



Tatiana Filipa Alves dos Santos

# O Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise para as Empresas Cotadas Portuguesas

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças apresentada à  
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do Grau de Mestre

Orientador: Professora Doutora Liliana Marques Pimentel

Coimbra, 2018



UNIVERSIDADE DE COIMBRA





FEUC FACULDADE DE ECONOMIA  
UNIVERSIDADE DE COIMBRA

Tatiana Filipa Alves dos Santos

# O Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades: Uma Análise para as Empresas Cotadas Portuguesas

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças, apresentada à Faculdade  
de Economia da Universidade de Coimbra para obtenção do grau de Mestre

Orientador: Professora Doutora Liliana Marques Pimentel

Coimbra, 2018



## **AGRADECIMENTOS**

Ao longo da realização desta dissertação, foram várias as pessoas que me apoiaram e incentivaram, por isso não posso deixar de agradecer a todos aqueles que me acompanharam neste percurso.

À minha orientadora, professora Liliana Pimentel, por todo o apoio, disponibilidade e por todas as palavras de incentivo.

Aos meus pais, porque sem vocês nada disto seria possível. Obrigada por toda a compreensão, carinho e motivação.

Aos meus colegas de licenciatura e mestrado por toda a companhia e aprendizagem nesta bonita caminhada, em especial à Catarina, à Patrícia ao João Oliveira e ao Madeira pelos momentos que passámos juntos e por todo o apoio.

A toda a minha equipa de natação da AAC por se preocuparem sempre e por tornarem os meus dias sempre mais divertidos.

À Vânia e ao Theo pela boa disposição com que me recebiam sempre que chegava a casa.

A todos os meus amigos por todo o companheirismo e pela preocupação que sempre demonstraram.

Não posso terminar sem agradecer à Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra e a todos aqueles que contribuíram para o meu percurso académico e pessoal.



## RESUMO

A temática do Governo das Sociedades tem ganho cada vez mais protagonismo nas duas últimas décadas devido aos vários escândalos financeiros internacionais que provocaram o colapso de grandes empresas. Deste modo, têm sido publicados várias normas e regulamentos com o objetivo de implementar práticas de bom governo.

O objetivo desta dissertação consiste em analisar o grau de cumprimento e divulgação do Governo das Sociedades das empresas e investigar a relação existente entre este grau de cumprimento do Governo das Sociedades e as principais características das entidades. Através da leitura e análise dos Relatórios e Contas Anuais publicados pelas empresas, foi construído e analisado o Índice de cumprimento e divulgação. Como principais características das entidades, foram utilizadas variáveis relacionadas com o desempenho, o mercado, a administração e estrutura. Para o efeito, foi utilizada uma amostra de empresas portuguesas não financeiras, emitentes de ações, que se encontram admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais da *New York Stock Exchange*, no período de 2013 a 2017. Com a finalidade de alcançar os objetivos definidos, foi aplicado um modelo, através do qual se pretende analisar a relação entre as características das sociedades e o Índice de cumprimento e divulgação criado.

Os resultados sugerem uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e o Índice de cumprimento e divulgação sobre o Governo das Sociedades. Os resultados obtidos indicam também que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o índice de cumprimento e as seguintes variáveis de controlo: endividamento e rendimento por ação.

**Palavras-chave:** Divulgação Voluntária da Informação; Governo das Sociedades; Índice de Cumprimento;



## ABSTRACT

The issue of Corporate Governance has gained more and more prominence in the last two decades due to the various international financial scandals that have caused the collapse of large companies. Thus, various norms and regulations have been published with the objective of implementing good governance practices.

The purpose of this dissertation is to analyze the degree of compliance and disclosure of Corporate Governance of companies and investigate the relationship between this degree of compliance by Corporate Governance and the main characteristics of entities. Through reading and analyzing the Annual Reports and Accounts published by companies, the Compliance and Disclosure Index was constructed and analyzed. The main characteristics of entities were used variables related to performance, market, management and structure. For this purpose, was considered a sample of Portuguese non-financial companies, issuers of shares, and admitted to trading on the New York Stock Exchange official stock market, during the time period between 2013 and 2017. In order to achieve the defined objectives, a model was applied to analyze the relationship between the characteristics of the companies and the Compliance and Disclosure Index created.

The results suggest a positive and statistically significant relationship between the size of the company and the Compliance and Disclosure Index on Corporate Governance. The results also indicate that there is a negative and statistically significant relationship between the compliance rate and the following control variables: indebtedness and yield per share.

**Keywords:** Voluntary Disclosure of Information; Corporate Governance; Compliance Index;



## Lista de Siglas e Abreviaturas

---

**CA** Conselho de Administração

**CEO** *Chief Executive Officer*

**CMVM** Comissão do Mercado de Valores Mobiliários

**CSC** Código das Sociedades Comerciais

**EBITDA** *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*

**GRET** *Gnu Regression, Econometrics and Time-Series Library*

**IPCG** Instituto Português de *Corporate Governance*

**Ln** Logaritmo Natural

**OCDE** Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

**OLS** *Ordinary Least Squares*

**RIT** Rendibilidade do Investimento Total

**ROA** *Return on Assets*

**ROC** Revisor Oficial de Contas

**ROE** *Return on Equity*

**SPSS** *Statistical Product and Service Solutions*



## Índice de Tabelas

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2013.....  | 27 |
| Tabela 2: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2013.....  | 27 |
| Tabela 3: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2014.....  | 28 |
| Tabela 4: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2014.....  | 28 |
| Tabela 5: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2015.....  | 29 |
| Tabela 6: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2015.....  | 29 |
| Tabela 7: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2016.....  | 30 |
| Tabela 8: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2016.....  | 30 |
| Tabela 9: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2017.....  | 31 |
| Tabela 10: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2017..... | 31 |
| Tabela 11: Comparação dos Índices de cumprimento e divulgação .....               | 32 |
| Tabela 12: Resumo comparativo dos Índices de cumprimento e divulgação.....        | 33 |
| Tabela 13: Análise descritiva da amostra .....                                    | 43 |
| Tabela 14: Correlações de <i>Pearson</i> entre as variáveis .....                 | 45 |
| Tabela 15: Resultados da estimação .....  | 48 |
| Tabela 16: Resumo dos resultados das hipóteses .....                              | 51 |

## Índice de Figuras

|  |    |
|--|----|
| Figura 1: Modelo Latino.....   | 13 |
| Figura 2: Modelo Anglo-Saxónico.....   | 14 |
| Figura 3: Modelo dualista.....   | 15 |
| Figura 4: Influência do Governo das Sociedades sobre a informação financeira ..... | 19 |
| Figura 5: Diagnóstico de Painel, teste F.....                                      | 47 |
| Figura 6: Diagnóstico de Painel, teste <i>Breusch-Pagan</i> .....                  | 47 |



# Índice

|  |     |
|--|-----|
| Agradecimentos .....   | i   |
| Resumo .....   | iii |
| Abstract.....  | v   |
| Lista de Siglas e Abreviaturas .....   | vii |
| Capítulo1-Introdução.....  | 1   |
| Capítulo2- Revisão da literatura.....  | 3   |
| 2.1 O Governo das Sociedades .....   | 3   |
| 2.1.1 Conceito e enquadramento .....   | 3   |
| 2.1.2 Governo das Sociedades em Portugal .....                                     | 4   |
| 2.1.3 Recomendações da CMVM .....  | 6   |
| 2.2 Princípios e Recomendações do Governo das Sociedades .....                     | 8   |
| 2.2.1 OCDE.....  | 8   |
| 2.2.2 Relatório <i>Cadbury</i> .....   | 9   |
| 2.2.3 Outros princípios.....   | 10  |
| 2.3 Sistemas/Modelos de Governo das Sociedades .....                               | 11  |
| 2.3.1 O sistema anglo-saxónico.....  | 11  |
| 2.3.2 O sistema continental .....  | 12  |
| 2.3.3 Modelo Latino .....  | 12  |
| 2.3.4 Modelo Anglo-Saxónico .....  | 13  |
| 2.3.5 Modelo dualista .....  | 14  |
| 2.4 A Teoria da Agência .....  | 15  |
| 2.5 A Teoria dos Custos de Transação.....  | 17  |
| 2.6 A divulgação da informação, o Governo das Sociedades e o relato financeiro.... | 18  |
| 2.7 Fatores preponderantes e estudos anteriores.....                               | 20  |
| Capítulo 3-Metodologia e Investigação.....   | 23  |
| 3.1 Objetivos .....  | 23  |
| 3.2 Seleção da Amostra .....   | 24  |
| 3.3 Determinação do Índice de Cumprimento e Divulgação.....                        | 25  |
| 3.4 Análise do Índice de cumprimento e divulgação.....                             | 32  |
| 3.5 Variáveis .....  | 35  |
| 3.6 Metodologia .....  | 41  |
| Capítulo 4-Apresentação e discussão dos resultados .....                           | 43  |
| 4.1 Análise descritiva dos dados .....   | 43  |
| 4.2 Correlação entre variáveis.....  | 45  |

|   |    |
|---|----|
| 4.3 Resultados dos testes de diagnóstico .....          | 46 |
| 4.4 Resultados das estimações .....                     | 48 |
| Capítulo 5-Conclusão .....                              | 53 |
| Referências Bibliográficas.....                         | 55 |
| Anexo 1- Lista das empresas utilizadas na amostra ..... | 61 |
| Anexo 2- Recomendações da CMVM 2013.....                | 62 |
| Anexo 3- Modelo OLS .....                               | 70 |

# Capítulo 1-Introdução

Desde o início do século XXI o Governo das Sociedades tem ganho proporções crescentes e assinaláveis, tanto na esfera económica internacional, como também com grande repercussão em Portugal. Fatores como os recentes escândalos financeiros e a falência inesperada de grandes empresas mostram a fragilidade e a ineficiência do sistema do Governo das Sociedades, ganhando assim este tema cada vez mais relevo.

Embora não exista uma definição mundialmente aceite, associa-se o governo das sociedades a um conjunto de regras e procedimentos que exteriorizam preocupações relacionadas com a separação entre a propriedade e o controlo, com a transparência da informação e a luta contra a corrupção.

As práticas de um bom Governo permitem aumentar a transparência da informação e ajudar os acionistas e investidores na tomada de decisões. Neste contexto, um dos principais papéis de uma boa política de divulgação de informação é a redução das assimetrias de informação para a existência de transparência da informação de modo a que a informação divulgada seja útil para a tomada de decisões económicas.

Em 1999, Portugal marcou a sua posição no Governo das Sociedades através da criação de recomendações e regulamentos sobre este tema, em que a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE) apresenta um conjunto de princípios sobre o Governo das Sociedades, sob a forma de regras e orientações de carácter não obrigatório. Desde aí, Portugal tem apresentado atualizações constantes destes códigos, recomendações e regulamentos acerca do Governo das Sociedades.

No seguimento dos objetivos desta dissertação, pretende-se dar resposta às seguintes questões: (i) Quais as informações publicadas pelas empresas? (ii) Quais as características das empresas que influenciam a divulgação da informação? (iii) Qual a relação que existe entre a extensão da informação divulgada e o desempenho da entidade? (iv) Qual a relação que existe entre a extensão da informação divulgada e a estrutura da sociedade? (v) Qual a relação existente entre a extensão da informação divulgada e o rendimento por ação? (vi) Qual a relação existente entre o tipo de informações publicadas e o tamanho do CA?

A metodologia a adotar neste estudo consiste na estimação de modelos de regressão linear, através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, utilizando o Índice de Cumprimento e Divulgação como variável dependente, para uma amostra de 34 empresas.

Relativamente à estrutura da presente dissertação, esta encontra-se organizada em capítulos. Primeiramente é feita uma contextualização do problema em estudo, iniciando-se com o enquadramento e as definições do Governo das Sociedades e abordando os principais fatores determinantes relativos à divulgação da informação por parte das empresas. O terceiro Capítulo introduz os aspetos metodológicos, incluindo as variáveis e as hipóteses em estudo, a análise do índice de divulgação, a apresentação da amostra e do modelo de estimação utilizado. A apresentação e interpretação dos resultados é feita no Capítulo 4, bem como a análise descritiva dos dados e a análise da correlação de *Pearson*. Por fim, esta dissertação termina com a síntese das conclusões do estudo, com a apresentação de hipóteses de estudo futuras e com as limitações encontradas na sua realização.

## Capítulo2- Revisão da literatura

### 2.1 O Governo das Sociedades

#### 2.1.1 Conceito e enquadramento

Atualmente e devido às exigências dos mercados financeiros em termos das boas práticas de gestão, o governo das sociedades toma um papel bastante importante no sucesso das empresas.

Na Europa o conceito de *corporate governance* ganhou relevo no final do século XX após a publicação do Relatório Cadbury (1992). Esta publicação surgiu como resultado da iniciativa da Bolsa de Valores de Londres, criando a Comissão Cadbury com o objetivo de implementar práticas de governação corporativa relacionadas com aspetos contabilísticos e de controlo (Estrela, 2016). Embora não exista uma definição-padrão sobre o Governo das Sociedades, a mais utilizada é a que consta neste relatório que define o governo das sociedades como “...o sistema pelo qual as organizações são dirigidas e controladas, sendo o CA o responsável pelo exercício desta função.” Relatório Cadbury (1992)

Em Portugal, apenas em 1999 este conceito ganhou algum dinamismo através da publicação de um conjunto de recomendações relativas a regras de conduta a observar no exercício do *corporate governance* das empresas admitidas a negociação. (Campos *et al.*, 2016)

A CMVM define o governo das sociedades como o sistema de regras e condutas relativo ao exercício da direção e controlo das sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado. (CMVM.2005)

Em termos jurídicos é definido como o conjunto das regras (legais, estatutárias, jurisprudenciais, deontológicas), instrumentos e questões relativas à administração e ao controlo (fiscalização) das sociedades (Abreu, 2010). Segundo a lei, o relatório sobre o Governo das Sociedades deve incluir informação sobre a forma como se governa as sociedades e também a avaliação sobre os riscos assumidos na tomada de decisões e opinião acerca dos mesmos.

O Governo societário é igualmente visto como um componente fulcral no reforço da confiança do investidor, sendo que um sistema eficaz de *governance* contribui para alcançar o grau de confiança necessário ao funcionamento adequado de uma economia de mercado.

Crespo Domínguez (2010) define o Governo das Sociedades como os mecanismos, processos e procedimentos implementados numa sociedade com o propósito de cumprir com as práticas de bom Governo.

O Governo das Sociedades centra-se nas relações entre os gestores, administradores e acionistas com o objetivo de minimizar os custos de agência, correspondendo a uma visão dirigida para os acionistas com cuidados relativamente a questões da avaliação do risco associado ao investimento, monitorização do investimento e do seu retorno (Esperança *et al.*, 2011). Neste contexto, o *corporate governance* tem como objetivo promover a eficiência e a competitividade das empresas, fomentar a confiança nos mercados de capitais e desenvolver assim, a estabilidade financeira e o crescimento económico (OCDE,2004).

Conclui-se que o conceito de “Governo das Sociedades” não tem uma definição universalmente aceite devido à sua complexidade, contudo todas salientam a importância da harmonização entre auditores, acionistas e administradores.

### **2.1.2 Governo das Sociedades em Portugal**

Em Portugal foi a CMVM a primeira entidade a elaborar um código de governo das sociedades. O primeiro conjunto de recomendações surgiu em 1999, recomendações estas destinadas às entidades cotadas em mercado regulamentado de valores mobiliários, tendo por base os princípios da OCDE. Desde então estas recomendações têm sofrido uma evolução ao longo dos anos a fim de reforçar o rigor e a transparência da informação financeira apresentada. Em 2001 este código sofreu uma importante evolução, na medida em que o regulamento da CMVM nº7/2001 tornou obrigatória a divulgação pública e anual do grau de cumprimento das Recomendações e forneceu um modelo de relatório anual sobre o governo da sociedade para ser preenchido em anexo ao relatório de gestão, ou em capítulo separado deste (Câmara 2002).

Em 2001 o código recomendatório sofreu uma alteração importante, tornando obrigatória a divulgação do cumprimento ou não cumprimento das recomendações por parte das sociedades cotadas. Em caso de não cumprimento, as sociedades teriam de explicar as razões para esse facto, adotando a filosofia de *comply or explain* (Regulamento n.º 7/2001 da CMVM). Esta alteração reforça assim a transparência e o desenvolvimento da informação financeira.

Em 2006 o IPCG apresentou o livro branco sobre o governo das sociedades em Portugal, dando o seu contributo na divulgação do tema. Este documento veio efetuar um enquadramento internacional e nacional desta matéria além de sugerir 96 recomendações de governo das sociedades para entidades cotadas.

No ano de 2007 a CMVM emitiu o código de governo das sociedades, sendo o mesmo composto por recomendações a adotar por empresas cotadas. No mesmo ano surgiu o regulamento n.º 1/2007 da CMVM, que veio revogar e atualizar as disposições em vigor até esta data. Em 2010 a CMVM efetua uma atualização do seu código de governo das sociedades, introduzindo as mais recentes preocupações, sucedendo-se o mesmo com o regulamento n.º 1/2010 da CMVM, que revogou e atualizou o seu homólogo de 2007.

Em janeiro de 2013 foi apresentado um código de governo societário de iniciativa privada pelo IPCG sendo este uma alternativa ao código de Governo das Sociedades da CMVM. Em julho do mesmo ano a CMVM apresentou uma nova versão do código do governo das sociedades e publicou também o regulamento nº4/2013 da CMVM.

Em termos normativos, o governo das sociedades em Portugal é suportado por leis e normativos provindos do Código das Sociedades Comerciais aprovado pelo decreto-lei 252/86 de 2 de novembro e pelo Código dos Valores Mobiliários aprovado pelo decreto-lei 486/99 de 13 de novembro.

As empresas devem incluir no seu relatório e contas um relatório sobre o governo das sociedades, segundo o regulamento nº1/2010 da CMVM. As sociedades emitentes de ações que se encontram admitidas à negociação no mercado de cotações oficiais da NYSE *Euronext Lisbon* são obrigadas a publicar um relatório sobre as práticas de governo societário, onde consta qual o grau de cumprimento das recomendações e o modo como são ou não cumpridas.

