95% | 95% | 100% | 90% | 95% | 95% | 95% |
| Q37 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Apêndice 3 Taxa de Cumprimento de cada por categoria para o período 2011-2014

| Categoria | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2011-2012 | 2013-2014 | 2011-2014 |
|---------------------------------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| Votação e Controlo da Sociedade | 100% | 100% | 100% | 95% | 100% | 98% | 99% |
| Supervisão e Administração | 82% | 76% | 81% | 84% | 79% | 83% | 81% |
| Fiscalização | 86% | 89% | 91% | 94% | 88% | 93% | 86% |
| Fixação de Remunerações | 89% | 89% | 89% | 93% | 89% | 91% | 90% |
| Remunerações | 84% | 87% | 89% | 89% | 86% | 89% | 87% |
| Auditoria | 98% | 98% | 97% | 94% | 98% | 96% | 97% |
| Informação | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Apêndice 4 Taxa de Cumprimento por cada empresa para o período 2011-2014

| Empresas | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2011-2012 | 2013-2014 | 2011-2014 |
|-----------------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| ALTRI | 83% | 74% | 84% | 91% | 78% | 88% | 83% |
| BANIF | 70% | 79% | 94% | 97% | 75% | 96% | 85% |
| BCP | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| BPI | 92% | 94% | 100% | 100% | 93% | 100% | 97% |
| CIMPOR | 94% | 100% | 100% | 100% | 97% | 100% | 99% |
| COFINA | 85% | 79% | 84% | 97% | 82% | 91% | 86% |
| EDP | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| EDP RENOVAVEIS | 100% | 91% | 100% | 100% | 95% | 100% | 98% |
| GALP | 85% | 88% | 100% | 97% | 87% | 99% | 93% |
| J. MARTINS | 83% | 85% | 80% | 83% | 84% | 81% | 83% |
| MOTA ENGIL | 62% | 65% | 77% | 74% | 63% | 76% | 70% |
| P. TELECOM | 100% | 94% | 97% | 100% | 97% | 99% | 98% |
| PORTUCEL | 76% | 88% | 71% | 80% | 82% | 76% | 79% |
| REN | 100% | 88% | 89% | 89% | 94% | 89% | 91% |
| SEMAPA | 71% | 69% | 63% | 66% | 70% | 64% | 67% |
| SONAE | 97% | 97% | 97% | 97% | 97% | 97% | 97% |
| SONAE IND | 100% | 97% | 100% | 100% | 99% | 100% | 99% |
| SONAECOM | 100% | 94% | 100% | 95% | 97% | 97% | 97% |
| TEIXEIRA DUARTE | 51% | 51% | 46% | 49% | 51% | 47% | 49% |
| ZON | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |

Apêndice 5 Taxa de Cumprimento por setor para o período 2011-2014

| Setor | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2011-2012 | 2013-2014 | 2011-2014 |
|--------------------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| Industrials | 76% | 73% | 78% | 81% | 75% | 80% | 77% |
| Financials | 87% | 91% | 98% | 99% | 89% | 99% | 94% |
| Consumer Services | 94% | 96% | 95% | 96% | 95% | 95% | 95% |
| Utilities | 100% | 93% | 96% | 96% | 96% | 96% | 96% |
| Oil & Gas | 85% | 88% | 100% | 97% | 87% | 99% | 93% |
| Telecommunications | 100% | 94% | 99% | 100% | 97% | 98% | 98% |
| Basic Materials | 74% | 79% | 67% | 73% | 76% | 70% | 73% |

Apêndice 6 Taxa de Cumprimento por ano para o período 2011-2014

| Ano | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2011-2012 | 2013-2014 | 2011-2014 |
|-------------|------|------|------|------|-----------|-----------|-----------|
| Total Geral | 87% | 87% | 89% | 91% | 87% | 90% | 89% |

ANEXOS

Anexo A Estatística amostras emparelhadas (anos 2012 e 2013)

| | Mean | N | Std. Deviation | Std. Error Mean |
|----------------|-------|----|----------------|-----------------|
| Pair 1 tx_2012 | ,8665 | 20 | ,13464 | ,03011 |
| tx_2013 | ,8910 | 20 | ,15158 | ,03390 |

Anexo B Correlação amostras emparelhadas

| | N | Correlation | Sig. |
|--------------------------|----|-------------|------|
| Pair 1 tx_2012 & tx_2013 | 20 | -,043 | ,857 |

Anexo C Teste t para amostras emparelhadas

| | Paired Differences | | | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|--------------------------|--------------------|----------------|-----------------|---|--------|-------|----|-----------------|
| | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 tx_2012 - tx_2013 | -,02450 | ,20705 | ,04630 | -,12140 | ,07240 | -,529 | 19 | ,603 |

Anexo D Teste t para amostras emparelhadas (medias anos 2011/2012 e 2013/2014)

| | Paired Differences | | | | | t | df | Sig. (2-tailed) |
|--|--------------------|----------------|-----------------|---|--------|--------|----|-----------------|
| | Mean | Std. Deviation | Std. Error Mean | 95% Confidence Interval of the Difference | | | | |
| | | | | Lower | Upper | | | |
| Pair 1 Tx_media_2011_12 - Tx_média_2013_14 | -,02803 | ,07080 | ,01583 | -,06117 | ,00510 | -1,771 | 19 | ,093 |