### 2.1.3 Recomendações da CMVM

Os regulamentos e as recomendações da CMVM são fundamentais para um bom desempenho do governo societário. É a CMVM que a nível nacional é responsável pela normalização, cujas recomendações têm um papel vinculativo para as sociedades emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado. Apesar de estas serem dirigidas para as sociedades emitentes de ações admitidas à negociação em mercado regulamentado, as sociedades que não estão nestas condições também podem seguir estas recomendações.

Embora desprovidas de sancionamento jurídico, este conjunto de recomendações vem complementar as fontes legislativas relativas ao direito societário e são indicações adaptadas ao contexto do mercado português.

Atualmente as recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades, constantes no regulamento nº4/2013 são 40 e estão divididas nos seguintes grupos:

- I. Votação e Controlo da Sociedade
- II. Supervisão, Administração e Fiscalização
  - II.1 Supervisão e Administração
  - II.2 Fiscalização
  - II.3 Fixação de Remunerações
- II. Remunerações
- IV. Auditoria
- V. Conflitos de Interesses e Transações com Partes Relacionadas
- VI. Informação

Em termos de deveres de divulgação da informação, é recomendado que as empresas indiquem no seu Relatório e Contas se estão ou não a cumprir as recomendações e no caso de não as cumprirem apresentarem as razões para tal, seguindo assim a filosofia *comply or explain*.

O primeiro grupo de recomendações incentiva o direito ao voto nas assembleias gerais através da implementação dos meios indispensáveis ao mesmo, quer por

correspondência quer por via eletrónica e através da não fixação de um número excessivo de ações necessárias para o direito de voto. Para além disso, encoraja à não fixação de um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.

O segundo grupo de recomendações incentiva à inclusão dos membros não executivos de modo a garantirem a capacidade de acompanhamento e supervisão da atividade dos restantes membros do órgão de administração. Por outro lado, reforça a ideia de que entre os administradores não executivos devem existir uma proporção de independentes adequado, tendo em atenção o modelo de governação adotado, a dimensão da empresa e a sua estrutura acionista. Este grupo também apresenta 5 recomendações relacionadas com o órgão de fiscalização, atribuindo assim muita importância a este.

O grupo relativo às remunerações reforça a ideia de que a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor. Acresce ainda o facto de existir uma recomendação defensora da existência de limites máximos quer na componente fixa da remuneração quer na componente variável.

De realçar nas recomendações relativas à auditoria, a recomendação IV.3 que promove a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos de acordo com a prática da empresa. Caso esta rotação não aconteça, deve ser fundamentada esta decisão num parecer específico do órgão de fiscalização.

Relativamente ao quinto grupo, este dá relevo aos negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, devendo estes serem realizados em condições normais de mercado.

Por fim, o grupo da informação encoraja as sociedades a proporcionar através do sítio na Internet, em português e em inglês, as informações sobre a sua evolução e realidade económica atualizada. Para além disso incentiva à existência de um gabinete de apoio ao investidor de modo a responder às solicitações dos investidores em tempo útil.

## 2.2 Princípios e Recomendações do Governo das Sociedades

### 2.2.1 OCDE

Os princípios da OCDE sobre o governo das sociedades, apesar de serem normas não vinculativas, passaram a ser tidos em conta como boas práticas no desenvolvimento de iniciativas de governo das sociedades (Ribeiro, 2014). Estes princípios foram publicados em 1999 e foram revistos em 2004. “*Os Princípios aplicam-se essencialmente às sociedades de capital aberto ao público, tanto financeiras como não financeiras*”. (OCDE,2004)

Neste sentido este relatório tornou-se uma das principais linhas a seguir e uma das principais referências do governo das sociedades a nível mundial

Estes princípios cobrem seis temas principais sobre o governo das sociedades (OCDE, 2004):

I. Assegurar a base para um enquadramento legal e institucional do *corporate governance*, promovendo mercados transparentes e eficientes;

II. Direito dos acionistas e funções relativas ao seu exercício, protegendo e facilitando o exercício de direitos dos acionistas principalmente quanto ao acesso a informação com especial relevância e atempada;

III. Tratamento equitativo dos acionistas, assegurando que todos têm os mesmos direitos, incluindo acionistas minoritários e também os estrangeiros;

IV. O papel dos *stakeholders* da informação do *corporate governance*, o enquadramento do governo das sociedades deve ter em consideração os direitos legais e contratuais dos utilizadores da informação de forma a encorajar uma cooperação ativa entre estes e as sociedades;

V. Divulgação da informação e transparência, garantir a divulgação atempada e objetiva de todas as informações relevantes para a sociedade, nomeadamente a informação financeira, desempenho, participações sociais e governo;

VI. As responsabilidades do órgão de administração, garantindo a gestão estratégica de forma independente, através do acompanhamento e da fiscalização eficaz da gestão pelo órgão de administração.

### 2.2.2 Relatório *Cadbury*

Foi no Reino Unido que teve lugar uma das publicações mais importantes relativas à melhoria do governo das sociedades, o relatório *Cadbury*. Este, sintetiza num conjunto reduzido de regras, aspetos financeiros de governo com o objetivo de fortalecer a confiança da informação e com isso preservar a credibilidade do mercado de capitais.

Este relatório foi precursor em matérias como a atenção dada ao órgão de administração no processo de tomada de decisão e a importância da constituição de comissões de controlo, sendo que muitas das suas recomendações foram incorporadas noutros códigos sobre o governo das sociedades.

Entre as recomendações deste relatório, destacam-se as seguintes:

- I. Divisão de responsabilidades no topo da organização, de modo a assegurar que os poderes de decisão não estão todos concentrados no mesmo indivíduo. Isto está relacionado com a separação de poderes entre o Presidente da Comissão Executiva/CEO e o Presidente do Conselho de Administração, a qual a comissão *Cadbury* considerou desejável, embora apenas a recomende, tendo evitado a sua prescrição.
- II. A maioria dos diretores não executivos deverão ser independentes
- III. Existência de comissões de auditoria com pelo menos 3 diretores não executivos
- IV. Existência de comissões de remuneração, geridas na sua maioria por diretores não executivos
- V. A seleção dos diretores não executivos deverá ser feita por todos os elementos do órgão de administração

Assim, realça-se o mérito deste relatório em ter atribuído à Europa uma visão mais ampla e renovada quanto ao *corporate governance*, adaptado às condições e exigências da mesma e dos mercados financeiros atuais.

### 2.2.3 Outros princípios

Nos diferentes códigos de governo das sociedades Crowther e Seifi (2011), identificaram um conjunto de 8 princípios transversais:

I. Transparência -O acesso à informação de forma direta e não condicionada (objetivos, missão e visão, responsabilidades, regras e procedimentos, informação financeira entre outros), são essenciais para os utilizadores internos/externos, para a tomada de decisão.

II. Estado de Direito-Um bom sistema de *corporate governance* pressupõe um conjunto de regras de funcionamento, orientadas para a proteção dos interesses de todos os investidores (com foco na proteção dos minoritários), de forma transparente.

III. Participação -O direito/poder de participar nas decisões das organizações, através do expressar de opinião é um dos marcos de um bom governo.

IV. Capacidade de Resposta -Baseada no princípio da transparência e da participação, a capacidade de resposta implica que os regulamentos e processos de governo societário, estejam definidos de forma a satisfazer todos os *stakeholders* em tempo útil.

V. Igualdade-Todos os investidores terem a perceção que são tratados de forma igual, independentemente da percentagem de participação societária, assegurando-se que todas as vozes são tidas em conta nas decisões.

VI. Eficiência e eficácia -A redução dos gastos (eficiência), associada ao alcançar dos objetivos (eficácia), são pontos essenciais no uso sustentável dos recursos limitados à disposição das organizações.

VII. Sustentabilidade-Existência de uma perspetiva de longo prazo, alcançando os objetivos de forma sustentável, face à tendência do aumento dos gastos operacionais das organizações, destacando-se a necessidade do uso de recursos reutilizáveis.

VIII. *Accountability* -Preocupação com o reconhecimento e o assumir de responsabilidades pelos efeitos das ações que afetam os *stakeholders*.

## **2.3 Sistemas/Modelos de Governo das Sociedades**

Os sistemas de governo das sociedades existentes são o sistema anglo-saxónico e o sistema continental. As empresas devem decidir qual dos sistemas é o mais adequado a implementar tendo por base as decisões futuras a tomar bem como as características de cada empresa.

Independentemente do sistema de governo das sociedades adotado, este é influenciado por fatores económicos, culturais e sociais do país em questão. Sendo a internacionalização das empresas um dos principais objetivos, o sistema de governo das sociedades escolhido torna-se um aspeto importante.

### **2.3.1 O sistema anglo-saxónico**

Este é um sistema predominante nos EUA e Reino Unido e é caracterizado pela separação do controlo e da propriedade o que faz com que exista uma proteção dos interesses minoritários existindo também pouca influência na gestão por parte dos acionistas face à elevada dispersão de capital (Batista, 2009). O conselho de administração é o único órgão principal. Este sistema assenta na ideia de que a regulação é feita pelo mercado, afetando o controlo da empresa. Um aspeto importante deste modelo baseia-se no facto de a parte principal das remunerações dos órgãos de gestão variar com os resultados ou com a cotação bolsista, existindo assim por parte dos gestores e acionistas os mesmos interesses.

Outro aspeto importante no sistema anglo-saxónico é o facto da elevada informação sobre o mercado de capitais o que permite de certa forma aos acionistas ter acesso à informação, sendo assim eliminada alguma assimetria de informação, pois os gestores detêm mais conhecimento sobre a empresa do que os acionistas (Couto, 2015).

Apesar da propriedade e o controlo estarem separados, os acionistas minoritários têm proteção, mas a estrutura acionista é dispersa e a influência dos acionistas na gestão é reduzida (Oliveira, 2015).

### 2.3.2 O sistema continental

Este sistema é seguido pelos países da Europa e também pelo Japão. Ao contrário do sistema anterior este apresenta uma estrutura de propriedade menos dispersa. Grande parte da estrutura acionista assenta principalmente nas famílias, quem normalmente assume um papel de grande acionista neste modelo são os bancos e outras empresas (Couto, 2015). Neste modelo continental, a parte da remuneração fixa é a mais significativa da remuneração total o que torna diminuto o impacto das remunerações variáveis neste modelo, ao contrário do que acontece no sistema anglo-saxónico. Neste sistema não existe só um órgão principal, como acontece no modelo anglo-saxónico, para além do conselho de administração também existe o conselho de supervisão.

Este modelo, segundo Batista (2009), é considerado um modelo de *Double Tier*<sup>1</sup>, permitindo várias formas para lidar com os problemas de agência entre gestores e acionistas. A sua constituição reforça a capacidade dos *stakeholders* para fiscalizar a gestão quotidiana e interferir na formulação da política estratégica da empresa.

Segundo o CSC nos termos do artigo 278º a administração e a fiscalização de uma sociedade podem ser estruturadas por qualquer um de três modelos.

### 2.3.3 Modelo Latino

Segundo Batista (2009), o modelo latino, ou monista, é constituído por 3 órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho de Administração que inclui membros executivos e não executivos e o Conselho Fiscal que é constituído na sua maioria por membros independentes. A característica mais importante deste modelo é a unificação do mesmo órgão da monitorização e gestão (Batista, 2009).

Um dos problemas que este modelo suscita, segundo alguns autores, é a possibilidade da existência do custo de agência entre os acionistas por isso este modelo não é aconselhado para sistemas legais dominados por grupo de acionistas forte e controlador. Este é o modelo mais utilizado pelas empresas em Portugal.

---

<sup>1</sup> Este modelo significa que é constituído por dois órgãos, o conselho de administração e o conselho geral ou conselho de supervisão



Figura 1: Modelo Latino

Fonte: Batista (2009)

### 2.3.4 Modelo Anglo-Saxónico

O modelo anglo-saxónico é constituído por três órgãos, a assembleia geral, o fiscal único e conselho de administração, que incorpora uma comissão de auditoria e um revisor oficial de contas. A principal vantagem deste modelo reside no facto de a pessoa que fiscaliza deter fácil acesso a toda a informação relevante.

De acordo com Batista (2009), este modelo distingue-se do anterior, pelo facto, deste incluir uma comissão de auditoria. Os membros da comissão de auditoria não podem ser removidos por simples decisão da assembleia-geral, para remover um membro da comissão de auditoria é necessário reunir três condições:

- Justa causa,
- A resolução da assembleia geral;
- A resolução da assembleia geral tem de ser aprovada em tribunal.

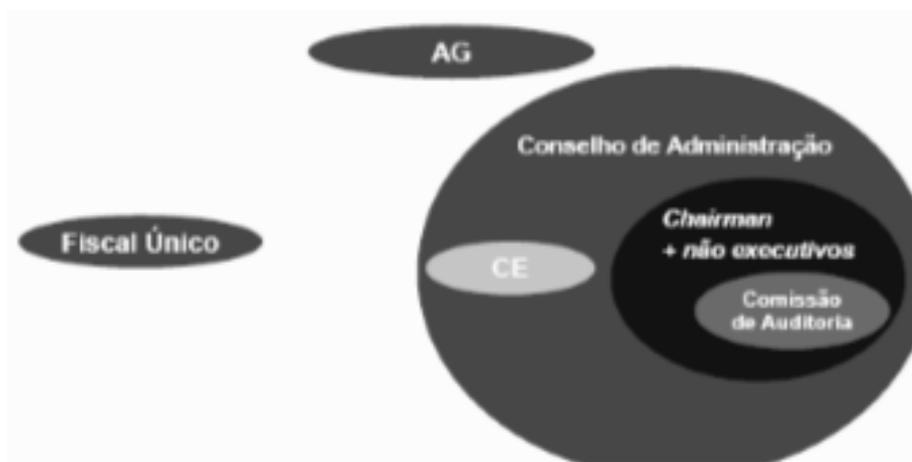


Figura 2: Modelo Anglo-Saxónico

Fonte: Batista (2009)

### 2.3.5 Modelo dualista

O modelo dualista é constituído por 4 órgãos, a Assembleia Geral, o Conselho Geral, o Conselho Executivo e o ROC. O Conselho Geral é composto por membros eleitos pela Assembleia Geral, membros estes que podem ou não ser acionistas. Importa salientar que neste modelo existe uma maior separação entre a gestão e os detentores da propriedade pois os membros dos órgãos de gestão não são diretamente nomeados pela Assembleia Geral. Uma das principais características deste modelo é a limitada participação dos acionistas na tomada de decisões da empresa.

Nesta estrutura o presidente do conselho geral e o presidente de administração são duas entidades distintas (Chairman e CEO). É importante a existência de separação dos papéis para evitar a concentração de poderes, mas apenas produz resultados efetivos na proteção dos interesses dos pequenos acionistas se o Chairman for independente do CEO e dos acionistas com influência relevante na escolha dos administradores executivos (Oliveira, 2015).

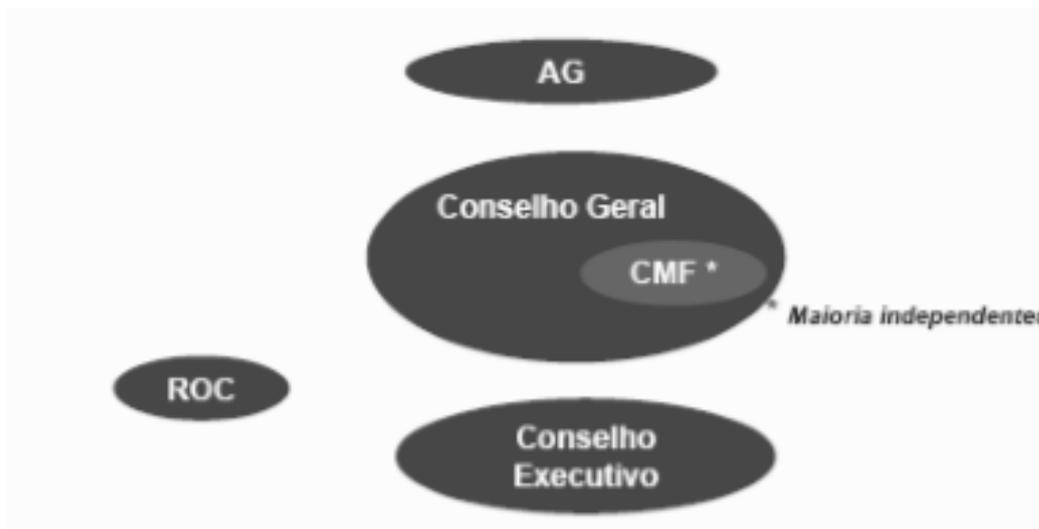


Figura 3: Modelo dualista

Fonte: Batista (2009)

## 2.4 A Teoria da Agência

Tanto os administradores como os acionistas têm objetivos e interesses diferentes gerando um certo conflito. Oliveira (2015) afirma que os acionistas estão interessados em obter o retorno do investimento, enquanto que os administradores procuram poder, prestígio e dinheiro e para isso tratam de impor ao grupo empresarial objetivos consistentes com as suas próprias ambições (Garcia Soto, 2003: I-1). A teoria da agência defende que existem duas entidades distintas com objetivos diferentes: o proprietário/acionista é o principal e o gestor é o agente (Donaldson e Davis, 1991).

A teoria de agência relaciona-se com os problemas que advêm da separação entre a propriedade e o controlo das empresas, com origem nos diferentes objetivos de ambas as partes, na assimetria de informação e nas diferentes atitudes face ao risco que existem entre acionistas e gestores. (Inácio *et al.*, 2015).

O facto da empresa ter uma maior dimensão e uma maior necessidade de fundos externos à organização, pode aumentar a possibilidade de potenciais conflitos de interesses entre acionistas, credores e administradores (Estrela, 2016).

Os conflitos de interesse mais usuais resultam da obtenção de benefícios não pecuniários pelos administradores executivos, muitas vezes contraditórios com a política esperada de maximização de rendimentos dos acionistas (Oliveira, 2015). Enquanto os

acionistas pretendem maximizar a sua riqueza, através do aumento do valor da empresa, os administradores executivos pretendem maximizar a sua remuneração e reduzir o esforço pretendido na função de gestão.

Segundo Jensen e Meckling (1976), a relação entre os gestores e acionistas tende a tornar-se complexa, pela dificuldade em separar o que é a gestão do que é o controlo da empresa. Estes autores foram pioneiros nos estudos sobre a teoria de agência, problema que surge na altura em que o agente se comporta e toma as suas decisões consoante os seus interesses pessoais. Uma vez que as duas partes são maximizadoras da utilidade, pode concluir-se que o agente pode não atuar sempre em função dos interesses dos detentores de capital. No entanto, os detentores de capital podem de alguma forma limitar esses desacordos atribuindo incentivos ao agente e controlando o seu comportamento, incorrendo assim em custos de agência. Estes autores foram pioneiros nos estudos sobre a teoria de agência, problema que surge na altura em que o agente se comporta e toma as suas decisões consoante os seus interesses pessoais.

Jensen e Meckling (1976) defendem que existem alguns fatores que influenciam a magnitude dos custos de agência e estes variam consoante a empresa: (i) Os custos de avaliação do desempenho dos gestores; (ii) A autonomia que os gestores têm para exercer as suas preferências, por vezes contrárias à maximização do valor; (iii) Os custos dos sistemas de incentivos; (iv) Os custos de aplicações de regras e políticas; (v) O nível de competição existente no mercado dos gestores; (vi) O custo de “reposição” do gestor; (vii) A eficiência do mercado de controlo das empresas.

Têm sido utilizados diversos mecanismos no sentido de reduzir os conflitos de agência que se estabelecem separando a propriedade do controlo, em face de múltiplos objetivos perseguidos e da assimetria de informação gerada, tais como:

I. A indexação da remuneração dos administradores executivos à riqueza criada para os acionistas, aferida nos resultados contabilísticos ou do mercado acionista;

II. Criação de comissões de auditoria e de controlo que apoiam o CA

III. A existência de auditores externos que atestam da credibilidade da informação financeira elaborada pelos administradores executivos.

## 2.5 A Teoria dos Custos de Transação

A teoria da agência abordada anteriormente e a teoria dos custos de transação influenciam fortemente os estudos sobre a temática do governo das sociedades.

O estudo de Coase (1937) foi pioneiro na problemática dos custos de transação<sup>2</sup>. Este estudo analisou em que circunstâncias os movimentos de integração vertical e a concretização de contratos que delimitam a conduta das partes e estabelecem vínculos de reciprocidade tinham como principal objetivo a conceção de ganhos de eficiência, e não algum tipo de limitação da concorrência (Williamson, 2002). Para este mesmo autor a teoria dos custos de transação é uma aliança interdisciplinar de direito, economia e organização.

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

Os custos de transação podem ser os custos que nascem antes da transação, *ex ante*, ou os custos pós concretização do negócio, *ex post*. Os custos *ex-ante* verificam-se, fundamentalmente, nos casos em que é difícil estabelecer condições pré-contratuais, de forma que a transação seja efetuada de acordo com os critérios planeados e esperados. E os custos *ex post* são originados pela monitoração das obrigações contratuais, resolução de conflitos, e readaptação dos termos do contrato.

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

---

<sup>2</sup> Os custos de transação são os custos dos recursos económicos para planear e controlar uma transação, garantindo que os objetivos estabelecidos são cumpridos

## **2.6 A divulgação da informação, o Governo das Sociedades e o relato financeiro**

A qualidade da informação financeira está intimamente relacionada com o modelo de governação que é exercido sobre a sociedade, existindo desta forma uma ligação muito forte entre estes dois fatores. (Góis, 2013).

É de conhecimento geral que na tomada das decisões de investimento é bastante importante conhecer a informação financeira e desta forma Rolim *et al.*(2010) ligam a divulgação da informação aos objetivos da contabilidade, uma vez que há a intenção de fornecer informações úteis e fiáveis aos utilizadores dessa informação.

Uma vez que os diversos utilizadores de informação têm distintas necessidades de informação, os relatórios das entidades devem ser preparados de forma a satisfazer essas diferentes necessidades (Cronje e Moolman, 2013). Noutra perspetiva, Verrechia (1983) refere que as empresas que divulgam informações voluntárias podem também ter consequências negativas, uma vez que estas correm o risco de divulgar informações para as empresas concorrentes, o que poderá trazer prejuízo quanto à posição competitiva no mercado. Assim, os benefícios da divulgação da informação voluntária poderão ser limitados.

A divulgação da informação divide-se em informação voluntária e informação obrigatória, esta última exigida pelos normativos contabilísticos estando assim obrigadas as empresas a divulgar esta informação nos seus relatórios financeiros. Por outro lado, a divulgação voluntária da informação refere-se às informações divulgadas que não estão exigidas pelos princípios contabilísticos aceites em determinado país.

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

Para Góis (2013) as exigências pertencentes a um conjunto completo de informação financeira empresarial variam de acordo com o tipo societário, mas também com a dimensão da entidade empresarial. No caso das sociedades com valores cotados em bolsas de valores estas são ainda obrigadas ao preenchimento de requisitos de

informação adicionais, mais exigentes e em períodos de tempo mais reduzidos, sendo exigida informação com uma periodicidade trimestral.

A mesma autora realça que relato financeiro é o principal instrumento de avaliação da administração executiva de uma sociedade e que é com base nessa informação que é controlado o desempenho da gestão e analisada a composição e o desempenho do conselho de administração.

Allegrini e Greco (2013) defendem que a divulgação da informação de forma voluntária e o governo das sociedades são mecanismos de controlo usados para diminuir os custos de agência e para proteger os investidores, dando a possibilidade da sua relação ser de complementaridade ou de substituição.

Os códigos de boas práticas do governo societário têm como principal objetivo transmitir a informação clara e transparente relativa ao desempenho da organização. Um bom governo de sociedade realça a prestação de informações pertinentes, além das que são obrigatórias por lei (Lazana, 2004)

A figura seguinte mostra a complexidade das relações entre o governo das sociedades e a informação financeira, através das distintas influências que são exercidas sobre ambas.



Figura 4: Influência do Governo das Sociedades sobre a informação financeira

Fonte: Góis, 2013

## 2.7 Fatores preponderantes e estudos anteriores

A estrutura financeira da empresa reflete, segundo Batista (2009) o nível de endividamento da empresa e o mesmo autor considera o endividamento um mecanismo de redução dos problemas de agência entre gestores e acionistas. São vários os estudos que apoiam uma relação entre o grau de endividamento e as práticas de divulgação, como é o caso de Zarzeski (1996) e Abd-Esalam e Weetman (2003).

Kateb (2015) estudou a relação entre algumas características do governo das sociedades e a divulgação de capital, concluindo que o índice de divulgação voluntária apresenta uma relação positiva com a dimensão da empresa e está relacionado negativamente com o endividamento e a concentração acionista.

Ainda relativo à estrutura da sociedade, para Alves (2011) um dos principais determinantes da divulgação voluntária são as variáveis relacionadas com o tamanho da empresa. Também Ben-Amar e Boujenoui (2006) consideram o tamanho da empresa um fator determinante nas práticas do *corporate governance* uma vez que as grandes empresas possuem recursos elevados para a preparação de informação com qualidade.

Tsamenyi *et al.* (2007) estudaram a associação entre a divulgação de informação e o governo societário nas empresas listadas no Ghana Stock Exchange concluindo que a estrutura de participação, a dispersão das ações e o tamanho da empresa influenciam significativamente o relato de informação sobre o governo. Contudo, no que respeita à relação entre a divulgação de informação e o nível de endividamento não encontraram qualquer significância.

Ghasempour e Yusof (2014) através da análise de 65 empresas do Irão, mostraram que existe uma relação positiva entre a dimensão e a complexidade do negócio e o índice de divulgação voluntária. Por outro lado, encontraram uma relação negativa entre o endividamento e a divulgação voluntária da informação.

No estudo de Bhagat e Bolton (2008) verificaram que existe uma correlação positiva entre o cumprimento das práticas do governo das sociedades e um melhor desempenho. Durnev e Kim (2005) consideram também que as práticas do governo das sociedades e o desempenho estão positivamente relacionados. Por outro lado, para Barontini e Bozzi (2011), não existe significância na qualidade da informação financeira e o desempenho da sociedade.

Relativamente ao mercado, Drogbetz *et al.* (2004) refere que há evidências de que os retornos esperados das ações estão negativamente correlacionados com o nível de *corporate governance*. Por outro lado, Brown (2004) concluiu através dos seus estudos que as sociedades com melhor *governance* apresentam valores altos de *dividend yield*.

Segundo Fama e Jensen (1983) o número de gestores que compõem o órgão de gestão é uma característica relevante, na medida em que reflete a capacidade de acompanhamento e controlo das atividades de gestão. Por outro lado, de acordo com o estudo feito por Miranda (2014) a variável dimensão do conselho apresenta um impacto significativo na qualidade dos resultados. Segundo este autor, quanto maior for o valor desta variável menor será a qualidade da informação financeira. Também Albitar (2015) através do seu estudo analisou a relação entre o nível de divulgação voluntária de uma amostra de empresas e o governo das sociedades, concluindo que a divulgação voluntária está relacionada de forma positiva com a dimensão do conselho de administração.

O tamanho do conselho de administração é uma característica que pode ter influência no seu desempenho. São muitos os autores que referem que quanto maior for o tamanho do CA maior é a qualidade do relato financeiro. Contudo, outros autores defendem que um número excessivo de membros do CA pode significar ineficiência.

Segundo estes estudos, as variáveis e as hipóteses em estudo irão centrar-se nas características das empresas relacionadas com a sua estrutura, desempenho, mercado e conselho de administração.



# Capítulo 3-Metodologia e Investigação

## 3.1 Objetivos

Esta dissertação tem como objetivo elaborar um estudo de forma a identificar a relação existente entre as características das empresas portuguesas emitentes de ações, que se encontram admitidas a negociação no mercado de cotações oficiais da *NYSE Euronext Lisbon* e a divulgação da informação que consta no relatório sobre o Governo das Sociedades. Para isso procede-se à análise e recolha dos dados publicados por estas empresas bem como à consulta e recolha de dados das mesmas através da base de dados *DataStream*.

Deste modo, pretende-se dar resposta às seguintes questões:

- Quais as informações financeiras publicadas pelas empresas?
- Quais as características das empresas que influenciam a divulgação da informação?
- Qual a relação que existe entre a extensão da informação divulgada e o desempenho da entidade?
- Qual a relação que existe entre a extensão da informação divulgada e a estrutura da sociedade?
- Qual a relação existente entre a extensão da informação divulgada e o rendimento por ação?
- Qual a relação existente entre o tipo de informações publicadas e o tamanho do CA?

Por forma a dar resposta às questões propostas foi criado um índice de divulgação, a variável dependente, e foi atribuída a pontuação a cada empresa através da leitura e análise dos Relatórios de Governo das Sociedades. Depois de criado o índice de divulgação para cada empresa e para cada ano, foi feita uma análise deste índice de forma global para cada grupo de recomendações. Após criado este índice e tendo por base o enquadramento teórico efetuado anteriormente, assim estabelecidas as hipóteses

explicativas relativas às características das empresas e determinantes na divulgação da informação e foi definido um conjunto de variáveis independentes.

Posteriormente foram analisados os dados obtidos através do modelo de regressão linear múltipla. Uma vez considerado o modelo de dados em painel, foi utilizado o programa GRETL, versão 1.9.4. Foi feita uma análise descritiva dos dados bem como a análise das correlações de *Pearson*, utilizando o programa estatístico *IBM SPSS Statistics*.

### **3.2 Seleção da Amostra**

Para a elaboração deste estudo foram utilizadas as sociedades emitentes de ações, que se encontram admitidas à negociação no mercado de cotações oficiais da NYSE *Euronext Lisbon* a 31 de março de 2018. Estas empresas para além de estarem sujeitas a uma maior exigência de publicação, são também as que divulgam mais informação e são objeto de duas rigorosas auditorias o que confere uma maior credibilidade à informação contabilística das mesmas, justificando assim a escolha das empresas cotadas como a população em estudo.

Este estudo incide sobre um período de 5 anos, de 2013 a 2017. Este período contempla a entrada em vigor do regulamento nº4/2013, regulamento que se mantém durante o período em estudo. São vários os estudos relacionados com a divulgação da informação onde foi apenas estudado um único período de divulgação, como por exemplo Alves (2011) e Wang *et al.* (2008). Contudo, Oliveira (2015) analisou um período de 3 anos. Assim, estendeu-se o período de divulgação para 5 anos a fim de alargar o período em estudo.

Para a análise das variáveis relacionadas com o cumprimento dos regulamentos, das recomendações e da divulgação da informação, foram utilizados os relatórios e contas anuais e os relatórios do Governo das sociedades que se encontram disponíveis nos sites oficiais das empresas e da CMVM. A informação recolhida nestes relatórios foi recolhida de forma manual.

Desta amostra foram excluídas as empresas financeiras bem como as empresas não financeiras que não apresentavam a informação necessária e completa para a recolha dos dados necessários para este estudo. As empresas financeiras e desportivas foram excluídas deste estudo uma vez que estão sujeitas a diferentes regras quer de supervisão

da atividade quer de normalização contabilística. As empresas não financeiras que não apresentavam os respetivos relatórios e dados para os anos em análise foram também retiradas, como é o caso da Orey e da Martifer. Assim, a amostra final é composta por 34 empresas.

### **3.3 Determinação do Índice de Cumprimento e Divulgação**

Em Portugal, as empresas em estudo de 2013 a 2017, cumprem a regulamentação do governo societário tendo como referência o Código do Governo das Sociedade aprovado pela CMVM, tendo com suplemento os vários regulamentos. Estes regulamentos vão-se ajustando aos utilizadores e às empresas, verificando-se assim uma melhoria ao longo do tempo. No período em estudo, os regulamentos da CMVM vigentes são o regulamento nº4/2013 da CMVM e o artigo nº 245º-A do Código de Valores Mobiliários.

Para a determinação do índice de divulgação e cumprimento foram utilizadas como fontes de informação os relatórios e contas anuais e os relatórios de governo das sociedades elaborados pelas empresas.

Após a leitura e a análise dos relatórios e contas anuais e dos relatórios do governo societário disponibilizados pelas empresas e pela CMVM, as recomendações foram classificadas com o valor 1 caso tenham sido cumpridas e 0 no caso de se verificar o seu não cumprimento. No caso da recomendação não se aplicar à empresa em causa, esta classifica-se como Não Aplicável. No que respeita às recomendações que apresentam a indicação ‘parcialmente cumprida’, estas foram analisadas, foi tida em conta a sua explicação e foi aplicado o mesmo critério para todas as empresas. Assim, depois de analisadas as explicações destas recomendações, foram consideradas cumpridas ou não cumpridas consoante a justificação. Em todas as recomendações foi respeitado o princípio ‘cumprir ou explicar’, dando assim relevo à explicação prestada pelas sociedades em cada recomendação.

A elaboração deste índice foi já utilizada em vários estudos desenvolvidos por Alves (2011), Marques *et al.*(2013), Oliveira (2015), Petersen *et al.*(2006) e Sheikh *et al.* (2012).

$$IndDivulgGlob_{i,t} = \frac{\sum_{k=0}^n IDivulg_{i,t}}{\sum_{k=1}^n IPDivulg_{i,t}}$$

*IndDivulgGlob<sub>i,t</sub>* - Índice de Cumprimento e Divulgação Global da empresa i no período t

$\sum_{k=0}^n IDivulg_{i,t}$  - Somatório do Número de Itens Divulgados da empresa i, no período t

$\sum_{k=1}^n IPDivulg_{i,t}$  - Somatório do Número de Itens Passivos de Divulgação da empresa i, no período t

O i representa cada empresa (i=1,2,3...) e o t representa cada um dos anos da amostra (t=1,2,...5) e enquanto o  $\sum$  indica o número de itens divulgados (k=0,1,2...) e o número de itens passíveis de divulgação (k=1,2,...,n).

Para cada ano foi feita uma tabela onde se encontra resumido o número das recomendações que as entidades cumprem face ao somatório das recomendações que deveriam cumprir. As tabelas representam os índices de cumprimento das empresas desde 2013 até ao ano de 2017.

## Ano de 2013

Tabela 1: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2013

|  | Altri           | Cofina          | Compta          | Corticeira Amorim | CTT             | EDP             | EDP ren         | Estoril Sol     | F Ramada        | Galp Energia    | Glintt          | ibersol         | Impresa         | Inapa           | Jerónimo Martins | Lisgráfica      | Luz Saúde       |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 4/5               | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 3/5             | 5/5             | 3/4             | 3/4             | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 5/5              | 5/5             | 5/5             |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                 |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 4/9             | 4/9             | 6/6             | 7/9               | 4/4             | 6/6             | 7/7             | 6/7             | 4/9             | 8/8             | 6/8             | 8/8             | 8/8             | 8/8             | 7/7              | 7/8             | 3/7             |
| II.2 Fiscalização  | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 4/5               | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 4/5              | 3/4             | 0/1             |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/5               | 1/1             | 4/4             | 5/5             | 3/4             | 3/3             | 2/4             | 3/4             | 3/3             | 3/4             | 3/3             | 3/4              | 3/3             | 0/0             |
| <b>III.Remunerações</b>  | 6/6             | 6/6             | 5/5             | 4/6               | 3/3             | 6/6             | 5/5             | 6/6             | 6/6             | 6/6             | 4/5             | 4/4             | 2/6             | 2/3             | 4/6              | 5/6             | 3/5             |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 0/3               | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3              | 3/3             | 1/1             |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 1/2               | 1/1             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 2/2             |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 0/1             |
| <b>Índice global</b>   | 28/34<br>0,8235 | 28/34<br>0,8235 | 29/31<br>0,9355 | 25/37<br>0,6757   | 23/23<br>1,0000 | 32/33<br>0,9697 | 33/33<br>1,0000 | 27/34<br>0,7941 | 27/34<br>0,7941 | 30/34<br>0,8824 | 26/33<br>0,7879 | 31/31<br>1,0000 | 28/35<br>0,8000 | 29/30<br>0,9667 | 29/34<br>0,8529  | 28/33<br>0,8485 | 14/22<br>0,6364 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 2: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2013

|  | Media Capital   | Mota-Engil      | NOS             | Novabase        | Pharol          | Reditus         | REN             | SAG Gest        | Semapa          | Sonae           | Sonae Indústria | SONAECOM        | Sumol Compal    | Teixeira Duarte | The Navigator Company | Toyota Caetano  | VAA Vista Alegre |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 4/5             | 3/5             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 3/4             | 4/5                   | 3/5             | 4/5              |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                       |                 |                  |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 6/7             | 7/8             | 8/8             | 8/8             | 9/9             | 8/8             | 8/9             | 8/9             | 6/9             | 8/8             | 8/8             | 8/8             | 7/8             | 3/8             | 7/8                   | 5/8             | 7/9              |
| II.2 Fiscalização  | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 1/5             | 5/5                   | 5/5             | 5/5              |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 1/3             | 2/3             | 5/5             | 4/4             | 2/3             | 1/2             | 2/3             | 2/3             | 2/4             | 4/4             | 4/4             | 4/4             | 2/4             | 1/4             | 3/3                   | 3/4             | 3/3              |
| <b>III.Remunerações</b>  | 4/6             | 4/6             | 8/8             | 4/8             | 6/6             | 4/6             | 6/6             | 4/6             | 4/6             | 7/7             | 7/7             | 7/7             | 4/6             | 4/6             | 4/5                   | 2/4             | 2/5              |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3                   | 3/3             | 3/3              |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2                   | 1/2             | 2/2              |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2                   | 2/2             | 1/2              |
| <b>Índice global</b>   | 27/33<br>0,8182 | 29/33<br>0,8788 | 37/37<br>1,0000 | 33/37<br>0,8919 | 31/35<br>0,8857 | 28/32<br>0,8750 | 32/35<br>0,9143 | 28/35<br>0,8000 | 27/35<br>0,7714 | 35/35<br>1,0000 | 36/36<br>1,0000 | 36/36<br>1,0000 | 25/35<br>0,7143 | 17/34<br>0,5000 | 30/33<br>0,9091       | 24/33<br>0,7273 | 27/34<br>0,7941  |

Fonte: Elaboração própria

## Ano de 2014

Tabela 3: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2014

|  | Altri           | Cofina          | Compta          | Corticeira Amorim | CTT             | EDP             | EDP renováveis  | Estoril Sol     | F Ramada        | Galp Energia    | Glintt          | Ibersol         | Impresa         | Inapa           | Jerónimo Martins | Lisgráfica      | Luz Saúde       |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 2/4               | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 3/5             | 5/5             | 3/4             | 3/4             | 4/4             | 2/4             | 5/5             | 5/5              | 5/5             | 5/5             |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                 |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/9             | 7/9             | 6/6             | 6/9               | 9/9             | 6/6             | 7/7             | 6/7             | 7/9             | 8/8             | 6/8             | 8/8             | 7/8             | 8/8             | 8/8              | 7/8             | 6/8             |
| II.2 Fiscalização  | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 4/5               | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 4/5              | 3/4             | 3/5             |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 1/3               | 1/4             | 4/4             | 3/3             | 3/4             | 3/3             | 3/4             | 4/4             | 3/3             | 2/4             | 3/3             | 3/4              | 3/3             | 4/4             |
| <b>III.Remunerações</b>  | 6/6             | 6/6             | 5/5             | 4/6               | 7/7             | 6/6             | 6/6             | 6/6             | 6/6             | 6/6             | 5/6             | 3/3             | 4/6             | 2/3             | 4/6              | 6/6             | 8/8             |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 0/3               | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3              | 3/3             | 2/3             |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 2/2             | 1/2             |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 2/2             |
| <b>Índice global</b>   | 30/34<br>0,8824 | 31/34<br>0,9118 | 29/31<br>0,9355 | 21/34<br>0,6176   | 33/36<br>0,9167 | 32/33<br>0,9697 | 32/32<br>1,0000 | 27/34<br>0,7941 | 31/34<br>0,9118 | 31/34<br>0,9118 | 28/34<br>0,8236 | 30/30<br>1,0000 | 26/34<br>0,7647 | 30/31<br>0,9677 | 30/35<br>0,8571  | 30/33<br>0,9091 | 31/37<br>0,8378 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 4: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2014

|  | Media Capital   | Mota-Engil      | NOS             | Novabase        | Pharol          | Reditus         | REN             | SAG Gest        | Semapa          | Sonae           | Sonae Indústria | SONAEOM         | Sumol Compal    | Teixeira Duarte | The Navigator Company | Toyota Caetano  | VAA Vista Alegre |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 2/4             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 1/5             | 3/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 4/5                   | 3/5             | 3/5              |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                       |                 |                  |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/7             | 7/8             | 8/8             | 8/8             | 6/9             | 8/8             | 8/9             | 8/9             | 5/8             | 8/8             | 8/8             | 5/7             | 5/8             | 3/8             | 6/8                   | 5/8             | 5/9              |
| II.2 Fiscalização  | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 2/5             | 4/4                   | 5/5             | 5/5              |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 2/3             | 2/3             | 4/4             | 5/5             | 2/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 3/4             | 4/4             | 4/4             | 4/4             | 2/4             | 1/4             | 3/3                   | 3/4             | 3/3              |
| <b>III.Remunerações</b>  | 5/6             | 3/6             | 8/8             | 4/8             | 6/6             | 4/6             | 6/6             | 5/6             | 4/6             | 7/7             | 7/7             | 7/7             | 5/6             | 4/6             | 5/6                   | 2/4             | 2/5              |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3                   | 3/3             | 3/3              |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2                   | 1/2             | 2/2              |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2                   | 2/2             | 1/2              |
| <b>Índice global</b>   | 27/32<br>0,8438 | 27/33<br>0,8182 | 36/36<br>1,0000 | 34/38<br>0,8947 | 28/35<br>0,8000 | 28/33<br>0,8485 | 30/35<br>0,8571 | 29/35<br>0,8286 | 28/35<br>0,8000 | 35/35<br>1,0000 | 36/36<br>1,0000 | 33/35<br>0,9429 | 23/35<br>0,6571 | 18/34<br>0,5294 | 29/33<br>0,8788       | 24/33<br>0,7273 | 24/34<br>0,7059  |

Fonte: Elaboração própria

## Ano de 2015

Tabela 5: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2015

|  | Altri           | Cofina          | Compta          | Corticeira Amorim | CTT             | EDP             | EDP renováveis  | Estoril Sol     | F Ramada        | Galp Energia    | Glintt          | Ibersol         | Impresa         | Inapa           | Jerónimo Martins | Lisgráfica      | Luz Saúde       |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 2/4               | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 3/5             | 5/5             | 3/4             | 3/4             | 4/4             | 2/4             | 5/5             | 5/5              | 4/5             | 5/5             |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                 |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/9             | 7/9             | 6/9             | 6/9               | 9/9             | 6/7             | 8/8             | 6/7             | 7/9             | 8/8             | 7/8             | 8/8             | 7/8             | 8/8             | 8/8              | 7/8             | 6/8             |
| II.2 Fiscalização  | 4/4             | 3/3             | 5/5             | 4/5               | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 4/4             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 4/5              | 3/4             | 3/5             |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 1/3               | 2/4             | 3/3             | 4/4             | 1/4             | 3/3             | 3/4             | 2/2             | 3/3             | 2/4             | 3/3             | 3/4              | 2/3             | 4/4             |
| <b>III.Remunerações</b>  | 6/6             | 6/6             | 5/5             | 4/6               | 7/7             | 6/6             | 6/6             | 5/6             | 5/5             | 6/6             | 5/6             | 3/3             | 4/6             | 2/3             | 4/6              | 5/6             | 8/8             |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 0/3               | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3              | 3/3             | 2/3             |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 2/2             | 1/2             |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 2/2             |
| <b>Índice global</b>   | 30/34<br>0,8824 | 30/33<br>0,9091 | 28/33<br>0,8485 | 21/34<br>0,6176   | 33/37<br>0,8919 | 31/33<br>0,9394 | 34/34<br>1,0000 | 23/34<br>0,6765 | 29/33<br>0,8788 | 31/34<br>0,9118 | 27/32<br>0,8438 | 30/30<br>1,0000 | 26/34<br>0,7647 | 30/31<br>0,9677 | 30/35<br>0,8571  | 27/33<br>0,8182 | 31/37<br>0,8378 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 6: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2015

|  | Media Capital   | Mota-Engil      | NOS             | Novabase        | Pharol          | Reditus         | REN             | SAG Gest        | Semapa          | Sonae           | Sonae Indústria | SONAE COM       | Sumol Compal    | Teixeira Duarte | The Navigator Company | Toyota Caetano  | VAA Vista Alegre |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 2/4             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/4             | 1/5             | 2/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 4/5                   | 3/5             | 3/5              |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                       |                 |                  |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/7             | 7/8             | 8/8             | 5/8             | 8/8             | 8/8             | 9/9             | 8/9             | 7/8             | 9/9             | 8/8             | 5/7             | 5/8             | 3/8             | 7/8                   | 5/8             | 7/9              |
| II.2 Fiscalização  | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 2/5             | 2/5             | 5/5                   | 5/5             | 5/5              |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 1/3             | 2/3             | 4/4             | 3/4             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 4/4             | 3/3             | 4/4             | 2/4             | 1/4             | 3/3                   | 2/4             | 3/3              |
| <b>III.Remunerações</b>  | 5/6             | 3/6             | 8/8             | 3/6             | 4/4             | 3/5             | 6/6             | 4/6             | 4/6             | 7/7             | 7/7             | 7/7             | 5/6             | 4/6             | 4/5                   | 2/5             | 2/5              |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3                   | 3/3             | 3/3              |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2                   | 1/2             | 2/2              |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2                   | 2/2             | 0/2              |
| <b>Índice global</b>   | 26/32<br>0,8125 | 27/33<br>0,8182 | 36/36<br>1,0000 | 28/35<br>0,8000 | 32/32<br>1,0000 | 27/32<br>0,8438 | 31/35<br>0,8857 | 27/35<br>0,7714 | 29/34<br>0,8529 | 36/36<br>1,0000 | 35/35<br>1,0000 | 33/35<br>0,9429 | 22/35<br>0,6286 | 18/34<br>0,5294 | 30/33<br>0,9091       | 23/34<br>0,6765 | 25/34<br>0,7353  |

Fonte: Elaboração própria

## Ano de 2016

Tabela 7: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2016

|  | Altri           | Cofina          | Compta          | Corticeira Amorim | CTT             | EDP             | EDP renováveis  | Estoril Sol     | F Ramada        | Galp Energia    | Glantt          | Ibersol         | Impresa         | Inapa           | Jerónimo Martins | Lisgráfica      | Luz Saúde       |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 2/4               | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 3/5             | 5/5             | 3/4             | 3/4             | 4/4             | 2/4             | 5/5             | 5/5              | 5/5             | 5/5             |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                 |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/9             | 7/9             | 6/6             | 6/9               | 9/9             | 6/6             | 8/8             | 6/7             | 7/9             | 7/8             | 8/8             | 8/8             | 7/8             | 8/8             | 8/8              | 7/8             | 6/8             |
| II.2 Fiscalização  | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5               | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 4/4             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 3/5             | 5/5             | 5/5              | 3/4             | 3/5             |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 1/3               | 2/4             | 3/3             | 4/4             | 1/4             | 3/3             | 2/2             | 3/4             | 3/3             | 2/4             | 3/3             | 3/4              | 2/3             | 3/4             |
| <b>III.Remunerações</b>  | 6/6             | 6/6             | 5/5             | 4/6               | 7/7             | 6/6             | 6/6             | 5/6             | 6/6             | 5/6             | 6/6             | 3/3             | 4/6             | 2/3             | 4/6              | 4/6             | 8/8             |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 1/3               | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3              | 3/3             | 2/3             |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 2/2             | 1/2             |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 2/2             |
| <b>Índice global</b>   | 31/34<br>0,9118 | 31/34<br>0,9118 | 29/31<br>0,9355 | 23/34<br>0,6765   | 34/36<br>0,9444 | 31/32<br>0,9688 | 34/34<br>1,0000 | 23/34<br>0,6765 | 30/34<br>0,8824 | 28/32<br>0,8750 | 31/34<br>0,9118 | 30/30<br>1,0000 | 25/34<br>0,7353 | 30/31<br>0,9677 | 31/35<br>0,8857  | 27/33<br>0,8182 | 30/37<br>0,8108 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 8: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2016

|  | Media Capital   | Mota-Engil      | NOS             | Novabase        | Pharol          | Reditus         | REN             | SAG Gest        | Semapa          | Sonae           | Sonae Indústria | SONAE.COM       | Sumol Compal    | Teixeira Duarte | The Navigator Company | Toyota Caetano  | VAA Vista Alegre |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 2/4             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/4             | 2/5             | 2/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 4/5                   | 3/5             | 3/5              |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                       |                 |                  |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/7             | 7/8             | 8/8             | 5/8             | 9/9             | 7/9             | 9/9             | 7/9             | 7/8             | 9/9             | 8/8             | 5/7             | 5/8             | 3/8             | 7/8                   | 5/8             | 6/9              |
| II.2 Fiscalização  | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 5/5             | 4/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 4/4             | 2/5             | 2/5             | 5/5                   | 5/5             | 5/5              |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 1/3             | 2/3             | 4/4             | 3/4             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 4/4             | 3/3             | 4/4             | 2/4             | 1/4             | 3/3                   | 2/4             | 3/3              |
| <b>III.Remunerações</b>  | 5/6             | 3/6             | 8/8             | 3/6             | 4/4             | 3/5             | 6/6             | 3/5             | 4/6             | 7/7             | 7/7             | 7/7             | 5/6             | 4/6             | 4/5                   | 2/5             | 2/5              |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3                   | 3/3             | 3/3              |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2                   | 1/2             | 2/2              |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2                   | 2/2             | 0/2              |
| <b>Índice global</b>   | 27/32<br>0,8438 | 27/33<br>0,8182 | 36/36<br>1,0000 | 28/35<br>0,8000 | 33/33<br>1,0000 | 26/33<br>0,7879 | 32/35<br>0,9143 | 25/34<br>0,7353 | 29/34<br>0,8529 | 36/36<br>1,0000 | 35/35<br>1,0000 | 33/35<br>0,9429 | 23/35<br>0,6571 | 18/34<br>0,5294 | 30/34<br>0,8824       | 23/34<br>0,6765 | 24/34<br>0,7059  |

Fonte: Elaboração própria

## Ano de 2017

Tabela 9: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2017

|  | Altri           | Cofina          | Compta          | Corticeira Amorim | CTT             | EDP             | EDP renováveis  | Estoril Sol     | F Ramada        | Galp Energia    | Glantt          | Ibersol         | Impresa         | Inapa           | Jerónimo Martins | Lisgráfica      | Luz Saúde       |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 2/4               | 4/4             | 4/5             | 4/4             | 3/5             | 5/5             | 3/4             | 3/4             | 4/4             | 2/4             | 5/5             | 5/5              | 5/5             | 5/5             |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                  |                 |                 |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/9             | 7/9             | 6/6             | 6/9               | 9/9             | 6/6             | 8/8             | 3/10            | 7/9             | 8/8             | 6/8             | 8/8             | 8/8             | 8/8             | 8/8              | 7/8             | 6/8             |
| II.2 Fiscalização  | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5               | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 4/4             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 5/5             | 5/5              | 3/4             | 3/5             |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 1/3               | 1/3             | 3/3             | 4/4             | 1/4             | 3/3             | 3/4             | 2/2             | 3/3             | 2/4             | 3/3             | 3/4              | 2/3             | 3/4             |
| <b>III.Remunerações</b>  | 6/6             | 6/6             | 5/5             | 4/6               | 6/6             | 6/6             | 6/6             | 5/6             | 6/6             | 6/6             | 5/6             | 3/3             | 5/6             | 2/3             | 4/6              | 4/6             | 8/8             |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3               | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3              | 3/3             | 2/3             |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 2/2             | 1/2             |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2               | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2              | 1/2             | 2/2             |
| <b>Índice global</b>   | 31/34<br>0,9118 | 31/34<br>0,9118 | 29/31<br>0,9355 | 24/34<br>0,7059   | 32/34<br>0,9412 | 31/32<br>0,9688 | 34/34<br>1,0000 | 21/37<br>0,5676 | 31/34<br>0,9118 | 31/34<br>0,9118 | 27/32<br>0,8438 | 30/30<br>1,0000 | 27/34<br>0,7941 | 30/31<br>0,9677 | 31/35<br>0,8857  | 27/33<br>0,8182 | 30/37<br>0,8108 |

Fonte: Elaboração própria

Tabela 10: Determinação do Índice de cumprimento e divulgação do ano de 2017

|  | Media Capital   | Mota-Engil      | NOS             | Novabase        | Pharol          | Reditus         | REN             | SAG Gest        | Semapa          | Sonae           | Sonae Indústria | SONAE COM       | Sumol Compal    | Teixeira Duarte | The Navigator Company | Toyota Caetano  | VAA Vista Alegre |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------------|-----------------|------------------|
| <b>I.Votação e controlo da sociedade</b>                             | 2/4             | 4/4             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/4             | 2/5             | 2/5             | 5/5             | 4/4             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 3/4             | 3/4                   | 3/5             | 4/5              |
| <b>II.Supervisão, Administração e Fiscalização</b>                   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                       |                 |                  |
| II.1 Supervisão e Administração                                      | 7/7             | 7/8             | 8/8             | 5/8             | 9/9             | 7/9             | 9/9             | 8/9             | 8/9             | 9/9             | 7/7             | 7/9             | 2/8             | 3/8             | 7/8                   | 5/8             | 6/9              |
| II.2 Fiscalização  | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 4/5             | 4/5             | 5/5             | 5/5             | 5/5             | 3/5             | 2/5             | 5/5                   | 5/5             | 5/5              |
| II.3 Fiscalização e Remunerações                                     | 2/3             | 2/3             | 4/4             | 3/4             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 2/3             | 2/3             | 4/4             | 3/3             | 4/4             | 1/4             | 1/4             | 3/3                   | 3/4             | 3/3              |
| <b>III.Remunerações</b>  | 5/6             | 3/6             | 8/8             | 3/6             | 6/6             | 3/5             | 6/6             | 4/6             | 4/6             | 7/7             | 7/7             | 7/7             | 4/4             | 4/6             | 4/5                   | 2/5             | 2/5              |
| <b>IV.Auditoria</b>  | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 3/3             | 2/3             | 3/3                   | 3/3             | 3/3              |
| <b>V.Conflitos de Interesse e Transações com partes relacionadas</b> | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2                   | 1/2             | 2/2              |
| <b>VI.Informação</b>   | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 2/2             | 1/2             | 2/2             | 2/2                   | 2/2             | 1/2              |
| <b>Índice global</b>   | 28/32<br>0,8750 | 27/33<br>0,8181 | 36/36<br>1,0000 | 28/35<br>0,8000 | 35/35<br>1,0000 | 27/33<br>0,8182 | 32/35<br>0,9143 | 26/35<br>0,7429 | 30/35<br>0,8571 | 36/36<br>1,0000 | 35/35<br>1,0000 | 35/37<br>0,9459 | 19/33<br>0,5758 | 18/34<br>0,5294 | 29/32<br>0,9063       | 24/34<br>0,7059 | 26/34<br>0,7647  |

Fonte: Elaboração própria

### 3.4 Análise do Índice de cumprimento e divulgação

Como é possível verificar nas duas seguintes tabelas, o grau de cumprimento das recomendações do governo das sociedades tem variado ao longo dos anos, estas variações são provocadas por melhorias no cumprimento das recomendações, mudanças nos conselhos de administração, entre outros.

Os índices de cumprimento das empresas que constituem a amostra, para cada período em análise, estão ordenados na tabela 11.

Tabela 11: Comparação dos Índices de cumprimento e divulgação

|                       | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   | Média  | Desvio Padrão | Máximo | Mínimo | Percentis |         |          |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|--------|--------|-----------|---------|----------|
|                       |        |        |        |        |        |        |               |        |        | 25%       | Mediana | 75%      |
| Altri                 | 0,8235 | 0,8824 | 0,8824 | 0,9118 | 0,9118 | 0,8824 | 0,0322        | 0,9118 | 0,8235 | 0,82353   | 0,8824  | 0,911765 |
| Cofina                | 0,8235 | 0,9118 | 0,9091 | 0,9118 | 0,9118 | 0,8936 | 0,0350        | 0,9118 | 0,8235 | 0,86631   | 0,9091  | 0,911765 |
| Compta                | 0,9355 | 0,9355 | 0,8485 | 0,9355 | 0,9355 | 0,9181 | 0,0348        | 0,9355 | 0,8485 | 0,891984  | 0,9355  | 0,935484 |
| Corticeira Amorim     | 0,6757 | 0,6176 | 0,6176 | 0,6765 | 0,7059 | 0,6587 | 0,0352        | 0,7059 | 0,6176 | 0,617647  | 0,6587  | 0,691176 |
| CTT                   | 1,0000 | 0,9167 | 0,8919 | 0,9444 | 0,9412 | 0,9388 | 0,0360        | 1,0000 | 0,8919 | 0,904279  | 0,9388  | 0,972222 |
| EDP                   | 0,9697 | 0,9697 | 0,9394 | 0,9688 | 0,9688 | 0,9633 | 0,0119        | 0,9697 | 0,9394 | 0,954072  | 0,9688  | 0,969697 |
| EDP renováveis        | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,0000        | 1,0000 | 1,0000 | 1         | 1,0000  | 1        |
| Estoril Sol           | 0,7941 | 0,7941 | 0,6765 | 0,6765 | 0,5676 | 0,7017 | 0,0853        | 0,7941 | 0,5676 | 0,622019  | 0,6765  | 0,794118 |
| F.Ramada              | 0,7941 | 0,9118 | 0,8788 | 0,8824 | 0,9118 | 0,8758 | 0,0432        | 0,9118 | 0,7941 | 0,836453  | 0,8788  | 0,911765 |
| GALP                  | 0,8824 | 0,9118 | 0,9118 | 0,8750 | 0,9118 | 0,8985 | 0,0164        | 0,9118 | 0,8750 | 0,878675  | 0,8985  | 0,911765 |
| Glintt                | 0,7879 | 0,8236 | 0,8438 | 0,9118 | 0,8438 | 0,8421 | 0,0404        | 0,9118 | 0,7879 | 0,805736  | 0,8421  | 0,877757 |
| Ibersol               | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,0000        | 1,0000 | 1,0000 | 1         | 1,0000  | 1        |
| Impresa               | 0,8000 | 0,7647 | 0,7647 | 0,7353 | 0,7941 | 0,7718 | 0,0234        | 0,8000 | 0,7353 | 0,75      | 0,7647  | 0,797055 |
| Inapa                 | 0,9667 | 0,9677 | 0,9677 | 0,9677 | 0,9677 | 0,9675 | 0,0004        | 0,9677 | 0,9667 | 0,967204  | 0,9677  | 0,967742 |
| Jerónimo Martins      | 0,8529 | 0,8571 | 0,8571 | 0,8857 | 0,8857 | 0,8677 | 0,0148        | 0,8857 | 0,8529 | 0,855042  | 0,8571  | 0,885714 |
| Lisgráfica            | 0,8485 | 0,9091 | 0,8182 | 0,8182 | 0,8182 | 0,8424 | 0,0353        | 0,9091 | 0,8182 | 0,818182  | 0,8182  | 0,878788 |
| Luz saúde             | 0,6364 | 0,8378 | 0,8378 | 0,8108 | 0,8108 | 0,7867 | 0,0761        | 0,8378 | 0,6364 | 0,723587  | 0,8108  | 0,837838 |
| Media capital         | 0,8182 | 0,8438 | 0,8125 | 0,8438 | 0,8750 | 0,8386 | 0,0223        | 0,8750 | 0,8125 | 0,815341  | 0,8386  | 0,859375 |
| Mota-Engil            | 0,8788 | 0,8182 | 0,8182 | 0,8182 | 0,8181 | 0,8303 | 0,0243        | 0,8788 | 0,8181 | 0,818141  | 0,8182  | 0,848485 |
| NOS                   | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,0000        | 1,0000 | 1,0000 | 1         | 1,0000  | 1        |
| Nova Base             | 0,8919 | 0,8947 | 0,8000 | 0,8000 | 0,8000 | 0,8373 | 0,0457        | 0,8947 | 0,8000 | 0,8       | 0,8000  | 0,893314 |
| Pharol                | 0,8857 | 0,8000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,9371 | 0,0816        | 1,0000 | 0,8000 | 0,842857  | 0,9371  | 1        |
| Reditus               | 0,8750 | 0,8485 | 0,8438 | 0,7879 | 0,8182 | 0,8347 | 0,0295        | 0,8750 | 0,7879 | 0,803029  | 0,8347  | 0,861742 |
| REN                   | 0,9143 | 0,8571 | 0,8857 | 0,9143 | 0,9143 | 0,8971 | 0,0229        | 0,9143 | 0,8571 | 0,871429  | 0,8971  | 0,914286 |
| SAG Gest              | 0,8000 | 0,8286 | 0,7714 | 0,7353 | 0,7429 | 0,7756 | 0,0350        | 0,8286 | 0,7353 | 0,739076  | 0,7714  | 0,814286 |
| Semapa                | 0,7714 | 0,8000 | 0,8529 | 0,8529 | 0,8571 | 0,8269 | 0,0348        | 0,8571 | 0,7714 | 0,785714  | 0,8269  | 0,855042 |
| Sonae                 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,0000        | 1,0000 | 1,0000 | 1         | 1,0000  | 1        |
| Sonae Indústria       | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 0,0000        | 1,0000 | 1,0000 | 1         | 1,0000  | 1        |
| SONAEOM               | 1,0000 | 0,9429 | 0,9429 | 0,9429 | 0,9459 | 0,9549 | 0,0226        | 1,0000 | 0,9429 | 0,942857  | 0,9429  | 0,972973 |
| Sumol Compal          | 0,7143 | 0,6571 | 0,6286 | 0,6571 | 0,5758 | 0,6466 | 0,0450        | 0,7143 | 0,5758 | 0,602165  | 0,6466  | 0,685714 |
| Teixeira Duarte       | 0,5000 | 0,5294 | 0,5294 | 0,5294 | 0,5294 | 0,5235 | 0,0118        | 0,5294 | 0,5000 | 0,514706  | 0,5294  | 0,529412 |
| The Navigator Company | 0,9091 | 0,8788 | 0,9091 | 0,8824 | 0,9063 | 0,8971 | 0,0136        | 0,9091 | 0,8788 | 0,88057   | 0,8971  | 0,909091 |
| Toyota Caetano        | 0,7273 | 0,7273 | 0,6765 | 0,6765 | 0,7059 | 0,7027 | 0,0228        | 0,7273 | 0,6765 | 0,676471  | 0,7027  | 0,727271 |
| VAA Vista Alegre      | 0,7941 | 0,7059 | 0,7353 | 0,7059 | 0,7647 | 0,7412 | 0,0343        | 0,7941 | 0,7059 | 0,705882  | 0,7353  | 0,779412 |

Fonte: Elaboração Própria

No período em análise, de 2013 a 2017 inclusive, podemos verificar que grande parte das empresas apresenta uma melhoria relativa ao cumprimento das recomendações durante este período.

Em termos médios, para os 5 anos em análise, os grupos EDP renováveis, Ibersol, NOS, Sonae e Sonae Indústria apresentam o melhor índice (1%), com um desvio padrão nulo. No que concerne aos piores índices de cumprimento em termos médios, estes pertencem ao grupo Teixeira Duarte (0,5235), seguido do grupo Sumol+Compal (0,6466) e do grupo Corticeira Amorim (0,6587).

Na tabela 12, que apresenta o Resumo Comparativo dos Índices Globais, nota-se uma melhoria no índice de cumprimento do período em análise, com exceção do ano de 2015 que dos 5 anos em análise foi o que apresentou o índice médio mais baixo. De realçar que o índice mais alto, em todos os anos de análise, manteve o valor 1.

Tabela 12: Resumo comparativo dos Índices de cumprimento e divulgação

|        | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   | 2017   |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Média  | 0,8750 | 0,8788 | 0,8571 | 0,8824 | 0,9063 |
| Máximo | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 | 1,0000 |
| Mínimo | 0,5000 | 0,5294 | 0,5294 | 0,5294 | 0,5294 |

Fonte: Elaboração própria

No que concerne ao primeiro grupo de recomendações, Votação e Controlo da sociedade, é de salientar o facto de muitas das empresas em questão não terem disponível o voto por via eletrónica, justificando o elevado custo em função do número de utilizações. É de salientar também algumas sociedades ainda fixarem um quórum deliberativo superior ao previsto da lei, como é o caso do grupo Corticeira Amorim, Estoril Sol, Galp, REN, Sag Gest, Toyota Caetano e Vaa Vista Alegre.

Nos pontos a informar quanto à Supervisão e Administração, de uma forma geral, existem maiores falhas nos grupos Estoril Sol, Sumol+Compal e Teixeira Duarte. No que respeita à recomendação relativa à caracterização da independência de administradores não executivos verifica-se ainda algum incumprimento por grande parte das empresas em estudo.

De modo geral as recomendações relativas à Fiscalização são cumpridas na sua totalidade. Contudo, o grupo Teixeira Duarte é o que menos cumpre.

Relativamente à Fixação de Remunerações verifica-se a existência de falhas de cumprimento. Em algumas das empresas, os membros da Comissão de Remunerações não são independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração. Acresce ainda o facto da declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização de algumas das empresas em estudo não conterem as informações necessárias relativas a: (i) Identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais; (ii) Informação relativa aos montantes máximos potenciais a pagar aos membros dos órgãos sociais.

Relativamente às Remunerações é importante realçar que não é cumprido por algumas empresas a fixação dos limites máximos das componentes das remunerações bem como o disposto no ponto III.4 do regulamento ‘Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos’.

No que respeita ao grupo relativo à Auditoria, algumas das sociedades não promove a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, não fundamentando as condições de independência do auditor e as vantagens e custos da sua substituição. Para além disso, algumas sociedades também não cumprem com o disposto na recomendação IV.2, contratando ao auditor externo serviços diversos dos serviços de auditoria num relevo superior a 30%.

De uma forma geral, o disposto no regulamento relativo à Informação, é cumprido pelas empresas em estudo, proporcionando estas o acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual. De realçar também que grande parte das empresas dispõe de um gabinete de apoio ao investidor de modo a dar respostas às solicitações e dúvidas dos investidores.

### 3.5 Variáveis

A partir dos determinantes do índice de cumprimento da adoção do regulamento sobre o Governo das Sociedades é necessário definir indicadores para operacionalizar as variáveis dependente e independentes. Assim, as variáveis do modelo foram selecionadas com a finalidade de explicar as características específicas das empresas em estudo (Oliveira,2015).

Depois de recolhidos os dados, especificou-se a relação entre a informação contabilística, financeira e de mercado e o índice de divulgação, em que o modelo geral é formalizado de diferentes modos.

$$V = f(A, V)$$

Onde:

V- É a variável que representa o índice de divulgação;

A- É um qualquer vetor de variáveis contabilísticas ou qualquer vetor de informação contabilística e que não esteja repercutida nos valores contabilísticos

#### **Variável Dependente**

A variável dependente utilizada representa o índice de divulgação calculado anteriormente com base nos Relatórios sobre o Governo das Sociedades e corresponde ao somatório dos itens que a empresa *i* cumpriu no período *t*, sobre os itens que deveriam ter sido cumpridos nesse período, para essa empresa.

## Variáveis Independentes

As variáveis independentes utilizadas estão relacionadas com a estrutura da empresa, o desempenho, o mercado e a administração. São estas: (i) Dimensão da empresa; (ii) Endividamento da empresa; (iii) Rendimento por ação da empresa; (iv) Rendibilidade do Investimento Total; (v) Liquidez; (vi) Rendibilidade do Capital Próprio; (vii) Tamanho do Conselho de Administração.

Os dados obtidos de cada variável foram retirados dos Relatórios e Contas das empresas, dos Relatórios do Governo Societário e da base de dados *DataStream*.

### 1. Dimensão

Esta variável é utilizada frequentemente em estudos sobre a divulgação da informação pois uma empresa com uma dimensão maior está sujeita a maiores níveis de atenção por parte de vários *stakeholders* do que uma empresa de pequena dimensão. Por outro lado, as questões relativas ao governo das sociedades podem ter uma relação consoante o tamanho da empresa. Em estudos já realizados (Arcay e Vázquez, 2005; Beattie *et al.* (2004); Camfferman e Cooke, (2002) existe concordância quanto à relação positiva entre o tamanho da empresa e o seu grau de divulgação.

Para controlar o efeito dimensão é usada esta variável, medida pelo logaritmo natural do ativo de cada empresa. A dimensão da empresa  $i$ , no período  $t$ , é então obtida através do LN do Total Ativo da empresa  $i$ , no período  $t$ , como representado na expressão:

$$Dim_{i,t} = LnTAtivo_{i,t}$$

O valor do total do ativo foi retirado através da base de dados *DataStream*.

Neste contexto, espera-se que a divulgação da informação esteja positivamente relacionada com a dimensão da empresa.

**H1:** Existe uma relação (positiva) entre a dimensão e a informação divulgada pelas empresas?

## 2. Endividamento

O endividamento indica o grau de utilização de capitais de terceiros por parte da empresa, com o objetivo de aumentar os ganhos. Quanto maior for o endividamento menor é a estabilidade financeira da empresa, ou seja, maior é o risco de investimento.

São vários os estudos que apoiam uma relação negativa entre o grau de endividamento e as práticas de divulgação, como é o caso de Zarzeski (1996) e Abd-El salam *et al.* (2003). Por outro lado, Wang *et al.* (2008) e Allegrini *et al.* (2011) preveem uma relação positiva entre o grau de endividamento e a divulgação de informação voluntária. Segundo a teoria da agência, as empresas tendem a divulgar mais informação em caso de dívida para com agentes externos.

Para medir o grau de endividamento das empresas, utilizou-se o rácio Total do Ativo/Total do Passivo, que mede a percentagem das aplicações da empresa.

$$\text{Endi}_{i,t} = \frac{T\text{Ativo}_{i,t}}{T\text{Passivo}_{i,t}}$$

Neste sentido, é expectável que a divulgação da informação esteja relacionada com o endividamento das empresas, embora sem nenhum sinal previsto.

**H2:** Existe relação entre o endividamento e a informação divulgada?

## 3. Rendimento por Ação (*Dividend Yield*)

Esta variável mede a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço das suas ações. Por outras palavras, é o rendimento obtido pelos acionistas através dos dividendos disponíveis pelas empresas.

Relativamente a esta variável as opiniões são mistas. Por um lado, as empresas que atribuem dividendos mais elevados, pretendem distinguir-se das empresas com menores dividendos, divulgando mais informação (Akerlof, 1970). Noutra perspetiva, no contexto dos custos de agência, os administradores das empresas que atribuem dividendos

por ação mais elevados, utilizam a informação externa para obterem vantagens pessoais (Singhvi *et al.*,1971).

O valor relativo a esta variável, foi obtido por consulta da base de dados *DataStream*.

Apesar das opiniões relativas a esta variável se dividirem, pretende-se testar a seguinte hipótese:

**H3:** Existe relação entre o rendimento por ação e a informação divulgada?

#### **4.Rendibilidade do Investimento Total (ROA)**

A Rendibilidade do Investimento Total (*Return on Assets- ROA*) é um indicador de desempenho que mede a capacidade dos ativos da empresa em gerar retorno financeiro e económico. As empresas com uma maior rendibilidade são consideradas com boas condições e têm incentivos para se distinguirem das empresas com um menor valor de rendibilidade

Lang *et al.* (1993) indicam que as empresas menos rentáveis aumentam o volume de informação divulgada, por forma a explicar as razões do seu desempenho. Já segundo Meek *et al.* (1995) as empresas com um bom desempenho tendem a divulgar um maior volume de informação.

Singhvi *et al.* (1971) concluíram nos seus estudos que a rendibilidade não apresentava qualquer nível de significância relativamente ao índice de divulgação.

Os índices de rendibilidade são utilizados com frequência em estudos sobre a divulgação da informação (Meek *et al.*,1995; Oliveira *et al.*,2006 e Petersen *et al.*,2006). Assim, o valor da rendibilidade do investimento total foi retirado da base de dados *DataStream*, através do valor do indicador ROA.

Neste sentido, há alguma dificuldade relativamente ao sinal que caracteriza a relação entre a rendibilidade do investimento total e o volume da informação divulgada.

**H4:** Existe relação entre o ROA e a informação divulgada?

## 5. Liquidez

A variável liquidez indica a capacidade da empresa para solver os seus compromissos, com os recursos de que a empresa dispõe no momento.

Foi sugerido por Wallace *et al.* (1994) que as empresas com reduzida liquidez pode aumentar o nível de divulgação a fim de fornecer mais detalhes sobre o fraco desempenho para dar garantias aos seus investidores.

Belkaoui e Kahl (1978) encontraram uma relação positiva entre a liquidez e a divulgação da informação, embora os resultados fossem insignificantes.

Neste estudo utilizou-se o rácio relativo à Liquidez Geral das empresas, que se mede através do Total do Ativo Corrente/ Total do Passivo Corrente:

$$Liq_{i,t} = \frac{TAtivoCorrente_{i,t}}{TPaSCorrente_{i,t}}$$

Apesar de não haver consenso quanto ao sinal previsto, pretende-se estudar a seguinte hipótese:

**H5:** Existe relação entre a liquidez das empresas e a informação divulgada?

## 6. Rendibilidade do Capital Próprio

Este indicador traduz o lucro que a empresa gerou com o capital dos acionistas. As empresas com ROE mais elevado aparentemente traduzem mais riqueza para o acionista. De acordo com Brandão (2002) um dos indicadores de rentabilidade da estrutura financeira é o *Return on Equity* (ROE) ou retorno sobre o capital próprio. O ROE é uma medida de desempenho empresarial bastante utilizada para determinar o retorno sobre o património líquido.

Silveira (2002) utiliza a rendibilidade do capital próprio no seu estudo sobre governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.

Lang *et al.*, 1993 apoiam que é o desempenho relativo da empresa que determina a extensão da informação a divulgar. No entanto, (Singhvi *et al.*, 1971) defendem que

ganhos elevados incentivam a administração a divulgar maior volume de informação, com o objetivo de reforçarem o sucesso perante os acionistas.

A Rendibilidade do Capital Próprio foi então calculada com base no rácio do Resultado Líquido do Período/ Total do Capital Próprio:

$$ROE_{i,t} = \frac{RLP_{i,t}}{TotalCPI,t}$$

Apesar das opiniões mistas nos estudos já realizados, pretende-se estudar a seguinte hipótese:

**H6:** Existe relação entre a Rendibilidade do Capital Próprio e a informação divulgada?

## 7. Tamanho do Conselho de Administração

Na perspetiva da teoria da agência, os Conselhos de Administração com um elevado número de membros são ineficientes, devido a problemas de comunicação e coordenação.

Lipton e Lorsh (1992) consideram o tamanho do Conselho de Administração um aspeto fundamental para a sua eficiência. Por outro lado, Vafeas (2000) argumenta que os investidores valorizam mais as informações fornecidas por empresas com conselhos mais reduzidos. Também Yermack (1996) no seu estudo mostra que as empresas com conselhos de menor tamanho são mais valorizadas pelo mercado do que empresas com um número maior de membros do conselho.

O tamanho do conselho deve ser obtido através da divisão do número total de membros que constituem o conselho de administração da empresa pelo Ln do Total do Ativo, segundo Góis (2007) citado por Oliveira (2015). Assim, considera-se que uma empresa de maior dimensão, tenha maior e mais complexas atividades, necessitando de mais elementos para desempenhar as tarefas.

Para o cálculo do tamanho do CA, foi considerado o rácio do número Total de Membros do Conselho de Administração/ Ln do Total de Ativos:

$$TCA_{i,t} = \frac{NTotalMemConsAdmini,t}{LnTAtivoi,t}$$

Procura-se estudar a relação entre o índice de divulgação e o tamanho do CA através da seguinte hipótese:

**H7:** Existe relação entre o tamanho do Conselho de Administração e a informação divulgada?

### 3.6 Metodologia

A metodologia adotada para o desenvolvimento do estudo consiste na estimação de regressão utilizando Modelos com Dados em Painel.

Para realizar a análise dos dados utiliza-se um modelo com dados agrupados através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinários (*Pooled OLS*). Deste modo, partindo da variável dependente e do levantamento das variáveis independentes, construiu-se o seguinte modelo de regressão linear que irá permitir estudar e apresentar as conclusões sobre as características das empresas que se relacionam com o Índice de Cumprimento e Divulgação.

Com base nos objetivos do estudo e nas hipóteses apresentadas anteriormente, aplica-se o seguinte modelo:

$$IndCumpGlobi,t = \beta_0 + \beta_1 Dimeni,t + \beta_2 Endivi,t + \beta_3 Rendi,t + \beta_4 RITi,t + \beta_5 Liq i,t + \beta_6 ROEi,t + \beta_7 TCAi,t + \varepsilon_{i,t}$$

Onde:

*IndCumpGlobi,t* – Índice de Cumprimento e Divulgação Global do Código do Governo das Sociedades da empresa *i*, no período *t*

*Dimeni,t* – Dimensão da empresa *i*, no período *t*

*Endivi,t* – Grau de Endividamento da empresa *i*, no período *t*

*Rendi,t* – Rendimento por Ação da empresa *i*, no período *t*

*RITi,t* – Rendibilidade do Investimento Total da empresa *i*, no período *t*

*Liqi,t* – Liquidez da empresa *i*, no período *t*

*ROEi,t* – Rendibilidade do Capital Próprio da empresa *i*, no período *t*

*TCAi,t* – Tamanho do Conselho de Administração da empresa *i*, no período *t*

Os coeficientes  $\beta$  são os parâmetros a estimar,  $\beta_0$  é o valor da constante e os coeficientes  $\beta_1$  a  $\beta_7$  representam o efeito sobre os índices de variação de cada uma das variáveis independentes. O *i* representa cada empresa e o *t* representa cada um dos anos da amostra. O termo de perturbações  $\mathcal{E}_{i,t}$  corresponde à variação dos índices não explicados pelas características e pelos indicadores específicos das empresas consideradas neste modelo.

## Capítulo 4-Apresentação e discussão dos resultados

### 4.1 Análise descritiva dos dados

Por forma a caracterizar a amostra em estudo, constituída por 159 observações foi feita uma análise descritiva das variáveis utilizadas. Os valores relativos à estatística descritiva para as variáveis quantitativas estão representados na tabela 13. As medidas utilizadas são o valor médio, a mediana, o valor mínimo e o valor máximo, o desvio-padrão, o coeficiente de variação, o enviesamento e a curtose.

Tabela 13: Análise descritiva da amostra

| Variáveis                           | Média  | Mínimo   | Máximo  | Mediana | Desvio-Padrão | Coeficiente de Variação | Enviesamento | Curtose |
|-------------------------------------|--------|----------|---------|---------|---------------|-------------------------|--------------|---------|
| IndCumpGlobal                       | 0,854  | 0,500    | 1,000   | 0,877   | 0,119         | 0,140                   | -0,845       | 0,336   |
| Dimensão                            | 13,598 | 9,710    | 17,581  | 13,346  | 1,725         | 0,127                   | 0,153        | -0,293  |
| Endividamento                       | 0,671  | 0,027    | 2,148   | 0,668   | 0,274         | 0,408                   | 1,439        | 8,015   |
| Rendimento por Ação                 | 3,434  | 0,000    | 25,320  | 2,120   | 4,148         | 1,208                   | 1,976        | 5,231   |
| Rendibilidade do Investimento Total | 0,938  | -417,730 | 137,620 | 3,710   | 35,051        | 37,368                  | -9,871       | 119,820 |
| Liquidez                            | 1,254  | 0,140    | 7,650   | 0,960   | 1,194         | 0,952                   | 3,417        | 13,207  |
| Rendibilidade do CP                 | 3,665  | 436,520  | 84,800  | 8,910   | 41,514        | 11,327                  | -7,836       | 77,699  |
| Tamanho do CA                       | 0,689  | 0,216    | 1,354   | 0,620   | 0,274         | 0,398                   | 0,483        | -0,553  |

Fonte: Elaboração própria

Os valores apresentados no Quadro mostram as principais estatísticas descritivas das variáveis incluídas no modelo. Relativamente ao Índice de Cumprimento Global os resultados mostram que a média relativa às empresas que constituem a amostra foi de 85,4%, sendo que o valor mínimo obtido foi de 50% e o valor máximo de 100%. O valor da mediana indica que 50% das observações apresentam um Índice de Cumprimento

Global superior a 87.7%. O coeficiente de variação de 14% indica uma significativa representatividade do valor da média enquanto medida estatística.

O Coeficiente de Variação é uma medida padronizada de dispersão e é frequentemente expressa em percentagem, sendo definido como a razão entre o desvio padrão pela média. Em termos práticos, considera-se que um coeficiente de variação superior a 50% indica um alto grau de dispersão relativa e, conseqüentemente uma representatividade pequena da média enquanto medida estatística. Para valores do coeficiente de variação inferiores a 50%, a média será tanto mais representativa quanto menor for o valor deste coeficiente. Podemos então considerar a média como uma medida estatisticamente representativa para a variável dependente (14%) e para as seguintes variáveis independentes: (i) Dimensão (12,7%); (ii) Endividamento (40,8%); e (iii) Tamanho do CA (39,8%).

No que respeita ao enviesamento, uma distribuição é considerada enviesada se as observações estiverem distribuídas de forma não simétrica. Um enviesamento positivo corresponde a uma distribuição onde a maioria das observações se situam à esquerda da média, enquanto um enviesamento negativo corresponde a uma distribuição onde existem mais observações à direita da média. Apresentam um enviesamento positivo as seguintes variáveis: (i) Dimensão (0,153); (ii) Endividamento (1,439); (iii) Rendimento por Ação (1,976); (iv) Liquidez (3,417) e (v) Tamanho do CA (0,483). Quanto à variável dependente, esta apresenta um enviesamento negativo (-0,845), bem como as restantes variáveis independentes: (i) Rendibilidade do Investimento Total (-9,871); e (ii) Rendibilidade do Capital Próprio (-7,836).

O grau de achatamento de uma distribuição, grau de curtose, mede-se através do coeficiente de achatamento. As medidas de curtose indicam a intensidade das frequências na vizinhança dos valores centrais. Se o valor deste coeficiente for igual a três (3) a distribuição é mesocúrtica, se for superior a três (3) a distribuição é leptocúrtica e se for inferior a três (3) é platicúrtica. As seguintes variáveis independentes apresentam uma distribuição leptocúrtica: (i) Endividamento (8,015); (ii) Rendimento por Ação (5,231); (iii) Rendibilidade do Investimento Total (119,820); (iv) Liquidez (13,207); e Rendibilidade do Capital Próprio (77,699). Quanto à variável dependente e às restantes variáveis independentes a distribuição é platicúrtica.

## 4.2 Correlação entre variáveis

De modo a testar a existência das correlações entre as variáveis em estudo, procedemos à análise dos coeficientes de *Pearson*<sup>3</sup>, apresentados na tabela 14, obtida através do programa *SPSS*.

Tabela 14: Correlações de *Pearson* entre as variáveis

|                                     | IndCumpGlobal | Dimensão | Endividamento | Rendimento por Ação | Rendibilidade do Investimento Total | Liquidez | Rendibilidade do CP | Tamanho do CA |
|-------------------------------------|---------------|----------|---------------|---------------------|-------------------------------------|----------|---------------------|---------------|
| IndCumpGlobal                       | 1             | ,224**   | -,130*        | -0,086              | -0,111                              | 0,089    | -0,094              | ,178*         |
| Dimensão                            |               | 1        | -,287**       | ,223**              | 0,044                               | 0,040    | 0,084               | ,523**        |
| Endividamento                       |               |          | 1             | -,173*              | ,215**                              | -,569**  | ,224**              | -,151*        |
| Rendimento por Ação                 |               |          |               | 1                   | 0,099                               | 0,063    | ,181*               | ,211**        |
| Rendibilidade do Investimento Total |               |          |               |                     | 1                                   | -,217**  | ,896**              | -0,092        |
| Liquidez                            |               |          |               |                     |                                     | 1        | -,197**             | -0,027        |
| Rendibilidade do CP                 |               |          |               |                     |                                     |          | 1                   | -0,079        |
| Tamanho do CA                       |               |          |               |                     |                                     |          |                     | 1             |

\* a correlação é significativa ao nível de 5%; \*\* a correlação é significativa ao nível de 1 %

Fonte: Elaboração própria

Analisando a tabela 14, podemos verificar a existência de correlações negativas entre a variável dependente e as variáveis independentes endividamento, rendimento por ação, ROA e ROE. No entanto, ao observar os valores destas correlações, não se verifica nenhuma correlação particularmente forte.

<sup>3</sup> O coeficiente de correlação de Pearson é uma medida do grau de relação linear entre duas variáveis quantitativas. Este coeficiente varia entre os valores -1 e 1. O valor 0 (zero) significa que não há relação linear, o valor 1 indica uma relação linear perfeita e o valor -1 também indica uma relação linear perfeita, mas inversa. Quanto mais próximo estiver de 1 ou -1, mais forte é a associação linear entre as duas variáveis.

A correlação positiva entre o Tamanho do CA e a Dimensão (0,523) corrobora a ideia de que empresas de maior dimensão apresentam um CA mais numeroso. Para além desta, existem ainda mais duas correlações acima de 0,5: (i) correlação negativa entre o Endividamento e a Liquidez(-0,569); (ii) correlação positiva entre o ROA e o ROE (0,896).

Analisando o nível de correlação entre as variáveis independentes, conclui-se que, de uma forma geral, estas apresentam níveis de correlação fracos entre elas. Como se pode ver, não existe nenhum valor particularmente forte e significativo entre as variáveis independentes e o índice de cumprimento global, afastando assim a hipótese de existência de multicolinearidade entre estas variáveis.

### 4.3 Resultados dos testes de diagnóstico

De modo a decidir qual o modelo que mais se adequa foram realizados testes adequados e interpretaram-se os respetivos resultados. Os testes de diagnóstico efetuados foram o teste F e o teste *Breusch-Pagan*.

O primeiro teste consistiu em avaliar se o modelo de mínimos quadrados (*OLS*) agrupados (*pooled*) é mais adequado que o modelo de efeitos fixos recorrendo ao teste da estatística *F*. As hipóteses testadas são:

$H_0$ : pool, OLS

$H_1$ : efeitos fixos, LSDV

Se o *p-value* < 0,05 a hipótese nula é rejeitada, ou seja, rejeita-se o modelo *pooled*, considerando que o modelo com efeitos fixos é o mais adequado.

Com base neste teste, constatamos que o modelo *OLS pooled* é o mais adequado para o nosso estudo, e rejeitamos a hipótese alternativa do modelo de efeitos fixos pois, o *p-value* é 0,293549, ou seja, superior a 0,05. Os resultados do teste F estão representados na figura seguinte.

F(33, 118) = 1,14536 com valor p 0,293249  
(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos fixos.)

Figura 5: Diagnóstico de Painel, teste F

Fonte: *Output do Gretl.*

De seguida, efetuou-se o teste *Breusch – Pagan* de modo a aferir se o modelo *OLS pooled* é mais adequado que o modelo de efeitos aleatórios. As hipóteses testadas são:

$H_0$  : *pool*, OLS

$H_1$  : efeitos aleatórios, GLS

Se o p-value < 0,05 rejeita-se o modelo *pooled*,  $H_1$  considerando o modelo com efeitos aleatórios o mais adequado.

Os resultados do teste evidenciam que o modelo *OLS pooled* é mais adequado que o modelo de efeitos aleatórios uma vez que o *p-value* é superior a 0,05. Os resultados relativos a este teste encontram-se na figura 6:

Estatística de teste Breusch-Pagan:

LM = 0,4694 com valor p = prob(*qui-quadrado*(1) > 0,4694) = 0,493263  
(Um valor p baixo contraria a hipótese nula de que o modelo Mínimos Quadrados (OLS) agrupado (pooled) é adequado, validando a hipótese alternativa da existência de efeitos aleatórios.)

Figura 6: Diagnóstico de Painel, teste *Breusch-Pagan*

Fonte: *Output do Gretl.*

Face aos resultados de ambos os testes de diagnósticos realizados, verifica-se que deve ser utilizado, o método de regressão de estimação dos dados em painel (*pooled regression*) com a aplicação do método dos mínimos quadrados ordinários (*OLS – ordinary least squares*).

#### 4.4 Resultados das estimações

O modelo 1 pretende explicar o impacto das variáveis independentes no Índice de Cumprimento e Divulgação Global. Desta forma, interpretam-se de seguida os resultados obtidos na regressão da estimação da regressão, presente na tabela 15.

Tabela 15: Resultados da estimação

|                                     | <i>Coefficiente</i> | <i>rácio-t</i> | <i>valor p</i> |    |
|-------------------------------------|---------------------|----------------|----------------|----|
| Dimensão                            | 0,0173265           | 2,146          | 0,0393         | ** |
| Endividamento                       | -0,115555           | -1,746         | 0,0902         | *  |
| Rendimento por Ação                 | -0,00449805         | -2,318         | 0,0268         | ** |
| Rendibilidade do Investimento Total | -0,00048463         | -0,9754        | 0,3365         |    |
| Liquidez                            | -0,00456086         | -0,4503        | 0,6554         |    |
| Rendibilidade do Capital Próprio    | 0,000222237         | 0,4636         | 0,6459         |    |
| Tamanho do CA                       | 0,0490075           | 1,002          | 0,3238         |    |

\*o coeficiente é significativo ao nível de 10%; \*\* o coeficiente é significativo ao nível de 5%

Fonte: Elaboração própria

O  $R^2$  ajustado é uma das medidas que permite avaliar a qualidade do ajustamento do modelo. Neste caso, significa que usando estas 7 variáveis independentes, é possível explicar de forma aproximada 9% da variação do índice de cumprimento global. Este resultado permite-nos concluir que este modelo não explica 91% do nível de divulgação e cumprimento relativo ao Relatório do Governo das Sociedades, o restante é explicado por outras variáveis não consideradas no modelo. Contudo, o facto desta medida ser baixa não indica que este modelo de regressão não é adequado. Podemos<sup>4</sup> ter um valor baixo de  $R^2$  ajustado para um bom modelo ou um valor alto de  $R^2$  ajustado para um modelo que não se encaixa nos dados.

<sup>4</sup> Segundo <http://blog.minitab.com/blog/adventures-in-statistics-2/regression-analysis-how-do-i-interpret-r-squared-and-assess-the-goodness-of-fit>)

Podemos verificar que o Índice de Cumprimento Global está relacionado negativamente com: (i) Endividamento; (ii) Rendimento por Ação; (iii) Rendibilidade do Investimento Total; (iv) Liquidez, uma vez que os coeficientes destas variáveis explicativas são negativos, embora as variáveis RIT e Liquidez não são estatisticamente significativas. A variável Dimensão é estatisticamente significativa ao nível de 5% e a variável Endividamento ao nível de 10%. Dada esta relação, podemos interpretar que quanto menor for o valor das variáveis explicativas maior é o Índice de Cumprimento Global.

No que se refere à variável **Endividamento**, os resultados obtidos confirmam a hipótese H<sub>2</sub>, segundo as conclusões de Abd-Elsalam *et al.* (2003) e Zarzeski (1996) que defendem a existência de uma relação negativa entre o nível de práticas de divulgação e o nível de endividamento, explicando que as empresas com elevadas taxas de endividamento estarão dependentes de financiamento bancário, dado os mercados de capitais, nesse caso, não serem vistos como a principal fonte de financiamento, daí a informação empresarial tornar-se tendencialmente privada.

No que concerne à variável **Rendimento por Ação** não existe consenso na literatura, contudo segundo Singhvi *et al.*, 1971, citado por Oliveira (2015), esta variável é vista no contexto dos custos de agência, na medida em que os administradores das empresas que atribuem dividendos por ação mais elevados, utilizam a informação externa para obterem vantagens pessoais, confirmando assim H<sub>3</sub>.

Relativamente à variável **Rendibilidade do Investimento Total**, apesar de não existir consenso na literatura, os resultados confirmam a hipótese H<sub>4</sub> corroborados por Lang *et al.* (1993) que assinalam o facto de as empresas menos rentáveis procederem a um acréscimo do volume de informação a divulgar, no sentido de explicarem as razões do porquê do seu menor desempenho e simultaneamente assegurarem perante o mercado, as expectativas de crescimento futuro.

A variável **Liquidez** também não apresenta consenso quanto ao resultado obtido, contudo os resultados vão ao encontro do estudo de Wallace *et al.* (1994) considerando que as empresas menos líquidas recorrem ao acréscimo da informação a divulgar como forma de justificar o seu fraco desempenho. Desta forma, podemos confirmar H<sub>5</sub>.

As variáveis positivamente relacionadas com o Índice de Cumprimento Global são: (i) Dimensão; (ii) Rendibilidade do Capital Próprio; (iii) Tamanho do CA, contudo

apenas a variável Dimensão é estatisticamente significativa ao nível de 5%. Conclui-se então que quanto maior for o valor destas variáveis explicativas maior será o valor da variável dependente.

A variável **Dimensão** apresenta uma correlação positiva com significância de 5%, confirmando H<sub>1</sub> uma vez que existe um consenso geral quanto à relação positiva entre a dimensão de uma empresa e o seu grau de divulgação. Esta é considerada uma variável importante face aos níveis de divulgação. Assim, as empresas com maior dimensão tendem a divulgar maior quantidade de informação.

A variável **Rendibilidade do Capital Próprio**, divide as opiniões quanto ao sinal da relação com a informação divulgada. Na perspetiva de Wang *et al.* (2008) o nível de divulgação está positivamente relacionado com o desempenho da empresa, medido pelo retorno do capital próprio, segundo o estudo dos determinantes da divulgação nos relatórios anuais das empresas chinesas cotadas, que emitem ações nacionais e estrangeiras.

No que toca á variável **Tamanho do Conselho de Administração**, Dalton *et al.* (1999) defendem que um conselho de administração composto por um maior número de elementos pode efetivamente supervisionar, as ações de gestão e proporciona uma melhor experiência, omitindo referência à divulgação da informação. Para Allegrini *et al* (2013) consideram que um CA de maior dimensão pode contribuir de forma mais decisiva para atenuar os conflitos, entre acionistas maioritários e minoritários, relacionados com a divulgação da informação. Desta forma, podemos confirmar H<sub>7</sub>.

Assim, os resultados indicam que as principais características determinantes subjacentes à divulgação são as variáveis dimensão, endividamento e rendimento por ação. Os resultados relativos à variável tamanho do CA surpreendem na medida em que esta não apresenta uma significância estatística e seria de esperar que o tamanho do CA fosse uma variável determinante e estatisticamente significativa.

Na tabela seguinte, apresenta-se um resumo dos resultados obtidos:

Tabela 16: Resumo dos resultados das hipóteses

| H              | Hipóteses   | Sinal Previsto | Sinal Obtido |
|----------------|---|----------------|--------------|
| H <sub>1</sub> | Existe uma relação (positiva) entre a dimensão e a informação divulgada pelas empresas? | +              | +            |
| H <sub>2</sub> | Existe relação entre o endividamento e a informação divulgada?                          | +/-            | -            |
| H <sub>3</sub> | Existe relação entre o rendimento por ação e a informação divulgada?                    | +/-            | -            |
| H <sub>4</sub> | Existe relação entre o ROA e a informação divulgada?                                    | +/-            | -            |
| H <sub>5</sub> | Existe relação entre a liquidez das empresas e a informação divulgada?                  | +/-            | -            |
| H <sub>6</sub> | Existe relação entre a Rendibilidade do Capital Próprio e a informação divulgada?       | +/-            | +            |
| H <sub>7</sub> | Existe relação entre o tamanho do Conselho de Administração e a informação divulgada?   | +/-            | +            |

Fonte: Elaboração própria



## Capítulo 5-Conclusão

Tal como definido inicialmente, neste estudo pretendeu-se conhecer os fatores que influenciam o cumprimento das recomendações da CMVM relativas ao Governo das Sociedades. Para esse feito, foi criado o Índice de cumprimento e divulgação, que após a sua análise é possível concluir que este aumentou no período em estudo, de 2013 a 2017.

Numa primeira abordagem, a revisão da literatura permitiu estabelecer um leque de hipóteses baseadas nas características mais preponderantes no âmbito da divulgação da informação relativa ao governo das sociedades, que influenciam as sociedades no cumprimento das recomendações. Estas características estão relacionadas com a estrutura e o desempenho da empresa, o mercado e a administração.

Relativamente ao índice criado, podemos verificar que algumas empresas cumprem todas as recomendações da CMVM relativas ao Governo das Sociedades. De realçar também a melhoria no que diz respeito á explicação dos itens não cumpridos nos Relatórios do Governo das Sociedades das empresas.

A relação positiva e estatisticamente significativa existente entre a variável dimensão e o índice de cumprimento global, corrobora a ideia de vários autores de que as maiores empresas são as que mais cumprem as recomendações sobre o Governo das Sociedades. Para além desta variável, também o endividamento e o rendimento por ação apresentam uma relação estatisticamente significativa, mas ao contrário da variável dimensão, esta relação é negativa. Apesar de não existir um consenso na literatura quanto a estas variáveis, os resultados obtidos permitiram validar as hipóteses estabelecidas. Relativamente às outras variáveis, apesar de não influenciarem significativamente o nível de divulgação, foram aceites as hipóteses iniciais uma vez que apresentam uma relação que vai ao encontro da literatura referida.

Uma das principais limitações deste estudo foi a falta de dados relativos ao conselho de administração. A base de dados utilizada, *DataStream*, dispunha de muito poucos dados para as empresas em estudo no que respeita ao número de membros do conselho de administração, ao número de administradores dependentes e independentes, ao número de administradores executivos e não executivos, o que limitou as variáveis em estudo.

A 1 de janeiro de 2018 foi assinado o protocolo entre a CMVM e o IPCG, que estabelece a entrada em vigor do novo Código de *Corporate Governance* do IPCG em substituição do Código da CMVM. Uma futura hipótese de investigação seria fazer uma comparação das empresas cotadas entre a utilização do Código da CMVM e o novo Código de *Corporate Governance* por forma a analisar de que modo este protocolo trará vantagens na melhoria da divulgação da informação. Uma vez que este estudo foi aplicado apenas a Portugal, seria também importante alargar este estudo a outros países e se possível fazer uma comparação entre estes. A utilização de mais e diferentes variáveis poderá permitir um estudo mais elaborado e poderá explicar de forma diferente o nível de divulgação da informação.

Deste modo, este estudo contribui para o enriquecimento da literatura sobre a temática do Governo das Sociedades, sendo útil para os administradores, acionistas e outros investidores das empresas. Torna-se cada vez mais importante que os investidores confiem na informação que é divulgada pelas empresas, e quanto mais transparente e maior for a quantidade desta, mais eficaz e eficiente se torna o mercado de capitais.

## Referências Bibliográficas

Abd-Elsalam, O.; Weetman, P. (2003) “Introduction international accounting standards to an emerging capital market: relative familiarity and language effect in Egypt” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. 12, 63-84

Abreu, J. (2010) *Governança das Sociedades Comerciais* (2ªed.). Coimbra: Almedina.

Akerlof, G. (1970) “The Market for Lemons: Quality uncertainty and the market mechanism” *The Quarterly Journal of Economics*. 84 (3), 488-500

Albitar, K. (2015). "Firm Characteristics, Governance Attributes and Corporate Voluntary "

Alves, H. (2011). *Corporate Governance determinants of voluntary disclosure and its effects on information asymmetry: an analysis for Iberian Peninsula listed companies*. Universidade de Coimbra, Faculdade de Economia

Allegrini, M.; Greco, G. (2011) “Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies”. *Journal of Management and Governance*

Allegrini, Marco; Greco, Gulio (2013) "Corporate Boards, Audit Committees and Voluntary Disclosure: Evidence From Italian Listed Companies". *Journal of Management and Governance*. Vol. 17, No.1, February, pp.187-216

Arcay, M.; Vázquez, M. (2005) “Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain” *Advances in Accounting*. 21, 299-331

Barontini, R., & Bozzi, S. (2011). "Board compensation and ownership structure: Empirical evidence for Italian listed companies". *Journal of Management and Governance*, 15, 59-89

Batista, C.D.B. (2009). *As variáveis determinantes na escolha do modelo de corporate governance em Portugal*. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Economia. Universidade do Porto

Beattie, Vivien A.; Goodacre, Alan; Thompson, Sarah J. (2006). “International Lease Accounting Reform and Economic Consequences: The Views of UK Users and Preparers”. *The International Journal of Accounting*; Vol. 41, No.1, March, pp.75-103

- Belkaoui, A.R., Kahl, A., (1978). "Corporate financial disclosure in Canada". Research Monograph No. 1 of Canadian Certified General Accountants Association. Vancouver
- Ben-Amar, W., & Boujenoui, A. (2006). "Factors explaining corporate governance disclosure quality: Canadian evidence". University of Ottawa School of Management
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). "Corporate governance and firm performance". *Journal of Corporate Finance*, 14: 257–273
- Brandão, E. (2002). Finanças. (2.º ed.). Porto: Porto Editora
- Brown, L., & Caylor, M. (2004). "Corporate Governance and Firm Performance". Working paper. Georgia State University
- Cadbury, Adrian *et al.* (1992); "Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance"; British Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance
- Câmara, Paulo (2002); "Códigos de Governo das Sociedades"; Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários (Dossier em Homenagem a Mafalda Gouveia Marques), No.15, pp.65-90
- Camfferman, K.; Cooke, T. (2002) "An analysis of disclosure in the annual reports of UK and Dutch companies" *Journal of International Accounting Research*. 1, 3-30
- CMVM – Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2005); "Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas"
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013). Código de governo das sociedades da CMVM 2013 (Recomendações)
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (2013). Regulamento da CMVM n.º 4/ 2013 – Governo das sociedades
- Campos, L. (2015). *Influência das características dos modelos de Corporate Governance no desempenho empresarial: evidência empírica nas empresas cotadas em Portugal*. Dissertação de Mestrado. Instituto Politécnico de Bragança
- Couto, Gonçalo F. D. (2015) *O Cumprimento das Recomendações da CMVM sobre o Governo das Sociedades Cotadas e o Desempenho Bolsista*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças. Universidade de Coimbra

- Crespo Domínguez, Miguel Ángel (2010); “La Empresa: Información Financiera y Gobierno Corporativo”; Universidade de Vigo, Lección Inaugural Curso 2010/2011
- Cronje, C. & Moolman, S. (2013). "Intellectual capital: measurement, recognition and reporting". *South African Journal of Economic and Management Sciences*. 16(1), 112
- Crowther, D., & Seifi, S. (2011). Corporate Governance and International Business
- Dalton, Dan R.; Daily, Catherine M.; Johnson, Jonathan L.; Ellstrand, Alan E. (1999). “Number of Directors and Financial Performance: A Meta-Analysis”; *The Academy of Management Journal*. Vol. 42, No.6, December, pp.674-686
- Donaldson, L. & Davis, J. (1991). "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholders returns". *Australian Journal of Management*, 16(1), 49-64
- Drobetz W., Schillhofer A. and Zimmermann H., (2004)." Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from German". *European Financial Management*. 10 (2), 267-293
- Durnev, A., Kim, E.H., 2002. "To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation". University of Michigan
- Esperança, J., Sousa, A., Soares, E., Pereira, I. (2011). *Corporate Governance no Espaço Lusófono*. Alfragide: Texto Editores
- Estrela, Ana M. D. (2016) *Análise da Relação entre e o Grau de Cumprimento do Governo das Sociedades e as Características das Entidades Financeiras Cotadas na Península Ibérica*. Tese de mestrado em Contabilidade e Fiscalidade Empresarial. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Coimbra
- Fama, Eugene F.; Jensen, Michael C. (1983). “Separation of Ownership and Control”; *Journal of Law and Economics*. Vol. 26, Issue 2, June, pp. 301-325
- García Soto, María G. (2003); “El Gobierno Corporativo y las Decisiones de Crecimiento Empresarial”
- Ghasempour, A. & Yusof, M. (2014). "The effect of fundamental determinants on voluntary disclosure of financial and nonfinancial information: The case of internet reporting on Theran Stock Exchange". *The International Journal of Digital Accounting Research*, 14, 37-56

Góis, Cristina M. G. (2013). “A Governação das Sociedades – Qual a Ligação ao Relato Financeiro?”. Lisboa: Revista Ordem Técnicos Oficiais de Contas, N.º 157, Ano XIV, abril, pp. 56-61

Góis, Cristina M. G. (2013). “A Governação das Sociedades – Qual a Ligação ao Relato Financeiro?”. Lisboa: Revista Ordem Técnicos Oficiais de Contas, N.º 158, Ano XIV, abril, pp. 57-61

Inácio, H.C., M. M. Santos and E.S. Vieira (2015), “Governo das Sociedades e a Opinião do Auditor: evidência portuguesa 2008-2011”, *Revista Universo Contabil*, Vol. 11, Nº3, pp. 150-168

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

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

Lang, M; Lundholm, R (1993); “Cross-Sectional Determinants of Analysts Ratings of Corporate Disclosures”; *Journal of Accounting Research*; Vol. 31, No.2, Autumn, pp.246-271

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

Lipton, M.; Lorsch, J. (1992) “A modest proposal for improved corporate governance” *Business Lawyer*. 48 (1), 59- 77

Marques, Miguel A.; Câmara, Paulo; Modesto, Leonor (2013). “Governo das Sociedades em Portugal em 2012”; Relatório do Centro de Estudos Aplicados da Universidade Católica Lisbon School of Business and Economics/AEM, com o apoio da Nyse Euronext

Meek, Gary K.; Roberts, Clare B.; Gray, Sidney J. (1995). “Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations”. *Journal of International Business Studies*. Vol. 26, No.3, Third Quarter, pp.555-572

Miranda, Catarina Alves Ribeiro de (2014). *A influência do Governo das Sociedades na qualidade dos resultados*. Dissertação de Mestrado em Finanças de Fiscalidade. Faculdade de Economia da Universidade do Porto

OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económico (2004). “Os Princípios da OCDE sobre o Governo das Sociedades”. Grupo de Orientação sobre o Governo das Sociedades da OCDE

Oliveira, Helena M. S. (2015); *A Estrutura Conceptual da Informação Financeira e o Governo das Sociedades: Análise da Relação entre as Características das Empresas Cotadas em Portugal e a Informação Divulgada*. Tesis Doctoral. Universidad de Vigo. Facultad de Ciencias Economicas y Empresariales. Departamento de Economía Financeira e Contabilidade

Oliveira, Lúcia; Rodrigues, Lúcia L.; Craig, Russell (2006). “Firm-Specific Determinants of Intangibles Reporting: Evidence from the Portuguese Stock Market”; *Journal of Human Resource Costing and Accounting*. Vol. 10, No.1, pp.11-33

Petersen, Christian V.; Plenborg, Thomas (2006). “Voluntary Disclosure and Information Asymmetry in Denmark”; *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Vol. 15, No.2, pp.127-149

Ribeiro, Nuno M. R. (2014) *A Relação Entre o Governo das Sociedades e a Responsabilidade Social: Estudo de Caso das Empresas Cotadas no PSI20*. Dissertação de mestrado em Auditoria. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

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

Sheikh, Nadeem A.; Wang, Zongjun (2012). “Effects of Corporate Governance on Capital Structure: Empirical Evidence from Pakistan”; *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. Vol. 12, No.5, December, pp.629-641

Silveira, A. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa*. Dissertação de Mestrado. São Paulo

Singhvi, Surendra S.; Desai, Harsha B. (1971); “An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure”; *The Accounting Review*; Vol. 46, No.1, January, pp.129-138

- Tsamenyi, M., Enninful-Adu, E. & Onumah, J. (2007). "Disclosure and corporate governance in developing countries: evidence from Ghana". *Managerial Auditing Journal*, 22(3), 319-334
- Vafeas, Nikos (2000). "Board Structure and the Informativeness of Earnings". *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol. 19, No.2, June, pp.139-160
- Verrecchia, R. (1983). "Discretionary disclosure". *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179-194
- Wallace, R. S. Olusegun; Naser, Kamal; Mora, Araceli (1994). "The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain". *Accounting and Business Research*. Vol. 25, No.97, pp.41-53
- Wang, Kung.; Sewon, O.; Claiborne, M. Cathy (2008). "Determinants and Consequences of Voluntary Disclosure in an Emerging Market: Evidence From China". *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*. Vol. 17, No.1, pp.14-30
- Williamson, O. E. (1985). "The modern corporation: origins, evolution, attributes". *Journal of Economic Literature*. 91(10), 1537-1568
- Williamson, O. E. (2002). "The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract". *The Journal of Economic Perspectives*. 16(3)
- Yermack, David (1996). "Higher Market Valuation of Companies With a Small Board of Directors". *Journal of Financial Economics*. Vol. 40, No.2, February, pp.185-211
- Zarzeski, Marilyn T. (1996). "Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces on Accounting Disclosure Practices". *Accounting Horizons*. Vol. 10, No.1, March, pp.18-37

## Anexo 1- Lista das empresas utilizadas na amostra

| Nº | NOME               | SÍMBOLO |
|----|--------------------|---------|
| 1  | ALTRI              | ALTR    |
| 2  | COFINA             | CFN     |
| 3  | COMPTA             | COMAE   |
| 4  | CORTICEIRA AMORIM  | COR     |
| 5  | CTT CORREIOS PORT  | CTT     |
| 6  | EDP                | EDP     |
| 7  | EDP RENOVÁVEIS     | EDPR    |
| 8  | ESTORIL SOL N      | ESON    |
| 9  | F.RAMADA           | RAM     |
| 10 | GALP               | GALP    |
| 11 | GLINTT             | GLINT   |
| 12 | IBERSOL            | IBS     |
| 13 | IMPRESA            | IPR     |
| 14 | INAPA              | INA     |
| 15 | J. MARTINS         | JMT     |
| 16 | LISGRAFICA         | LIG     |
| 17 | LUZ SAÚDE          | LUZ     |
| 18 | MÉDIA CAPITAL      | MCP     |
| 19 | MOTA ENGIL         | EGL     |
| 20 | NOS                | NOS     |
| 21 | NOVABASE           | NBA     |
| 22 | PHAROL             | PHR     |
| 23 | REDITUS            | RED     |
| 24 | REN                | RENE    |
| 25 | SAG GEST           | SVA     |
| 26 | SEMAPA             | SEM     |
| 27 | SONAE              | SON     |
| 28 | SONAE IND          | SONI    |
| 29 | SONAECOM           | SNC     |
| 30 | SUMOL+COMPAL       | SUCO    |
| 31 | TEIXEIRA DUARTE    | TDSA    |
| 32 | THE NAVIGATOR COMP | NVG     |
| 33 | TOYOTA CAETANO     | SCT     |
| 34 | VAA VISTA ALEGRE   | VAF     |

## **Anexo 2- Recomendações da CMVM 2013**

### CÓDIGO DE GOVERNO DAS SOCIEDADES DA CMVM 2013

#### RECOMENDAÇÕES

##### I. VOTAÇÃO E CONTROLO DA SOCIEDADE

I.1. As sociedades devem incentivar os seus acionistas a participar e a votar nas assembleias gerais, designadamente não fixando um número excessivamente elevado de ações necessárias para ter direito a um voto e implementando os meios indispensáveis ao exercício do direito de voto por correspondência e por via eletrónica.

I.2. As sociedades não devem adotar mecanismos que dificultem a tomada de deliberações pelos seus acionistas, designadamente fixando um quórum deliberativo superior ao previsto por lei.

I.3. As sociedades não devem estabelecer mecanismos que tenham por efeito provocar o desfasamento entre o direito ao recebimento de dividendos ou à subscrição de novos valores mobiliários e o direito de voto de cada ação ordinária, salvo se devidamente fundamentados em função dos interesses de longo prazo dos acionistas.

I.4. Os estatutos das sociedades que prevejam a limitação do número de votos que podem ser detidos ou exercidos por um único acionista, de forma individual ou em concertação com outros acionistas, devem prever igualmente que, pelo menos de cinco em cinco anos, será sujeita a deliberação pela assembleia geral a alteração ou a manutenção dessa disposição estatutária – sem requisitos de quórum agravado relativamente ao legal – e que, nessa deliberação, se contam todos os votos emitidos sem que aquela limitação funcione.

I.5. Não devem ser adotadas medidas que tenham por efeito exigir pagamentos ou a assunção de encargos pela sociedade em caso de transição de controlo ou de mudança da composição do órgão de administração e que se afigurem suscetíveis de prejudicar a livre transmissibilidade das ações e a livre apreciação pelos acionistas do desempenho dos titulares do órgão de administração.

## II. SUPERVISÃO, ADMINISTRAÇÃO E FISCALIZAÇÃO

### II.1. SUPERVISÃO E ADMINISTRAÇÃO

II.1.1. Dentro dos limites estabelecidos por lei, e salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o conselho de administração deve delegar a administração quotidiana da sociedade, devendo as competências delegadas ser identificadas no relatório anual sobre o Governo da Sociedade.

II.1.2. O Conselho de Administração deve assegurar que a sociedade atua de forma consentânea com os seus objetivos, não devendo delegar a sua competência, designadamente, no que respeita a: i) definir a estratégia e as políticas gerais da sociedade; ii) definir a estrutura empresarial do grupo; iii) decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante, risco ou às suas características especiais.

II.1.3. O Conselho Geral e de Supervisão, além do exercício das competências de fiscalização que lhes estão cometidas, deve assumir plenas responsabilidades ao nível do governo da sociedade, pelo que, através de previsão estatutária ou mediante via equivalente, deve ser consagrada a obrigatoriedade de este órgão se pronunciar sobre a estratégia e as principais políticas da sociedade, a definição da estrutura empresarial do grupo e as decisões que devam ser consideradas estratégicas devido ao seu montante ou risco. Este órgão deverá ainda avaliar o cumprimento do plano estratégico e a execução das principais políticas da sociedade.

II.1.4. Salvo por força da reduzida dimensão da sociedade, o Conselho de Administração e o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo adotado, devem criar as comissões que se mostrem necessárias para:

a) Assegurar uma competente e independente avaliação do desempenho dos administradores executivos e do seu próprio desempenho global, bem assim como das diversas comissões existentes;

b) Refletir sobre sistema estrutura e as práticas de governo adotado, verificar a sua eficácia e propor aos órgãos competentes as medidas a executar tendo em vista a sua melhoria.

II.1.5. O Conselho de Administração ou o Conselho Geral e de Supervisão, consoante o modelo aplicável, devem fixar objetivos em matéria de assunção de riscos e criar sistemas para o seu controlo, com vista a garantir que os riscos efetivamente incorridos são consistentes com aqueles objetivos.

II.1.6. O Conselho de Administração deve incluir um número de membros não executivos que garanta efetiva capacidade de acompanhamento, supervisão e avaliação da atividade dos restantes membros do órgão de administração.

II.1.7. Entre os administradores não executivos deve contar-se uma proporção adequada de independentes, tendo em conta o modelo de governação adotado, a dimensão da sociedade e a sua estrutura acionista e o respetivo free float. A independência dos membros do Conselho Geral e de Supervisão e dos membros da Comissão de Auditoria afere-se nos termos da legislação vigente, e quanto aos demais membros do Conselho de Administração considera-se independente a pessoa que não esteja associada a qualquer grupo de interesses específicos na sociedade nem se encontre em alguma circunstância suscetível de afetar a sua isenção de análise ou de decisão, nomeadamente em virtude de:

- a. Ter sido colaborador da sociedade ou de sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo nos últimos três anos;
- b. Ter, nos últimos três anos, prestado serviços ou estabelecido relação comercial significativa com a sociedade ou com sociedade que com esta se encontre em relação de domínio ou de grupo, seja de forma direta ou enquanto sócio, administrador, gerente ou dirigente de pessoa coletiva;
- c. Ser beneficiário de remuneração paga pela sociedade ou por sociedade que com ela se encontre em relação de domínio ou de grupo além da remuneração decorrente do exercício das funções de administrador;
- d. Viver em união de facto ou ser cônjuge, parente ou afim na linha reta e até ao 3.º grau, inclusive, na linha colateral, de administradores ou de pessoas singulares titulares direta ou indiretamente de participação qualificada;
- e. Ser titular de participação qualificada ou representante de um acionista titular de participações qualificadas.

II.1.8. Os administradores que exerçam funções executivas, quando solicitados por outros membros dos órgãos sociais, devem prestar, em tempo útil e de forma adequada ao pedido, as informações por aqueles requeridas.

II.1.9. O presidente do órgão de administração executivo ou da comissão executiva deve remeter, conforme aplicável, ao Presidente do Conselho de Administração, ao Presidente

do Conselho Fiscal, ao Presidente da Comissão de Auditoria, ao Presidente do Conselho Geral e de Supervisão e ao Presidente da Comissão para as Matérias Financeiras, as convocatórias e as atas das respetivas reuniões.

II.1.10. Caso o presidente do órgão de administração exerça funções executivas, este órgão deverá indicar, de entre os seus membros, um administrador independente que assegure a coordenação dos trabalhos dos demais membros não executivos e as condições para que estes possam decidir de forma independente e informada ou encontrar outro mecanismo equivalente que assegure aquela coordenação.

## II.2. FISCALIZAÇÃO

II.2.1. Consoante o modelo aplicável, o presidente do Conselho Fiscal, da Comissão de Auditoria ou da Comissão para as Matérias Financeiras deve ser independente, de acordo com o critério legal aplicável, e possuir as competências adequadas ao exercício das respetivas funções.

II.2.2. O órgão de fiscalização deve ser o interlocutor principal do auditor externo e o primeiro destinatário dos respetivos relatórios, competindo-lhe, designadamente, propor a respetiva remuneração e zelar para que sejam asseguradas, dentro da empresa, as condições adequadas à prestação dos serviços.

II.2.3. O órgão de fiscalização deve avaliar anualmente o auditor externo e propor ao órgão competente a sua destituição ou a resolução do contrato de prestação dos seus serviços sempre que se verifique justa causa para o efeito.

II.2.4. O órgão de fiscalização deve avaliar o funcionamento dos sistemas de controlo interno e de gestão de riscos e propor os ajustamentos que se mostrem necessários.

II.2.5. A Comissão de Auditoria, o Conselho Geral e de Supervisão e o Conselho Fiscal devem pronunciar-se sobre os planos de trabalho e os recursos afetos aos serviços de auditoria interna e aos serviços que velem pelo cumprimento das normas aplicadas à sociedade (serviços de compliance), e devem ser destinatários dos relatórios realizados por estes serviços pelo menos quando estejam em causa matérias relacionadas com a prestação de contas a identificação ou a resolução de conflitos de interesses e a deteção de potenciais ilegalidades.

## II.3. FIXAÇÃO DE REMUNERAÇÕES

II.3.1. Todos os membros da Comissão de Remunerações ou equivalente devem ser independentes relativamente aos membros executivos do órgão de administração e incluir pelo menos um membro com conhecimentos e experiência em matérias de política de remuneração.

II.3.2. Não deve ser contratada para apoiar a Comissão de Remunerações no desempenho das suas funções qualquer pessoa singular ou coletiva que preste ou tenha prestado, nos últimos três anos, serviços a qualquer estrutura na dependência do órgão de administração, ao próprio órgão de administração da sociedade ou que tenha relação atual com a sociedade ou com consultora da sociedade. Esta recomendação é aplicável igualmente a qualquer pessoa singular ou coletiva que com aquelas se encontre relacionada por contrato de trabalho ou prestação de serviços.

II.3.3. A declaração sobre a política de remunerações dos órgãos de administração e fiscalização a que se refere o artigo 2.º da Lei n.º 28/2009, de 19 de Junho, deverá conter, adicionalmente:

- a) Identificação e explicitação dos critérios para a determinação da remuneração a atribuir aos membros dos órgãos sociais;
- b) Informação quanto ao montante máximo potencial, em termos individuais, e ao montante máximo potencial, em termos agregados, a pagar aos membros dos órgãos sociais, e identificação das circunstâncias em que esses montantes máximos podem ser devidos;
- d) Informação quanto à exigibilidade ou inexigibilidade de pagamentos relativos à destituição ou cessação de funções de administradores.

II.3.4. Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de planos de atribuição de ações, e/ou de opções de aquisição de ações ou com base nas variações do preço das ações, a membros dos órgãos sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do plano.

II.3.5. Deve ser submetida à Assembleia Geral a proposta relativa à aprovação de qualquer sistema de benefícios de reforma estabelecidos a favor dos membros dos órgãos

sociais. A proposta deve conter todos os elementos necessários para uma avaliação correta do sistema.

### III. REMUNERAÇÕES

III.1. A remuneração dos membros executivos do órgão de administração deve basear-se no desempenho efetivo e desincentivar a assunção excessiva de riscos.

III.2. A remuneração dos membros não executivos do órgão de administração e a remuneração dos membros do órgão de fiscalização não deve incluir nenhuma componente cujo valor dependa do desempenho da sociedade ou do seu valor.

III.3. A componente variável da remuneração deve ser globalmente razoável em relação à componente fixa da remuneração, e devem ser fixados limites máximos para todas as componentes.

III.4. Uma parte significativa da remuneração variável deve ser diferida por um período não inferior a três anos, e o direito ao seu recebimento deve ficar dependente da continuação do desempenho positivo da sociedade ao longo desse período.

III.5. Os membros do órgão de administração não devem celebrar contratos, quer com a sociedade, quer com terceiros, que tenham por efeito mitigar o risco inerente à variabilidade da remuneração que lhes for fixada pela sociedade.

III.6. Até ao termo do seu mandato devem os administradores executivos manter as ações da sociedade a que tenham acedido por força de esquemas de remuneração variável, até ao limite de duas vezes o valor da

remuneração total anual, com exceção daquelas que necessitem ser alienadas com vista ao pagamento de impostos resultantes do benefício dessas mesmas ações.

III.7. Quando a remuneração variável compreender a atribuição de opções, o início do período de exercício deve ser diferido por um prazo não inferior a três anos.

III.8. Quando a destituição de administrador não decorra de violação grave dos seus deveres nem da sua inaptidão para o exercício normal das respetivas funções mas, ainda assim, seja reconduzível a um inadequado desempenho, deverá a sociedade encontrar-se dotada dos instrumentos jurídicos adequados e necessários para que qualquer indemnização ou compensação, além da legalmente devida, não seja exigível.

#### IV. AUDITORIA

IV.1. O auditor externo deve, no âmbito das suas competências, verificar a aplicação das políticas e sistemas de remunerações dos órgãos sociais, a eficácia e o funcionamento dos mecanismos de controlo interno e reportar quaisquer deficiências ao órgão de fiscalização da sociedade.

IV.2. A sociedade ou quaisquer entidades que com ela mantenham uma relação de domínio não devem contratar ao auditor externo, nem a quaisquer entidades que com ele se encontrem em relação de grupo ou que integrem a mesma rede, serviços diversos dos serviços de auditoria. Havendo razões para a contratação de tais serviços – que devem ser aprovados pelo órgão de fiscalização e explicitadas no seu Relatório Anual sobre o Governo da Sociedade – eles não devem assumir um relevo superior a 30% do valor total dos serviços prestados à sociedade.

IV.3. As sociedades devem promover a rotação do auditor ao fim de dois ou três mandatos, conforme sejam respetivamente de quatro ou três anos. A sua manutenção além deste período deverá ser fundamentada num parecer específico do órgão de fiscalização que pondere expressamente as condições de independência do auditor e as vantagens e os custos da sua substituição.

#### V. CONFLITOS DE INTERESSES E TRANSAÇÕES COM PARTES RELACIONADAS

V.1. Os negócios da sociedade com acionistas titulares de participação qualificada, ou com entidades que com eles estejam em qualquer relação, nos termos do art. 20.º do Código dos Valores Mobiliários, devem ser realizados em condições normais de mercado.

V.2. O órgão de supervisão ou de fiscalização deve estabelecer os procedimentos e critérios necessários para a definição do nível relevante de significância dos negócios com acionistas titulares de participação qualificada – ou com entidades que com eles estejam em qualquer uma das relações previstas no n.º 1 do art.

20.º do Código dos Valores Mobiliários –, ficando a realização de negócios de relevância significativa dependente de parecer prévio daquele órgão.

## VI. INFORMAÇÃO

VI.1. As sociedades devem proporcionar, através do seu sítio na Internet, em português e inglês, acesso a informações que permitam o conhecimento sobre a sua evolução e a sua realidade atual em termos económicos, financeiros e de governo.

VI.2. As sociedades devem assegurar a existência de um gabinete de apoio ao investidor e de contacto permanente com o mercado, que responda às solicitações dos investidores em tempo útil, devendo ser mantido um registo dos pedidos apresentados e do tratamento que lhe foi dado

## Anexo 3- Modelo OLS

Modelo 1: Mínimos Quadrados de amostragem ("Pooled OLS"), usando 159 observações

Incluídas 34 unidades de secção-cruzada

Comprimento da série temporal: mínimo 3, máximo 5

Variável dependente: ID

Erros padrão robustos (HAC)

|                        | <i>Coefficiente</i> | <i>Erro Padrão</i>    | <i>rácio-t</i> | <i>valor p</i> |     |
|------------------------|---------------------|-----------------------|----------------|----------------|-----|
| const                  | 0,676519            | 0,111595              | 6,062          | <0,0001        | *** |
| DIM                    | 0,0173265           | 0,00807240            | 2,146          | 0,0393         | **  |
| END                    | -0,115555           | 0,0661997             | -1,746         | 0,0902         | *   |
| REN                    | -0,00449805         | 0,00194030            | -2,318         | 0,0268         | **  |
| ROA                    | -0,00048463         | 0,000496852           | -0,9754        | 0,3365         |     |
| LIQ                    | -0,00456086         | 0,0101276             | -0,4503        | 0,6554         |     |
| ROE                    | 0,000222237         | 0,000479322           | 0,4636         | 0,6459         |     |
| CA                     | 0,0490075           | 0,0489273             | 1,002          | 0,3238         |     |
| Média var. dependente  | 0,854998            | D.P. var. dependente  | 0,120855       |                |     |
| Soma resíd. quadrados  | 1,998146            | E.P. da regressão     | 0,115034       |                |     |
| R-quadrado             | 0,134152            | R-quadrado ajustado   | 0,094013       |                |     |
| F(7, 33)               | 8,440220            | valor P(F)            | 6,77e-06       |                |     |
| Log. da verosimilhança | 122,3352            | Critério de Akaike    | -228,6704      |                |     |
| Critério de Schwarz    | -204,1191           | Critério Hannan-Quinn | -218,7004      |                |     |
| rho                    | 0,003931            | Durbin-Watson         | 1,361010       |                |     |